
Ziele der Geldpolitik – Die Rolle von Konjunkturstabilisierung

Helene Schuberth*

„One of the most striking developments in monetary economics during this last quarter century has been the renewed attempt to banish from the purview of monetary policy-making any sense of responsibility for real outcomes.“ (Benjamin Friedman [2002] 7)

1. Geldpolitik und Stabilisierung

Der *mainstream* hat zuletzt einen nicht unbedeutenden Wandel vollzogen: Nachdem die Neue Klassische Makroökonomie, die die Unwirksamkeit von staatlicher Nachfragepolitik behauptete,¹ im akademischen Diskurs an Einfluss verloren hat, hat sich nun ein Paradigma herausgebildet, das als ‚Neue Neoklassische Synthese‘ bezeichnet wird und eine aktive Rolle staatlicher Konjunktursteuerung theoretisch begründet.² Dabei werden Friktionen neukeynesianischer Provenienz in (mikrofundierte) stochastische dynamische allgemeine Gleichgewichtsmodelle eingebaut. Diese Friktionen haben kurz- und mittelfristig einen Einfluss auf realwirtschaftliche Größen wie Produktion und Beschäftigung. Die Modelle sind aber so konstruiert, dass langfristig die Ökonomie zum Gleichgewicht konvergiert, während so genannte Marktunvollkommenheiten auf den Güter- und Arbeitsmärkten³ bzw. auf den Kreditmärkten⁴ kurzfristig keynesianische Phänomene hervorrufen und den Anpassungsprozess zum Gleichgewicht erheblich verzögern können: Marktunvollkommenheiten setzen Multiplikator- und Akzeleratoreffekte in Gang, die Schocks verstärken und durch Preisanpassungen nicht gedämpft werden. Daraus folgt nun, dass, im Gegensatz zu den Empfehlungen des *mainstream* vor ein bis zwei Jahrzehnten, aktive Stabilisierungspolitik diese Effekte dämpfen kann, die letztlich enorme Kosten verursachen. Wird einem Wirtschaftsabschwung nicht effektiv gegengesteuert, besteht die Gefahr langfristig negativer Auswirkungen: Die im Abschwung freigesetzten Arbeitskräfte werden im folgenden Aufschwung nicht mehr zu Gänze wieder eingestellt, die aus dem Markt ausscheidenden Unternehmen nicht wieder neu gegründet – ein Phänomen, das als Hysteresis bezeichnet wird –, und Sozial- und Pensionsversicherungssysteme stoßen an die (vorwiegend politischen) Grenzen der Finanzierbarkeit. Konjunkturabschwünge haben somit beträchtliche

Verteilungsimplicationen und beeinflussen das Wirtschaftswachstum nachhaltig negativ. So zeigen empirische Untersuchungen dass zyklische Volatilität und Wirtschaftswachstum negativ korreliert sind.⁵

Die Wirksamkeit und Notwendigkeit diskretionärer Wirtschaftspolitik im *mainstream* steht nun außer Zweifel. Umstritten ist hingegen die Frage, ob nun primär die Geld- oder die Fiskalpolitik über das effektivere wirtschaftspolitische Instrumentarium zur Nachfragesteuerung verfügt, eine Frage, die im Übrigen theoriegeschichtlich höchst unterschiedlich beantwortet wurde. In der akademischen fiskalischen Diskussion werden als Argument gegen Stabilisierungspolitik nicht-keynesianische Effekte der Fiskalpolitik genannt, die besonders von der Europäischen Kommission zur Begründung des Stabilitäts- und Wachstumspakts, der ja konzeptuell die Konjunkturstabilisierung weitgehend auf die Wirkung automatischer Stabilisatoren beschränkt, betont werden:⁶ Wirtschaftssubjekte mit rationalen Erwartungen würden auf jeden expansiven fiskalischen Impuls, wie etwa eine Steuersenkung, nicht mit verstärktem Konsum, sondern mit der Erhöhung der Sparquote reagieren, weil sie sich der Budgetbeschränkungen des Staates bewusst sind und zukünftige Steuererhöhungen antizipieren. Expansive Fiskalpolitik hätte somit keine oder sogar negative Effekte auf das Wachstum, eine Sichtweise, die überwiegend in theoretischen Modellen offenbart wurde, jedoch empirisch nur in wenigen außergewöhnlichen Fällen nachgewiesen werden konnte.⁷

Hingegen ist die Fähigkeit der Geldpolitik, über Zinssenkungen die Konjunktur positiv zu stimulieren, allgemein anerkannt. So zeigten Stock und Watson (2002) für die USA, dass die seit etwa Mitte der 1980er Jahre beobachtbare starke Reduktion der zyklischen Volatilität in den USA einerseits durch günstige Schocks, aber auch durch verbessertes makroökonomisches Management, insbesondere der Geldpolitik, erklärt werden kann. Während der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik noch vor wenigen Jahren als *'black box'* bezeichnet wurde, haben zahlreiche Forschungsarbeiten und insbesondere das Forschungsprogramm der Notenbanken des Euroraums zu den verschiedenen Transmissionskanälen, über die geldpolitische Impulse auf die reale Wirtschaft übertragen werden, mehr Klarheit geschaffen:⁸ Die realen Effekte der Geldpolitik, die für die kurze und mittlere Frist untersucht wurden, sind nicht unerheblich und die Wirkungskanäle sind nun weitgehend bekannt.⁹ Die Unsicherheiten verlagern sich eher auf die lange Frist, die nach wie vor als *'black box'* bezeichnet werden muss und die von simplen idealtypischen Neutralitätsvorstellungen, wonach Geldpolitik langfristig keinen Einfluss auf Wachstum und Beschäftigung hat, dominiert werden.¹⁰

Wenn die Wirksamkeit der Geldpolitik, Konjunkturzyklen stabilisieren zu können, in der ökonomischen Literatur allgemein anerkannt ist, stellen sich einige Fragen, die im Folgenden geklärt werden sollen:

1.) Warum variiert die Rolle der Stabilisierungspolitik in den statutarisch festgelegten Zielen der Geldpolitik weltweit so stark? Weitgehend parallel zum Niedergang der Politikineffizienzhypothese der neuen klassischen Makroökonomie gingen viele Länder, allen voran Großbritannien und Kanada, dazu über, ihre geldpolitische Strategie zu ändern: Wechselkurs- oder Geldmengenzielstrategien wurden durch Inflationszielstrategien abgelöst mit scheinbar geringer Bedeutung von Stabilisierungspolitik. Dabei senkt (erhöht) die Notenbank die Zinssätze, wenn ein Inflationsrückgang (-anstieg) prognostiziert wird, um so die Inflationsrate auf dem Inflationszielniveau zu halten. Mit dem Übergang zur Inflationszielstrategie vieler Industrieländer in den frühen 1990er Jahren und auch zunehmend einiger Schwellenländer wurde Preisstabilität überwiegend als primäres Ziel der Geldpolitik statutarisch verankert. Auch der Vertrag von Maastricht legt die Sicherung der Preisstabilität als das primäre geldpolitische Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) fest, verpflichtet jedoch auch zur Verwirklichung der Ziele der Gemeinschaft, die in Artikel 2 EG-Vertrag festgelegt sind, wie beispielsweise eine hohe Beschäftigung. Der Humphrey-Hawkins-Akt aus dem Jahr 1978 legt hingegen fest, dass die Förderung des Wirtschaftswachstums neben der Sicherung der Preisstabilität ein gleichrangiges geldpolitisches Ziel der FED ist.¹¹ Dieses duale Mandat der FED ist weit reichend und die Erfahrungen der USA zeigen doch, dass beide Ziele, Preisstabilität und niedrige Wachstumschwankungen kombiniert werden konnten.¹²

2.) In welcher Beziehung stehen gesetzliches Mandat und Geldpolitik? Wenngleich die Mandate sehr unterschiedlich sind, zeigen vergleichende Untersuchungen über das Verhalten der Notenbanken, in denen Reaktionsfunktionen geschätzt werden, die die Reaktion der Notenbankzinssätze auf die prognostizierte Produktionslücke, die Inflationslücke und weitere Variable abbilden, dass sich Notenbanken sehr ähnlich verhalten. Selbst jene, die in ihrer Kommunikationsstrategie ein striktes Inflationsziel verfolgen, reagieren sehr wohl auf prognostizierte Konjunkturabschwünge mit Zinssenkungen.

