

## Geldpolitische Strategien in den Ländern der Europäischen Union

Fragen der geldpolitischen Strategien sind in den letzten Jahren wieder stärker in den Vordergrund gerückt. Zum einen hat sich in vielen Ländern das wirtschaftliche und finanzielle Umfeld gewandelt, in dem die Geldpolitik handelt. Tradierte Orientierungsgrößen mußten teilweise aufgegeben und durch neue ersetzt werden. Zum anderen verlangt der Übergang zur Europäischen Währungsunion eine Entscheidung für eine gemeinsame geldpolitische Strategie. Dies ist nicht leicht, da die einzelnen potentiellen Teilnehmerländer bislang recht unterschiedlichen Konzeptionen gefolgt sind und damit auch unterschiedliche Erfahrungen einbringen. Vor diesem Hintergrund werden in dem folgenden Beitrag die wichtigsten geldpolitischen Strategien in den Ländern der Europäischen Union analysiert. In einem kurzen Ausblick auf die Währungsunion wird abschließend empfohlen, für die gemeinsame Geldpolitik den komparativen Vorteil der Geldmengensteuerung zu nutzen. Dabei könnte dieses Konzept wegen der Unsicherheiten der Anfangsphase um eine umfassende Inflationsprognose ergänzt werden.

### Grundsätze für eine effiziente geldpolitische Strategie

Über das Endziel der Geldpolitik herrscht heute in der wissenschaftlichen Diskussion und in der praktischen Politik weitgehend

*Preisstabilität  
als Ziel der  
Geldpolitik*

Einigkeit. Primäre Aufgabe der Zentralbanken ist die Sicherung der Geldwertstabilität – nicht als Selbstzweck, sondern als Grundlage für ein möglichst spannungsfreies, dauerhaftes Wirtschaftswachstum und eine befriedigende Beschäftigungssituation. Nach den negativen Erfahrungen mit antizyklischen Feinsteuerungsversuchen, die häufig entgegen den Intentionen in einer Verschärfung der Konjunkturausschläge geendet haben, konzentriert sich nun die Geldpolitik in den meisten Ländern eindeutig auf den Bereich im gesamtwirtschaftlichen Zielkatalog, für den sie mit ihrem Instrumentarium am besten geeignet ist. Dabei wird allgemein anerkannt, daß das Ziel der Preisstabilität nicht kurzfristig erreicht oder eingehalten werden kann, sondern daß es eher in einem mittelfristigen Zusammenhang gesehen werden muß.

*Entscheidung für eine Strategie von verschiedenen Faktoren abhängig*

Wie allerdings die Strategie aussehen soll, mit der das Endziel der Geldpolitik verfolgt wird, ist nach wie vor umstritten. Die einzelnen Länder in Europa haben unterschiedliche Wege eingeschlagen, wobei grob gesehen hinsichtlich der vorrangigen Orientierung drei Gruppen unterschieden werden können: Länder mit einem Geldmengenziel, Länder mit einer Wechselkursorientierung und Länder mit einem direkten Inflationsziel. Die Wahl der optimalen Strategie, in die auch Elemente verschiedener Ansätze eingehen können, hängt vor allem von den individuellen Gegebenheiten in den jeweiligen Ländern, insbesondere ihrer Größe, der außenwirtschaftlichen Verflechtung und ihren Finanzstrukturen, ab.

Eine effiziente geldpolitische Strategie muß eine Reihe von Kriterien erfüllen:

*Anforderung an eine effiziente Strategie*

- Die Strategie muß auf das Endziel Preisstabilität ausgerichtet sein; sie ist so festzulegen, daß sich mit ihr unter Berücksichtigung der nationalen (oder später der unionsweiten) Besonderheiten im Finanzsystem und im Transmissionsmechanismus die Preisstabilität sichern läßt. Die Konsistenz von Strategie und Endziel bedarf einer theoretischen Fundierung und empirischer Untermauerung.
- Das geldpolitische Konzept muß transparent und für die Öffentlichkeit verständlich sein. Diese Bedingung spricht für eine gewisse Regelorientierung und gegen ein rein pragmatisches Vorgehen, bei dem alle möglichen Indikatoren weitgehend isoliert in den geldpolitischen Entscheidungsprozeß einfließen. Die damit verbundene Selbstdisziplinierung der Zentralbanken bedeutet zugleich einen Rechtfertigungszwang, wenn von den gewählten Orientierungsgrößen abgewichen wird. Gerade eine unabhängige Notenbank muß ihr Handeln ständig überzeugend erläutern. Eine klare Strategie unterstreicht ihre Verantwortlichkeit.
- Der geldpolitische Ansatz muß über einen längeren Zeitraum Bestand haben. Dieser Grundsatz der Kontinuität setzt voraus, daß die gewählte Strategie robust gegenüber Änderungen in ihrem Umfeld ist – eine Bedingung, die in zahlreichen Ländern nicht erfüllt war und häufig zu einem Wechsel der Konzeption zwang. Aller-

dings sollte die Zentralbank selbst nicht durch vorschnelle konzeptionelle Adjustierungen dazu beitragen, daß sich bislang stabile Verhaltensmuster – etwa in den Finanzbeziehungen – auflösen oder lockern. Vielmehr kann sie durch Festhalten an einer bewährten Konzeption auch in schwierigen Zeiten durchaus verstetigend wirken.

Insgesamt betrachtet entscheidet – neben den konkreten geldpolitischen Maßnahmen – auch die Tragfähigkeit des geldpolitischen Konzepts über die Glaubwürdigkeit und Reputation der Zentralbank. Eine überzeugende Strategie hilft mit, die Inflationserwartungen auf dem angestrebten niedrigen Niveau zu stabilisieren. Zwar muß die aktuelle Geldpolitik im Einzelfall durchaus flexibel auf besondere Umstände reagieren können. Diese Flexibilität muß aber in ein klares Grundkonzept eingebettet sein, damit das Vertrauen in eine dem Endziel Preisstabilität dienende Geldpolitik erhalten bleibt.

### Ausgestaltung der geldpolitischen Strategien in den EU-Ländern

In Europa wurden bisher – wie erwähnt – primär drei Strategien praktiziert: die Geldmengensteuerung, die Wechselkursorientierung und direkte Inflationsziele. Andere – in der Literatur genannte – Konzepte wie die Ausrichtung am Wachstum des nominalen Bruttoinlandsprodukts oder an einer Zielvorstellung für die Zinsen (bzw. die Zinsstruktur) haben innerhalb der Europäischen Union keinen Eingang in die praktische Politik gefunden.

### Geldmengensteuerung

Das Konzept der Geldmengensteuerung bildet seit langem das Kernstück der deutschen Geldpolitik. Die Bundesbank ist schon sehr früh dazu übergegangen, Geldmengenziele festzulegen und zu verkünden. Mit dem Kollaps des Bretton-Woods-Systems entfiel für die Bundesbank die Verpflichtung zur Verteidigung unrealistisch gewordener Wechselkurse. Die neu gewonnene Freiheit wurde für eine entschlossene Stabilisierungspolitik genutzt, die insbesondere die Geldmengenausweitung zu begrenzen suchte. Bereits Ende 1974 wurde das erste Geldmengenziel beschlossen.

Neben der Bundesbank sind in den siebziger Jahren auch viele andere Notenbanken zu Geldmengenzielen übergegangen. Gegenwärtig veröffentlichen in der Europäischen Union Frankreich, Italien und Griechenland weiterhin Geldmengenziele. In Großbritannien, Spanien und den Niederlanden wurden entsprechende Zielsetzungen dagegen wieder aufgegeben, als sie in Konflikt zu anderen Orientierungsgrößen gerieten beziehungsweise ihre Grundlage einbüßten.