3.) Lassen sich ökonomische Gründe finden, die die geringe oder Nicht-Beachtung von konjunkturpolitischen Zielen der Geldpolitik, wie sie in einigen Ländern statutarisch festgelegt ist, rechtfertigen würden?

Zunächst wird dargestellt, welche Rolle die Ziele der Geldpolitik in der ökonomischen Literatur spielen (Abschnitt 2). Abschnitt 3 diskutiert die Bedeutung von Konjunkturstabilisierung in der Geldpolitik im Euroraum, und Abschnitt 4 schließt mit einer Diskussion über realwirtschaftliche Ziele im Rahmen der populär gewordenen Inflationszielstrategie.

2. Wohlfahrtsfunktionen in der geldpolitischen Literatur

Wohlfahrtsfunktionen stellen einen Versuch dar, die Ziele der Geldpolitik formal darzustellen. Sie sind in der Regel theoretisch nicht ausreichend fundierte, arbiträr gewählte Funktionen, die simpel sind, um komplexe Optimierungsaufgaben mathematisch lösen zu können. Eine geldpolitische Regel, wie etwa eine Inflations- oder Geldmengenzielstrategie, gilt dann als optimal, wenn sie eine Wohlfahrtsfunktion unter Nebenbedingungen maximiert. Die Nebenbedingungen werden dabei durch ein strukturelles Modell der Volkswirtschaft abgebildet.

2.1 Ziele der Geldpolitik in der quadratischen Verlustfunktion

Eine häufig verwendete Wohlfahrtsfunktion (bzw. Verlustfunktion) für die Geldpolitik, die aus einer intertemporalen Funktion abgeleitet und hier für eine Periode dargestellt wird, ist wie folgt definiert:

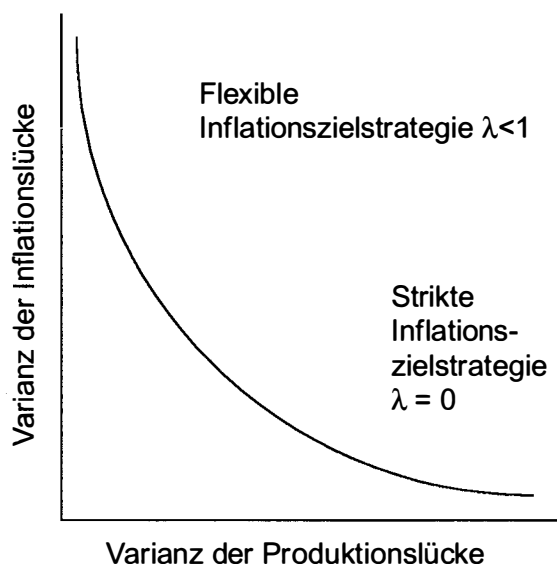
$$L_1 = (\pi_1 - \bar{\pi})^2 + \lambda (y_1 - \bar{y})^2 \quad (1)$$

Bei dieser Formulierung ist die Notenbank verpflichtet, sowohl die Abweichungen der Inflationsrate π_1 vom Inflationsziel $\bar{\pi}$ (Inflationslücke) sowie des Produktionsniveaus vom Potenzialniveau (Produktionslücke) zu minimieren. Der Parameter λ bestimmt nun, ob die Notenbank der Konjunkturstabilisierung oder der Stabilisierung der Inflationsrate ein stärkeres Gewicht beizumessen hat, denn beide Ziele können nicht immer gleichzeitig erreicht werden. Dies hängt davon ab, ob die Volkswirtschaft primär Nachfrage- oder Angebotsschocks ausgesetzt ist. Im Falle von Nachfrageschocks bewegen sich Produktion und Preise in dieselbe Richtung. So wirkt die Inflationszielstrategie einer Notenbank auch konjunkturstabilisierend, wenn etwa eine niedrige prognostizierte Inflationsrate eine Konjunkturabschwächung widerspiegelt und die Notenbank mit einer Zinssenkung gegensteuert. Dies ist der Grund dafür, dass selbst in Ländern, die eine strikte Inflationszielstrategie verfolgen, geschätzte Reaktionsfunktionen darauf hindeuten, dass die Notenbanken in ihren geldpolitischen Entscheidungen auch konjunkturelle Entwicklungen berücksichtigen. Hier erfolgt jedoch keine diskretionäre Entscheidung zugunsten von Konjunkturstabilisierung, sondern Letztere ist ein Nebeneffekt von Inflationssteuerung, weil die Produktionslücke wichtige Informationen über die Preisentwicklung enthält. Eine positive Produktionslücke zeigt demnach Inflationspotenzial an, weil mit einer zunehmenden Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten die Grenzkosten steigen, die bei Preissetzungsmacht der Produzenten auf die Preise überwälzt werden.

Bei Angebotsschocks bestehen jedoch zum Teil erhebliche Konflikte zwischen dem Ziel der Konjunktur- und jenem der Inflationsstabilisierung, weil sie Preise und Produktion in unterschiedliche Richtungen bewegen. Der Gewichtungssparameter gibt nun vor, ob die Notenbank die Inflation

auf dem Inflationszielniveau zu stabilisieren hat und damit hohe Kosten in Form von Arbeitslosigkeit in Kauf nimmt oder aber ob sie akkomodierend wirkt und den Inflationsanstieg toleriert und damit Produktion stabilisiert. Sofern Angebotsschocks einen nur temporären Effekt auf die Inflationsrate haben, wenn etwa ein Ölpreisschock das Preisniveau permanent erhöht, die Inflationsrate jedoch nur vorübergehend steigt, empfiehlt die Literatur solche temporären Angebotsschocks zu akkomodieren.¹³ Um mögliche Zweitrundeneffekte der temporär höheren Inflationsrate zu verhindern, wird weiters empfohlen, die Wirtschaftssubjekte auf eine Kerninflationsrate (z. B. Konsumentenpreisindex ohne Energiepreise) zu orientieren, wie dies etwa der erfolgreichen Praxis der Bank of Canada entspricht. Der Zielkonflikt zwischen Inflations- und Konjunkturstabilisierung kann in Abbildung 1 verdeutlicht werden.

Abbildung 1: Zielkonflikte zwischen Inflations- und Konjunkturstabilisierung



Die in Abbildung 1 eingezeichnete Kurve zeigt die Kombinationen von Inflations- und Produktionsvariabilität, die durch eine angemessene Zinssteuerung erreicht werden können. Verschiedene Punkte auf der Kurve ergeben sich durch Veränderung des relativen Gewichts in der Verlustfunktion. In diesem einfachen Modell liegt es in der Hand der Notenbank, den Konjunkturzyklus zu stabilisieren, indem sie ihre modellgestützten Kenntnisse über den Transmissionsmechanismus heranzieht, um auf eine prognostizierte Abweichung des Produktionsniveaus vom geschätzten Produktionspotenzial mit einer Variation des Zinssatzes zu reagieren. Sie nimmt dadurch in Kauf, dass sich die Inflationsrate über einen längeren

Zeitraum vom Inflationsziel entfernt, wie dies etwa bei steigenden Ölpreisen, die geldpolitisch akkomodiert werden, zutrifft. In der Terminologie Lars Svenssons (1997) wird dieser Fall, wo der Gewichtungsparemeter λ hoch ist, als „flexible Inflationszielstrategie“ bezeichnet. Da im Rahmen einer Inflationszielstrategie das Inflationsziel transparent gemacht wird und sich die Notenbank verpflichtet, dieses Ziel auch mittelfristig erreichen zu wollen, können Inflationserwartungen auf dieses Ziel gelenkt werden und unterstützen, dass etwa ein ölpreisbedingter Anstieg der Inflationsrate nur vorübergehend eintritt und nicht zu einer Erhöhung der Inflationserwartungen führt. Dies wird als großer Vorteil der Inflationszielstrategie gegenüber alternativen geldpolitischen Strategien gesehen. Diese attraktive Eigenschaft der Inflationszielstrategie führt dazu, dass sich die Kurve, die in Abbildung 1 den Zielkonflikt zwischen Konjunktur- und Inflationsstabilisierung beschreibt, sehr weit links im Diagramm befindet, d. h. das Ziel der Konjunkturstabilisierung kann konzeptionell mit relativ geringen Abweichungen der Inflationsrate vom -ziel erreicht werden. Bei der strikten Inflationszielstrategie, wo der Gewichtungsparemeter null ist, wird hingegen auf jede prognostizierte Abweichung der Inflationsrate vom Ziel geldpolitisch reagiert. Indem versucht wird, die Inflationsrate punktgenau zu steuern, werden allerdings starke Produktions- und Beschäftigungsschwankungen hingenommen.

Der Gewichtungsparemeter entscheidet letztlich über den Zeithorizont, innerhalb dessen eine sich vom Ziel entfernende Inflationsrate wieder diesem Ziel angenähert wird. Flexible Inflationszielstrategien sind in jenen Ländern zu finden, in denen entweder statutarisch (oder durch die Notenbanken selbst) eine Bandbreite für das Inflationsziel (z. B. 1-3%) festgelegt wird und/oder angegeben wird, dass die Einhaltung des Inflationsziels mittelfristig angestrebt wird. Darüber hinaus enthalten einige der Statuten den expliziten Hinweis auf die Verpflichtung zur Erreichung auch realwirtschaftlicher Ziele, die als Konjunkturstabilisierungsziele interpretiert werden können. Strikte Inflationszielstrategien sind in jenen Ländern zu finden, die ein Punktziel für die Inflationsrate angeben, das darüber hinaus kurzfristig (z. B. jährlich) erreicht werden muss.

2.2 „Prinzipal-Agent“ versus „Inflation Bias“

Über die Höhe von λ , jener Parameter, der festlegt, ob nun der Konjunkturstabilisierung ($\lambda > 1$) oder der Stabilisierung der Inflationsrate auf dem Inflationszielniveau ($\lambda < 1$) die größere Beachtung geschenkt werden soll, bestehen unterschiedliche Auffassungen.

a) λ = soziale Präferenzrate: Folgt man dem weit verbreiteten Prinzipal-Agent-Ansatz, so wird Geldpolitik als technische Aufgabe von Experten verstanden (Agent), die zwar dem politischen Einfluss entzogen sind, aber im Auftrag eines Prinzipals eine soziale Wohlfahrtsfunktion maximieren.

Die Übertragung der Geldpolitik an unabhängige Institutionen wird damit versucht, demokratisch zu legitimieren. Die Wohlfahrtsfunktion und der Gewichtungssparameter λ entsprechen dann im Idealfall den statutarisch festgelegten Zielen der Geldpolitik. Betrachtet man die Wohlfahrtsfunktion in Gleichung 1, dann wird allerdings deutlich, dass die weltweit beobachtbaren, politisch festgelegten Statuten der Komplexität von Zielkonflikten und damit verbundenen Entscheidungskonstellationen nicht gerecht werden. Die Ausgestaltung von geldpolitischen Statuten weicht somit von den idealtypischen Überlegungen des Prinzipal-Agent-Ansatzes ab. Wenngleich Gleichung 1 äußerst simpel erscheint, ist zu bedenken, dass die Maximierung dieser Wohlfahrtsfunktion nicht lediglich eine, sondern verschiedene ‚optimale‘ Lösungen erlaubt. Der Agent verfügt daher über ein hohes Maß an Ermessensspielraum. So basiert etwa das Konzept des Produktionspotenzials, dessen Höhe nicht beobachtbar ist und ökonometrisch geschätzt werden muss auf unterschiedlichen theoretischen Überlegungen, die dann wiederum unterschiedliche empirische Spezifikationen nahe legen. Jene Variablen, die beobachtbar sind, das Produktionsniveau und die Inflationsrate, werden mit hoher Unsicherheit gemessen und unterliegen mitunter beträchtlichen Revisionen. So variiert beispielsweise die Schätzung für die Produktionslücke in Prozent des Produktionsniveaus im Euroraum für das Jahr 2004 zwischen -1,5% (Europäische Kommission) und -2,4% (Internationaler Währungsfonds). Modell- und Datenunsicherheit sind zentrale Elemente von Unsicherheit im Sinne von Knight, wo die Verteilung der Modellparameter nicht bekannt ist. Darüber hinaus besteht aus der Sicht des Agenten Unsicherheit darüber, wie die Gesellschaft die geldpolitischen Ziele gewichtet. Den Gewichtungssparameter numerisch in den Statuten festzuschreiben würde den Ermessensspielraum des Agenten vermutlich einschränken. Der Kontrakt zwischen dem Agenten und dem Prinzipal bleibt bestenfalls suboptimal und der Agent verfügt im Rahmen eines Statuts über beträchtlichen Spielraum, die Interessen des Prinzipals zu unterlaufen. Dies wird als *agency loss* bezeichnet.

b) $\lambda < \text{soziale Präferenzrate}$: Eine von vielen ÖkonomInnen präferierte Sichtweise ist, dass nicht die soziale, sondern die private Wohlfahrtsfunktion des konservativen Notenbankers maximiert werden soll, der eine niedrigere Inflationsneigung habe als die Bevölkerung. Letztere unterscheidet sich von der sozialen Wohlfahrtsfunktion dadurch, dass der Gewichtungssparameter kleiner als der von der Gesellschaft gewünschte Parameter ist. Dieses Vorgehen würde dennoch soziale Wohlfahrt maximieren. Diese wird jedoch nicht aus der Aggregation individueller Präferenzen hergeleitet, sondern sie entspricht – aus der Sicht der politökonomischen Literatur – den privaten Präferenzen des unabhängigen Notenbankers.