Die Geldmengenziele beziehen sich überall auf ein breites Geldmengenaggregat. In Deutschland wurde bis 1987 die Zentralbankgeldmenge verwendet, seitdem ist die Geldmenge M3 die Referenzgröße. Auch in den anderen Ländern sind die monetären Zwischenziele primär auf Geldmengenaggregate ausgerichtet, die ein breites Spektrum liquider Mittel einschließen, wobei die Abgrenzungen den jeweiligen Gegebenheiten Rechnung tra-

*Frühzeitiger  
Übergang zur  
Geldmengen-  
orientierung in  
Deutschland*

*Allgemein  
breite  
Geldmengen-  
aggregate als  
Zwischenziel*

gen. So sind in Frankreich seit Anfang der neunziger Jahre auch die Geldmarktfondszerifikate, die einen bedeutsamen Umfang haben, in der Zielgröße M3 enthalten. Weitgefaßte Aggregate spiegeln offensichtlich die Liquiditätslage und damit das Ausgabeverhalten der Nichtbanken besser wider als enge Aggregate. Sie sind auch weniger von erraticen Portfolioumschichtungen betroffen.

*Zwischenzielstrategien aus theoretischer Sicht überlegen*

Aus theoretischer Sicht ist eine Zwischenzielstrategie einem einstufigen Verfahren, das die Inflationsrate direkt zu beeinflussen versucht, deutlich überlegen. Angesichts der langen und variablen Zeitverzögerungen zwischen dem Einsatz des geldpolitischen Instrumentariums und der Wirkung auf die Preisentwicklung sowie der Unsicherheiten im Transmissionsmechanismus erlaubt ein Zwischenziel eine frühzeitige Reaktion auf etwaige Inflationsgefahren. Zwischenziele sorgen für Transparenz und eine klare Zuweisung der Verantwortung. Die Zentralbank macht deutlich, wie sie sich den Gang der geldpolitischen Impulse über die Finanzmärkte bis zu den Preisen vorstellt, welche Portfolioentwicklung sie bei den Nichtbanken für angemessen hält und wie sie sich bei Fehlentwicklungen zu verhalten gedenkt.

*Geldmenge als Zwischenziel*

Das „geborene“ Zwischenziel für die Geldpolitik ist die Geldmenge. Zwischen Geldmenge und Preisen besteht ein langfristiger Zusammenhang, den die Zentralbank für die Ableitung von Handlungsanweisungen nutzen kann. Auf lange Sicht ist die Inflation immer ein monetäres Phänomen. Schwierigkeiten können sich freilich auf kurze und mittlere Sicht einstellen, wenn Störungen auf den Gü-

ter- und Finanzmärkten auch die Geldnachfrage erfassen und die Beziehung zwischen Geldmenge einerseits und gesamtwirtschaftlicher Nachfrage und Preisentwicklung andererseits vorübergehend instabil werden lassen oder wenn die Kontrollierbarkeit der Geldmenge durch das geldpolitische Instrumentarium gefährdet ist.

Deutschland war in der Geschichte der Geldmengenziele vielfach solchen Störungen ausgesetzt, zum Beispiel bei den Ölpreisschwankungen der siebziger und achtziger Jahre, während der zahlreichen Krisen im Europäischen Währungssystem (EWS) beziehungsweise dessen Vorläufer, nach der deutschen Vereinigung oder aufgrund von Änderungen im Steuerrecht. Infolgedessen wurden die Geldmengenziele relativ häufig verfehlt. Alle diese Probleme waren jedoch nicht dauerhafter Natur, sondern in der Regel auf nur vorübergehend wirkende Sonderfaktoren zurückzuführen. Die empirische Grundlage für die Geldmengensteuerung blieb damit bislang weitgehend intakt. Anders als in einer Reihe von Ländern, die die Geldmengensteuerung wegen permanenter Strukturbrüche im Finanzsektor aufgeben mußten, ist die Geldnachfragefunktion in Deutschland nach wie vor hinreichend stabil, was durch zahlreiche Studien der Bundesbank, aber auch von anderen Institutionen und aus dem akademischen Bereich bestätigt wird.<sup>1)</sup>

*Geldmengenstrategie in Deutschland*

---

<sup>1</sup> Vgl. z.B.: Wolters, J. und Lütkepohl, H., Die Geldnachfrage für M3: Neue Ergebnisse für das vereinigte Deutschland, ifo Studien, Bd. 43, S. 35–55, 1997 und Scharnagl, M., Geldmengenaggregate unter Berücksichtigung struktureller Veränderungen an den Finanzmärkten, Diskussionspapier 2/96, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank, März 1996.