Jene, die der Konjunkturstabilisierung keinen oder einen geringen Stellenwert bei geldpolitischen Entscheidungen beimessen wollen, argumentieren somit nicht mit der Politikineffizienzhypothese der 1980er Jahre, die ja überzeugend widerlegt werden konnte, sondern mit politikökonomischen Argumenten: Diskretionäre Geldpolitik könne leicht dazu missbraucht werden, über niedrige Zinsen kurzfristig Wachstum zu generieren, wobei langfristig nur die Inflationsrate erhöht würde, ein Problem, das als ‚Inflationsneigung‘ (*inflation bias*) bezeichnet wurde. Stabilisierungspolitik würde die Glaubwürdigkeit von Notenbanken, die Inflationsrate langfristig niedrig halten zu können, beschädigen. Dabei wird auf die Literatur zur dynamischen Zeitinkonsistenz¹⁴ zurückgegriffen, die einen Versuch darstellte, das Problem hoher Inflationsraten der 1970er Jahre durch politikökonomische Ansätze zu erklären. Auch Barro und Gordon (1983), die die Notwendigkeit eines konservativen Notenbankers, der eine höhere Inflationsaversion als der Medianwähler hat, begründeten, haben das ökonomische Denken in diese Richtung entscheidend geprägt. Das dynamische Zeitinkonsistenzproblem bestehe darin, dass opportunistische Politik vor den Wahlen einen Anreiz habe, über niedrige Zinsen kurzfristig Wachstum und Beschäftigung zu erhöhen. Dies bedeutet letztlich, dass die Notenbank eine Wohlfahrtsfunktion maximiert, die nicht die Produktionslücke minimiert (siehe Gleichung 1), sondern die Abweichung des Produktionsniveaus von einer Zielgröße für das Produktionsniveau, das das Produktionspotenzial übersteigt. Die rationalen Wirtschaftssubjekte würden diese Fehlanreize der Politiker durchschauen und ihre Nominallöhne nach oben anpassen. Das Ergebnis sei eine höhere Inflationsrate, da das Produktionsniveau nicht über das Produktionspotenzial angehoben werden könne und die Phillipskurve langfristig als vertikal angenommen wird.

Die Hypothese des *inflation bias* ist vielfach als wirklichkeitsfremd kritisiert worden, auch von Notenbankvertretern. So meinte Alan Blinder, ehemaliger Vizepräsident der FED: „theorists have lavished vastly too much attention on a nonexistent time-inconsistency problem while ignoring a much more real problem that arises when central bankers ‚follow the market‘ too closely“.¹⁵ Sie ist zudem eine selektive Auswahl verschiedener möglicher Zeitinkonsistenzprobleme in der Geldpolitik.¹⁶ Die ökonomische Glaubwürdigkeitsliteratur hat das institutionelle Design moderner Notenbanken, den hohen Grad der Unabhängigkeit, beeinflusst und legitimiert. Die Hypothese des *inflation bias*, die auf sehr simplen Verhaltensannahmen beruht, kann möglicherweise die hohe Inflation in der Periode 1973-83 in den USA erklären. So zeigte Orphanides (2003), dass die FED in den 1970er Jahren das Niveau des Produktionspotenzials überschätzt hatte. In einer Welt mit weitgehend unabhängigen Notenbanken, die sich überwiegend statutarisch zu Preisstabilität verpflichtet haben, ist die Hypothese

eines *inflation bias* nur schwer nachvollziehbar. Auch wurde erkannt, dass ein zu niedriger Gewichtungssparameter λ zu hoher Produktionsvariabilität führt und somit suboptimal ist.

Die jüngere Literatur argumentiert nun, diese Kritik zur Kenntnis nehmend, mit einem geldpolitischen Entscheidungen inhärenten *stabilization bias*, der ein niedrigeres λ rechtfertigen würde, als es die Gesellschaft wünscht.¹⁷ Dies wurde sowohl für Modelle mit einer Lucas-Phillipskurve mit persistenter Produktion gezeigt als auch für neukeynesianische Modelle mit seriell korrelierten Angebotsschocks. Die Richtung der Stabilisierungsneigung ist jedoch nicht robust, sondern modellabhängig. In Modellen mit Inflationspersistenz wurde etwa gezeigt, dass der *stabilization bias* sogar ein höheres Gewicht für Konjunkturstabilisierung nahe legt.¹⁸

Während nach dem Prinzipal-Agent-Ansatz die Geldpolitik den Präferenzen der Bevölkerung bezüglich der geldpolitischen Ziele zu folgen hat, haben Ökonomen Spezialfälle untersucht, in denen als wichtigste Empfehlung die Geldpolitik konservativer sein soll, als es den Präferenzen der Bevölkerung entspricht. Dieses Ergebnis ist jedoch wenig robust, modellabhängig und basiert auf arbiträr gewählten Verhaltensannahmen. Insbesondere Befürworter einer Inflationszielstrategie argumentieren, dass die – je nach Präferenz – kurz- oder mittelfristige Orientierung an einem Inflationsziel diese Verhaltensannahmen obsolet macht, und empfehlen den GeldpolitikerInnen, den Präferenzen der Bevölkerung zu folgen, die statutarisch festgelegt sind. Die Zielformulierungen für die Geldpolitik weichen jedoch stark vom idealtypischen Konzept des Prinzipal-Agent-Ansatzes ab, wonach eine anspruchsvolle wirtschaftspolitische Aufgabe an eine unabhängige Institution delegiert wird, die beauftragt wird, den Willen des Prinzipals umzusetzen. Die Notenbank müsste demnach die politisch vorgegebenen Parameter in die Wohlfahrtsfunktion einsetzen und diese unter Nebenbedingungen optimieren. Sie erhält dann eine Reaktionsfunktion, die den numerischen Wert der notwendigen Zinsvariation vorgibt, ein Prozedere, das letztlich die soziale Wohlfahrt maximieren sollte. Diese Vorstellung von ‚optimaler‘ Geldpolitik beruht auf der Annahme, dass GeldpolitikerInnen lediglich mit Risiken konfrontiert sind, die auf Basis des historischen Wissens über die Wahrscheinlichkeitsverteilung der Modellparameter in Form von Konfidenzintervallen abgebildet werden können. Fundamentale Unsicherheit, die in den verwendeten Modellen nicht adäquat berücksichtigt werden kann, führt letztlich dazu, dass in hohem Maß Werturteile in die Entscheidungsfindung eingehen.¹⁹ Die Brücke zu schlagen zwischen der Naivität existierender Modelle und der Komplexität ökonomischer Zusammenhänge wird auch als „*art of central banking*“ bezeichnet.²⁰ Modell-, Datenunsicherheit sowie Unsicherheit über die geldpolitischen Ziele und deren Gewichtung können zu ‚*agency losses*‘ führen, ein bekannter Nebeneffekt des Prinzipal-Agent-Ansatzes, die darin

bestehen, dass der Agent hohen Ermessensspielraum in der Interpretation des geldpolitischen Mandats hat. Ob diese *agency losses* durch einen präziseren Kontrakt zwischen dem Agenten und dem Prinzipal wesentlich reduziert werden können, indem etwa der Gewichtungssparameter zwischen Inflations- und Konjunkturstabilisierung statutarisch präzisiert wird, ist diskussionswürdig. Jedenfalls stellt sich die Frage, ob das Modell des Prinzipal-Agent-Ansatzes der geeignete institutionelle Rahmen für Geldpolitik ist.

3. Konjunkturstabilisierung und Geldpolitik im Euroraum

Die Ziele der Geldpolitik der EZB sind in Artikel 105 des Maastrichter Vertrages festgelegt. Art. 105 EG-V legt fest, dass Preisstabilität das vorrangige Ziel des EZB ist; sie ist aber auch vertraglich verpflichtet, an der Verwirklichung der Ziele der Gemeinschaft, die in Artikel 2 EG-V festgelegt sind, wie beispielsweise eine hohe Beschäftigung, mitzuwirken. Diese Zielformulierung des EU-Vertrags hat Anlass zu verschiedenen Interpretationen gegeben. Die EZB hat daher großen Interpretationsspielraum sowohl bei der Zielformulierung als auch bei der Definition von Preisstabilität. Zudem setzt das Eurosystem die geldpolitische Strategie selbst fest. Die EZB interpretiert Art. 105 so, dass die Gemeinschaftsziele des Artikel 2 dann am besten erreicht werden können, wenn Preisstabilität gewährleistet ist. Allerdings gibt es Stellungnahmen von Mitgliedern des EZB-Direktoriums, die die Tatsache, dass Preisstabilität mittelfristig erreicht werden soll, als Argument für Konjunkturstabilisierung ins Treffen führen: „...by maintaining price stability over the medium term, the single monetary policy makes the best contribution it can to achieving a high level of output and employment, thereby supporting the general economic policies of the Community, as required by the Treaty.“²¹

Auch Lars Svensson (1997) sieht in Art. 105 auch eine Stabilisierungsfunktion der EZB begründet, sofern diese dem Preisstabilitätsziel nicht zuwiderläuft. Problematisch aus Sicht vieler Beobachter ist, dass Art. 105 keine klaren Vorgaben gibt, ob und in welchem Ausmaß im Fall von negativen Angebotsschocks, wie etwa einem Anstieg des Ölpreises akkommodiert werden soll, d. h. ob die EZB einen Anstieg der Inflationsrate temporär tolerieren sollte, um eine Erhöhung der Arbeitslosenrate zu vermeiden. Gerade seit Bestehen der Währungsunion ist eine hohe Frequenz von sich gegenseitig überlagernden Angebotsschocks zu beobachten, die eine hohe Volatilität der aktuellen Inflationsrate zur Folge haben und bei strikter Interpretation von Art. 105 die Konjunkturstabilisierung erschweren.

Die EZB ist seit Beginn der nun schon außerordentlich lange andauernden Konjunkturschwäche seit Herbst 2001 keiner strikten Auslegung des Preisstabilitätsziels von unter 2% gefolgt, sondern hat eine temporäre Überschreitung dieser Zielgröße zugelassen, um die Konjunktur

zu stützen. So ließ die EZB die Inflationsrate kurzfristig auf knapp über 3% (Mai 2001) ansteigen. Ob die seit Herbst 2001 erfolgten Zinssenkungen auf nunmehr 2% im Sinne der Ziele der Gemeinschaft (Art. 2) ausreichend waren, d. h. ob die EZB tatsächlich seit Bestehen der Währungsunion einen wesentlichen Beitrag zur Stabilisierung der Konjunktur geleistet hat, werden WirtschaftshistorikerInnen zu beurteilen haben. Erst in einigen Jahren, wenn genügend Datenpunkte es erlauben, die Parameter der Reaktionsfunktion der EZB zuverlässig zu schätzen, lässt sich dies mit geringerer Ungewissheit feststellen.

Ist man jedoch nicht am ex post-Verhalten von Notenbanken interessiert, sondern an der Höhe jenes Zinssatzes, der, bei vorgegebenen Präferenzen hinsichtlich Konjunktur- und Inflationsstabilisierung, einer ‚neutralen‘ Geldpolitik entspricht, dann legt man die jeweiligen Koeffizienten fest, die dann aber nicht als Gewichtungssparameter interpretiert werden können. Sie unterscheiden sich von den in Abschnitt 2 beschriebenen Gewichtungssparametern der Verlustfunktion, da es sich bei den Parametern der Reaktionsfunktion um Koeffizienten handeln, die anzeigen, um welchen Faktor der Zinssatz auf Abweichungen der prognostizierten Inflationsrate und des Wachstums von den jeweiligen Zielwerten variiert werden muss. Der hiermit ermittelte sogenannte Taylorzinssatz gibt einen groben Anhaltspunkt für jenes Zinsniveau, das Produktions- und Inflationslücke wieder schließt. Der Taylor-Zinssatz wird dabei in Abhängigkeit von der Inflations- und der Produktionslücke bestimmt (siehe Gleichung 2):²²

$$i_t^T = \bar{r} + \pi^* + \alpha (y_t^E - y_t^*) + \beta (\pi_t^E - \pi^*) \quad (2)$$

(i_t^T) = Taylor-Zins

$(\bar{r})$ = realer Gleichgewichtszins (2%)

(π_t^E) = erwartete Inflationsrate (12-Monats gleitender Durchschnitt der ex-ante Inflationsrate)

(π^*) = Definition von Preisstabilität (1,75%)

$(y_t^E - y_t^*)$ = Produktionslücke

$(\pi_t^E - \pi^*)$ = Inflationslücke

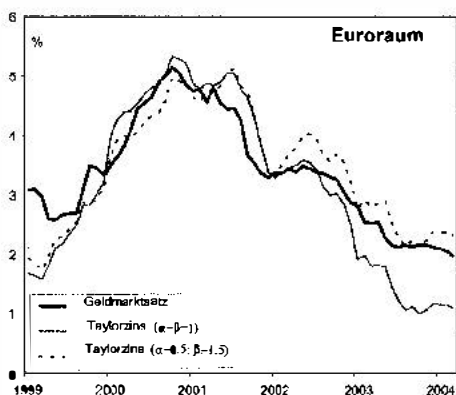
α = Gewichtungssparameter für die Produktionslücke

β = Gewichtungssparameter für die Inflationslücke

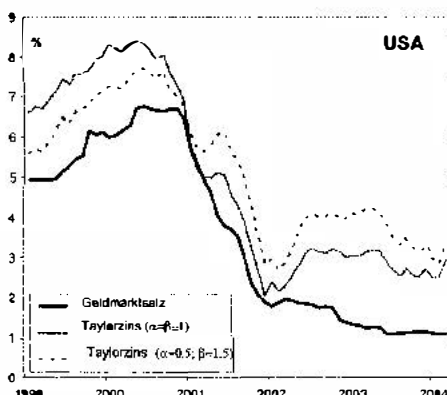
Sind Produktions- und Inflationslücke gleich null, so entspricht der nominelle Taylor-Zinssatz abzüglich der Zielgröße für die Inflationsrate dem realen Gleichgewichtssatz. Schlittert die Volkswirtschaft in eine Rezession, so sinkt der Taylor-Zinssatz unter das Niveau des Gleichgewichtszinssatzes. Liegen die Inflationserwartungen über dem Inflationsziel, empfiehlt die Taylor-Regel ein Zinsniveau, das über dem Gleichgewichtszinssatz liegt.

Die Taylor-Regel, die wohl bekannteste geldpolitische Reaktionsfunktion, verdankt ihre Popularität dem Umstand, dass sie trotz ihrer Einfachheit das Verhalten der FED seit Mitte der 1980er Jahre recht gut beschreibt.²³ Seit 2002 liegt jedoch der aktuelle Zinssatz weit unter dem Taylor-Zins. Die Taylor-Regel dient darüber hinaus als grober Indikator zur Einschätzung darüber, ob die Geldpolitik eher restriktiv oder expansiv zu bewerten ist. Wie Abbildung 2 zeigt, hängt jedoch die Höhe des Taylorzinssatzes wesentlich von den Reaktionskoeffizienten α und β ab. Sind α und β jeweils 1, zeigt sich, dass die EZB seit Mitte des Jahres 2002 restriktiv ausgerichtet ist und sich der Restriktivitätsgrad seither verstärkt hat. Derzeit liegt der Taylor-Zinssatz um ca. 1 Prozentpunkt unter dem Geldmarktzinssatz. Wird jedoch α mit 1,5 und β mit lediglich 0,5 festgelegt, ergibt sich ein ganz anderes Bild: Bei stärkerer Inflationsorientierung ist die Geldpolitik derzeit als leicht expansiv zu bewerten und der Taylor-Zinssatz liegt um ca. 30 Basispunkte über dem Taylor-Zinssatz. Interessant ist auch, dass in den USA seit 1999 der aktuelle Geldmarktzinssatz zeitweise um bis zu zwei Prozentpunkte unter den Taylor-Zinsen lag. Dies dokumentiert die stark expansive Ausrichtung der US-amerikanischen Geldpolitik.

Abbildung 2: Taylorzinsen Euroraum und USA, 1. 1. 1999 bis 1. 4. 2004



Quelle: Consensus Forecasts, OECD



Quelle: Consensus Forecasts, OECD

Der Taylor-Zins muss jedoch mit großer Vorsicht interpretiert werden, da er sehr sensitiv auf die getroffenen Annahmen über die Höhe des realen Gleichgewichtszinssatzes, der gewählten Variable und, wie bereits erwähnt, der Reaktionskoeffizienten ist.

Realer Gleichgewichtszinssatz: Zum einen ist die Unterstellung eines konstanten realen Gleichgewichtszinssatzes problematisch, der hier mit 2% angenommen wird. In der Literatur über Reaktionsfunktionen wird der reale Gleichgewichtszinssatz entweder als historischer Durchschnittswert

bestimmt oder – unter Annahme eines Inflationsziels – implizit als Teil der Konstante geschätzt. Ein theoretisch adäquater Gleichgewichtszinssatz müsste jedoch über die Zeit variieren, da der Zinssatz auf diverse Schocks reagiert. Wie Neiss und Nelson (2001) zeigten, reagiert der Gleichgewichtszinssatz auf einen Nachfrageschock positiv und auf einen Technologieschock negativ.

Inflationslücke: In die Berechnung des Taylor-Zinses geht die Inflationslücke, die Differenz von prognostizierter Inflationsrate und Inflationsziel, als Variable ein. Die Inflationsrate wird dabei am Konsumentenpreisindex gemessen. Dies ist insofern problematisch, da dieser Preisindex auch die schwer prognostizierbare Energiepreiskomponente enthält, die u. a. zur hohen Volatilität des Index beiträgt. Da etwa durch Ölpreisschocks lediglich temporäre Veränderungen der aktuellen Inflationsrate ausgelöst werden (bei Fehlen von Zeitrundeneffekten), wird in der Literatur empfohlen, entweder angebotsschockinduzierte Inflationsbewegungen zu ignorieren,²⁴ oder die Geldpolitik an der Kerninflationsrate (Konsumentenpreisindex ohne saisonale und Energiekomponenten) zu orientieren. So zeigte Breuss (2002), dass die Orientierung der EZB am Konsumentenpreisindex dem Euroraum Wachstum gekostet hat, da der Anstieg der Ölpreise unmittelbar nach Beginn der Währungsunion wesentlich für den Anstieg der Konsumentenpreisinflation verantwortlich war – diese erreichte im Mai 2001 mit knapp über 3% ihren höchsten Wert –, während die Kerninflationsrate nur geringfügig gestiegen ist.

Finanzmarkteffekte: Die viel stärkere expansive Ausrichtung der Geldpolitik in den USA reflektiert den Umstand, dass in der gegenwärtigen Situation, in der Finanzmarktkrisen nachhaltige Effekte auf die wirtschaftliche Situation zeigten, einfache Indikatoren wie der Taylor-Zinssatz zur Einschätzung der monetären Rahmenbedingungen nur beschränkt geeignet sind. So könnte man etwa argumentieren, dass die in der Regel Finanzmarktkrisen folgenden Deflationsgefahren nur durch eine Senkung der Zinsen unter einen ‚neutralen‘ Taylorzins abgewendet werden können. Die Geldpolitik wirkt ja nicht bloß über den neoklassischen Realkosteneffekt (Zinsen als Finanzierungskosten für Investitionen), sondern über eine

Tabelle 1: Produktionslücke im Euroraum (in Prozent des Produktionspotenzials)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Europäische Kommission	1,9	1,3	0,3	-1,2	-1,5	-1,3
OECD	2,5	0,8	-0,1	-1,4	-1,9	-1,5
Internationaler Währungsfonds	1,3	0,7	-0,5	-2,1	-2,4	-2,2

Quellen: Europäische Kommission, OECD, Internationaler Währungsfonds.

Reihe weiterer neukeynesianischer Transmissionskanäle. So wird beispielsweise über ein niedriges Zinsniveau die Restrukturierung der Bank-, Unternehmens- und Haushaltsbilanzen erleichtert, was wiederum positive Effekte auf die Investitionen und die aggregierte Nachfrage generell haben kann. Umgekehrt kann ein zu niedriger Zinssatz zu einer Vermögenspreisinflation führen, ein Mechanismus, der in der einfachen Taylor-Regel nicht abgebildet ist.

Produktionslücke: Schätzungen der Produktionslücke sind mit erheblichen Unsicherheiten verbunden und können in Abhängigkeit von der jeweils verwendeten Methode zu unterschiedlichen Resultaten führen.

Tabelle 1 zeigt zwar, dass die Schätzergebnisse der Produktionslücke in Prozent des Produktionspotenzials breit gestreut sind und für das laufende Jahr zwischen -1,5% und -2,4% schwanken. Interessant ist jedoch, dass die Einschätzung einer Erhöhung der negativen Produktionslücke in diesem Jahr, die sich erst im nächsten Jahr geringfügig reduzieren wird, von Europäischer Kommission, OECD und Internationalem Währungsfonds übereinstimmend geteilt wird. Die lang anhaltende Wachstumsschwäche hat nämlich dazu geführt, dass sich das Produktionsniveau vom -potenzial weit entfernt hat. Die den Schätzungen der Produktionslücke zugrunde liegenden Wachstumsraten des Produktionsniveaus für das Jahr 2004, die zwischen 1,5% (OECD) und 1,7 (Europäische Kommission und Internationaler Währungsfonds) liegen, gehen von einem Aufschwung noch im Jahr 2004 aus. Diese prognostizierten Wachstumsraten sind jedoch zu gering, um eine Ausweitung der negativen Produktionslücke in diesem Jahr zu verhindern. Entscheidungsgrundlage für die Geldpolitik, sofern sie konjunkturstabilisierend wirken will, ist daher nicht die prognostizierte Wachstumsrate des Produktionsniveaus, wie dies oft missverständlich in der medialen Diskussion dargestellt wird, sondern die prognostizierte Höhe der Produktionslücke, der Differenz zwischen dem Produktionsniveau und dem Produktionspotenzial, und diese sollte sich in diesem Jahr noch erhöhen.

4. Ist Preisstabilität das einzige Ziel der Geldpolitik?

Empirie versus Kommunikation

Mit dem Übergang zur Inflationszielstrategie Anfang der 1990er Jahre ist in vielen Ländern das Ziel der Preisstabilität als primäres geldpolitisches Ziel statutarisch festgelegt worden. In den Statuten finden sich jedoch auch Hinweise auf realwirtschaftliche Ziele, die die Geldpolitik zu verfolgen hat. Unterstützung findet die Berücksichtigung realwirtschaftlicher Ziele in der empirischen Literatur zu den neoklassischen und neukeynesianischen Transmissionskanälen, die die Effektivität der Geldpolitik in der Beeinflussung von Produktion und Beschäftigung nachgewiesen hat. Befürworter einer direkten Steuerung eines Inflationsziels betonen nun, dass

die Inflationszielstrategie Konjunktursteuerung ohnehin nicht ausschlieÙe. Indem die Inflation nicht sofort, sondern über einen längeren Anpassungspfad ans Inflationsziel angepasst wird, könne auch auf die konjunkturelle Situation Rücksicht genommen werden. Dies ist zutreffend, und die Schätzung von Reaktionsfunktionen zeigt, dass sich Notenbanken trotz unterschiedlicher Formulierungen der jeweiligen Ziele der Geldpolitik ähnlich verhalten. Selbst jene, die in ihrer Kommunikation ein striktes Inflationsziel verfolgen, d. h. eine Verlustfunktion minimieren, die lediglich die Abweichung der Inflationsprognose vom -ziel minimieren, reagieren – wenngleich sehr moderat – auf prognostizierte Konjunkturabschwünge.

Diese Diskrepanz zwischen Empirie und Kommunikation,²⁵ die von ÖkonomInnen als bewusst gewählte Strategie beschrieben wird, Inflationserwartungen zu beeinflussen, da es eine wichtige Aufgabe der Geldpolitik sei, Inflationserwartungen zu ‚managen‘,²⁶ ist in zweierlei Hinsicht problematisch: Zum einen schwächt sie Transparenz und bestehende Verfahren der Rechenschaftspflicht von Notenbanken, deren Politik letztlich am Mandat gemessen werden sollte. Zum anderen hat die für die Kommunikation mit der Öffentlichkeit gewählte sprachliche Ausdrucksform einen entscheidenden Einfluss auf das Denken und Handeln, oder mit Benjamin Friedman (2003) zu sprechen: „It is a familiar characteristic of policy debate, and probably of intellectual discourse more generally, that the language in which that debate takes place exerts a powerful influence over the substance of what the participants say, and eventually even over what they think“ (S. 7). In dem Ausmaß, in dem die geldpolitische Diskussion einzig auf Inflationsstabilisierung beschränkt wird, geht das Bewusstsein von WirtschaftspolitikerInnen darüber, dass Geldpolitik auch eine Verantwortung für Konjunktur und Arbeitslosigkeit hat, verloren.

5. Resümee

Ob ein Zinsniveau angemessen ist oder nicht, hängt davon ab, wie die Ziele der Geldpolitik, Preisstabilität und Wachstum bzw. Konjunkturstabilisierung, gewichtet werden. Insbesondere bei Angebotsschocks treten erhebliche Konflikte zwischen beiden Zielen auf. Die Frage, wer die Gewichte festlegen soll, wird in der Literatur unterschiedlich beantwortet: Eine unter ÖkonomInnen weit verbreitete, auf die Arbeiten von Kydland und Prescott (1977) zurückgehende Auffassung ist, dass Notenbanken nicht den Präferenzen der Bevölkerung hinsichtlich der relativen Gewichtung von Konjunktur- und Preisstabilisierung folgen, sondern reale Ziele geringer gewichten sollten. Begründet wird diese politisch sehr einflussreiche Hypothese mit einem dem geldpolitischen Entscheidungsprozess inhärenten *inflation bias*. Wir zeigen, dass diese Hypothese modellabhängig ist und auf arbiträr gewählten Verhaltensannahmen basiert. Darüber hinaus ist sie in einem institutionellen Umfeld mit weitgehend unabhängigen Noten-

banken, die der Preisstabilität verpflichtet sind, schwer nachvollziehbar.

Folgt man dem Prinzipial-Agent-Ansatz, so hat die Notenbank (Agent) den Präferenzen der Bevölkerung (Prinzipal) hinsichtlich der Gewichtung beider Ziele, die statutarisch festgelegt sind, zu folgen. Dass die Statuten insbesondere jener Länder, deren Notenbanken eine direkte Inflationszielstrategie verfolgen, aber auch jenes des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB), Preisstabilität – bei Berücksichtigung realwirtschaftlicher Ziele – als primäres Ziel festlegen, bedeutet nicht, dass Letztere bei Zielkonflikten als nachrangig zu sehen sind. Dies wird auch von einigen ProponentInnen der Inflationszielstrategie betont,²⁷ die die statutarische Festlegung der Vorrangigkeit des Inflationsziels dahingehend interpretieren, dass mit dieser Formulierung u. a. Inflationserwartungen mittel- und langfristig am Inflationsziel orientiert werden sollen. Demnach bedeutet „primäres Ziel“ keineswegs, zu jedem Zeitpunkt die Abweichung der Inflationsrate vom -ziel zu minimieren. Diese Interpretation würde nämlich die Erwähnung realer Ziele in den Statuten überflüssig machen. Die Beachtung realwirtschaftlicher Ziele hängt letztlich vom Zeithorizont ab, innerhalb dessen die Inflationsrate dem gewünschten Niveau angepasst wird. Die Tatsache, dass Aussagen über den zeitlichen Anpassungspfad, der als Gewichtungssparameter interpretiert werden kann, in den Statuten weitgehend fehlen, erschwert die Rechenschaftspflicht von Notenbanken. So ist es etwa schwierig, auf Basis des geldpolitischen Mandats des ESZB die Geldpolitik der EZB zu evaluieren. Wir zeigen, dass die Einschätzung, ob das Zinsniveau im Euroraum angemessen ist, in Abhängigkeit von der relativen Gewichtung beider Ziele stark variiert.

Unabhängige Notenbanken leiten ihre Legitimität in repräsentativen Demokratien davon ab, dass sie sich einem geldpolitischen Mandat verpflichten. Demokratische Kontrolle wird dann auf Rechenschaftspflicht beschränkt. Die Effektivität dieses Instruments setzt allerdings voraus, dass das geldpolitische Mandat klar genug formuliert ist und dessen Nicht-Erfüllung sanktioniert werden kann. In vielen Ländern weicht jedoch der institutionelle Rahmen der Geldpolitik vom idealtypischen Prinzipial-Agent-Konzept ab.

Anmerkungen

* Die in diesem Artikel vertretenen Meinungen entsprechen ausschließlich der persönlichen Auffassung der Autorin und sind nicht notwendigerweise gleichzusetzen mit jener der Oesterreichischen Nationalbank.

¹ Sargent und Wallace (1975).

² Woodford (2003).

³ Mankiw und Romer (1991).

⁴ Stiglitz und Weiss (1981) bzw. Bernanke und Gertler (1995).

⁵ MacConnell und Perez-Quiros (2000).

⁶ European Commission (2003).

⁷ Ebendort.

⁸ Die empirischen Arbeiten zum Transmissionsmechanismus haben wesentlich von der Anwendung neuer ökonometrischer Verfahren profitiert, wie etwa im Bereich der Panelökonometrie, die Untersuchungen auf Mikroebene erlauben, sowie struktureller Vektorautoregressionsmodelle, die, folgt man deren Proponenten, den Vorteil haben, dass sie auf die Kausalitätsannahmen eher keynesiansisch orientierter makroökonomischer struktureller Modelle verzichten.

⁹ Siehe dazu das Schwerpunktheft zu „Transmission der Geldpolitik“ in: Berichte und Studien 3-4 (2001), sowie Peersman und Smets (2001) und Angeloni et al. (2003).

¹⁰ Zur Kritik am Postulat der langfristigen Neutralität des Geldes siehe Espinosa-Vega (1998), sowie die kritischen Anmerkungen in Sims (2001).

¹¹ Judd und Rudebusch (1999).

¹² Rudebusch und Svensson (1998).

¹³ Clarida et al. (1999).

¹⁴ Kydland und Prescott (1977).

¹⁵ Blinder (1997) 17.

¹⁶ Schürz (2001).

¹⁷ Gaspar und Smets (2002).

¹⁸ Clark et al. (1999).

¹⁹ Schuberth (2004).

²⁰ Blinder (1997).

²¹ Issing, Otmar, How to achieve a durable macro-economic policy mix favourable to growth and employment? (= Beitrag zur Konferenz "Growth and Employment in EMU", organisiert von der Europäischen Kommission, Economic Forum, Brüssel, 4 bis 5 Mai 2000).

²² Gleichung 2 lässt sich numerisch von folgender Darstellung der Taylor-Regel ableiten:

$$i_t^T = \bar{r} + \pi_t^E + \alpha (\gamma_t^E - \gamma_t^*) + \beta (\pi_t^E - \pi^*) \quad \text{Dabei sind } \alpha = 0,5; \beta = 0,5.$$

²³ Die Reaktionsfunktion von Taylor unterstellt folgende Werte für die Reaktionskoeffizienten: $\alpha = 0,5$; $\beta = 1,5$. Der Wert für β sollte größer als 1 sein, d. h. die Geldpolitik sollte auf einen Anstieg der Inflationsrate mit einer überproportionalen Erhöhung der Nominalzinsen reagieren. In einer rein theoretischen Betrachtung sichert ein Koeffizient von größer eins die lokale Stabilität des Gleichgewichts im Rahmen dynamischer Modelle mit nominalen Rigiditäten (Woodford 2001). Demnach würde eine unterproportionale Erhöhung der Leitzinsen eine Senkung der Realzinsen implizieren, was wiederum einen weiteren Anstieg der aggregierten Nachfrage implizieren und damit u. U. eine Inflationsspirale auslösen würde.

²⁴ Clarida et al. (1999).

²⁵ Faust und Henderson (2003) haben diesen Umstand sehr eindrucksvoll beschrieben: „one of the most famous principles of spin in the folk wisdom of central banking ... that central banks should do what they do, but only talk about inflation“ (S. 24).

²⁶ Woodford (2003).

²⁷ Svensson (1977).

Literatur

Angeloni, Ignazio; Kashyap, Anil; Mojon, Benoit (Hrsg.), Monetary Policy Transmission in the Euro Area. A Study by the Eurosystem Monetary Transmission Network (Cambridge 2003).

Barro, Robert J.; Gordon, David B., A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model, in: Journal of Political Economy 91 (1983) 589-610.

Bernanke, Ben S.; Gertler, Mark, Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, in: Journal of Economic Perspectives 9/4 (1995) 27-48.

- Blinder, Alan S., Distinguished Lecture on Economics in Government: What Central Bankers Could Learn from Academics – and Vice Versa, in: *Journal of Economic Perspectives* 11/2 (1997) 3-19.
- Blinder, Alan, *Central Banking in Theory and Practice* (Cambridge; MA, 1998).
- Breuss, Fritz, Was ECB's monetary policy optimal? in: *Atlantic Economic Journal* 30/3 (2002).
- Clarida, Richard; Gali, Jordi; Gertler, Mark, The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective, in: *Journal of Economic Literature* 37 (1999) 1661-1707.
- Clark, Peter B.; Goodhart, Charles A.E.; Huang, Haizhou, Optimal Monetary Policy Rules in a Rational Expectations Model of the Phillips Curve, in: *Journal of Monetary Economics* 43 (1999) 497-520.
- Espinosa-Vega, Marco, How Powerful is Monetary Policy in the Long Run?, in: *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review* 83/3 (1998) 12-31.
- European Commission, Public finances in EMU – 2003, in: *European Economy* 3 (2003).
- Faust, Jon; Henderson, Dale W., Is Inflation Targeting Best-Practice Monetary Policy? (=präsentiert bei der Konferenz „Inflation Targeting: Prospects and Problems“, Federal Reserve Bank of St. Louis, 16. Oktober 2003).
- Friedman, Benjamin M., The Use and Meaning of Words in Central Banking: Inflation Targeting, Credibility and Transparency, in: Mizen, Paul (Hrsg.), *Central Banking, Monetary Theory and Practice* (Cheltenham 2003).
- Gaspar, Vitor; Smets, Frank, Monetary Policy, Price Stability and Output Gap Stabilization, in: *International Finance* 5/2 (2002) 193-211.
- Judd, John P.; Rudebusch, Glenn D., The goals of U.S. monetary policy, in: *FRBSF Economic Letter* (January 29, 1999).
- Kydland, Finn E.; Prescott, Edward C., Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, in: *Journal of Political Economy* 85 (1977) 473-491.
- Mankiw, Gregory, N.; Romer, David, *New Keynesian Economics: Volumes 1 und 2* (Cambridge, MA, 1991).
- McConnell, Margaret M.; Perez-Quiros, Gabriel, Output Fluctuations in the United States: What has Changed Since the Early 1980's, in: *American Economic Review* 90/5 (2000) 1464-1476.
- Neiss, Katharine; Nelson, Edward, The Real Interest Rate Gap as an Inflation Indicator (=Working Paper, Bank of England, London 2001).
- Orphanides, Athanasios, Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule, in: *Journal of Monetary Economics* 50 (July 2003) 983-1022.
- Rudebusch, Glenn D.; Svensson, Lars E.O., Policy Rules for Inflation Targeting, in: Taylor, John B. (Hrsg.), *Monetary Policy Rules* (Chicago 1999).
- Sargent, T.J.; Wallace, N., Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument and the Optimal Money Supply Rule, in: *Journal of Political Economy* 83/2 (1975) 241-54.
- Schuberth, Helene, Knightian Uncertainty, Accountability and Economic Policy Rules, in: Mooslechner, Peter; Schuberth, Helene; Schürz, Martin (Hrsg.), *Economic Policy-making Under Uncertainty: The Role of Truth and Accountability in Policy Advice* (Cheltenham, erscheint 2004).
- Schürz, Martin, Die Glaubwürdigkeit der Federal Reserve Bank, in: *Wirtschaft und Gesellschaft* 27/1 (2001).
- Sims, Christopher A., Pitfalls of a minimax approach to model uncertainty, in: *American Economic Review, Papers and Proceedings* 91 (2001) 51-54.
- Stiglitz, Joseph E.; Weiss, Andrew, Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, in: *American Economic Review* 71/3 (1981) 393-410.
- Svensson, Lars, Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets, in: *European Economic Review* 41 (1997) 1111-1146.

- Woodford, Michael, Advantages of an Explicit Target for Monetary Policy (=präsentiert bei der Konferenz „Inflation Targeting: Prospects and Problems“, Federal Reserve Bank of St. Louis, 16. Oktober 2003).
- Woodford, Michael, The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy, in: American Economic Review: Papers and Proceedings 81 (2001) 232-237.
- Woodford, Michael, Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy (Princeton 2003).

Zusammenfassung

Mit dem Bedeutungsverlust der Politikineffizienzthese der Neuen Klassischen Makroökonomie ist nun staatliche Konjunktursteuerung wieder in das Zentrum des wissenschaftlichen Interesses gerückt. Insbesondere der Geldpolitik werden bedeutende reale Effekte in der kurzen und mittleren Frist zugeschrieben. Dies wird in den statutarisch festgelegten Zielen der Geldpolitik nur insofern beachtet, als reale Ziele, wie hohe Beschäftigung oder Wachstum, wenn überhaupt, als sekundäre Ziele Berücksichtigung finden und die Sicherung der Preisstabilität als das einzige oder primäre Ziel der Geldpolitik gilt. Insbesondere die populär gewordene Inflationszielstrategie hat diese Zielhierarchie im Bewusstsein fest verankert. Es wird gezeigt, dass ökonomische Überlegungen, die eine geringe Berücksichtigung realwirtschaftlicher Ziele nahe legen, einer kritischen Prüfung nicht standhalten, da diese modellabhängig sind und auf arbiträr gewählten Verhaltensannahmen basieren.