*Mittelfristige  
Orientierung*

Die Geldmengensteuerung der Bundesbank war von Anfang an mittelfristig ausgerichtet. Ausgangspunkt für die Bemessung des vertretbaren Geldmengenwachstums ist die für das Zieljahr zu erwartende Zunahme des Produktionspotentials. Dies bedeutet, daß beispielsweise in Rezessionsjahren, wenn das tatsächliche Wirtschaftswachstum hinter der Zunahme des Potentials zurückblieb und die Kapazitäten unterausgelastet waren, relativ reichlich Liquidität zur Verfügung gestellt wurde. Umgekehrt wurde so in Jahren, in denen eine Überhitzung drohte, weil das Wirtschaftswachstum die Ausweitung des Potentials überstieg, die Expansion der Geldmenge vergleichsweise knapp gehalten. Die Potentialorientierung der Geldmengensteuerung trägt damit tendenziell zur Verstetigung der Wirtschaftsaktivität bei. Es wird jeweils soviel Geld bereitgestellt, daß die vorhandenen Kapazitäten möglichst voll genutzt werden können, ohne dabei einen Inflationsdruck zu erzeugen.

Der mittelfristige Charakter der Geldmengensteuerung wird auch dadurch betont, daß nicht die jeweils aktuelle Preisentwicklung „finanziert“ wird, sondern eine Preisnorm, die den Stabilitätsehrgeiz der Bundesbank dokumentieren soll. Bis Mitte der achtziger Jahre war dies die kurzfristig unvermeidbare Preissteigerung. Seitdem wird eine mittelfristig definierte Preisannahme in das Geldmengenziel eingestellt, die mit der Vorstellung der Bundesbank über eine weitgehende Realisierung von Preisstabilität in Einklang steht. Schließlich wird bei der Ableitung des Geldmengenziels berücksichtigt, daß die „Um-

laufsgeschwindigkeit“ des Geldes im langfristigen Trend rückläufig ist.

Die zunächst im Jahresdurchschnitt für angemessen gehaltene Geldmengenexpansion wird dann in einem zweiten Schritt in ein Verlaufsziel vom vierten Quartal des Vorjahres bis zum vierten Quartal des laufenden Jahres umgesetzt. Angesichts der Unsicherheiten in der kurzfristigen Entwicklung der Geldmenge wird normalerweise um die potentialorientierte Verlaufsrate ein Korridor gelegt. An dem hier geschilderten Verfahren wurde – trotz gelegentlicher marginaler Adjustierungen – seit der Einführung der Geldmengenstrategie festgehalten. Auch für 1998, dem letzten Jahr vor der Europäischen Währungsunion, wurde wieder ein aus mittelfristigen Eckwerten abgeleitetes Geldmengenziel verkündet (vgl. S. 17 ff. dieses Berichts).

Diese Kontinuität war nicht zuletzt deshalb möglich, weil das deutsche Finanzsystem schon frühzeitig weitgehend liberalisiert worden war. Außerdem wurden in Deutschland im Vergleich zu den allermeisten Ländern ein höheres Maß an Preisstabilität und geringere Schwankungen der Inflationsrate verwirklicht. Beides hat wesentlich dazu beigetragen, daß gelegentlich abrupt auftretende finanzielle Innovationen längerfristig kaum ein Störpotential für die Geldmengenstrategie darstellten. Im Ergebnis haben sich Stabilität auf den Finanzmärkten, Kontinuität in der Strategie und Preisstabilität gegenseitig begünstigt.

Die Banque de France betont in ihren Geldmengenzielen sehr die mittelfristige Orientie-

*Kontinuität in  
der Strategie*

### Grundmerkmale geldpolitischer Strategien in Ländern mit Geldmengensteuerung

| Position  | Deutschland | Frankreich   | Italien                          | Griechenland                                 |
|---|-------------|--|----------------------------------|--|
| Zielvariable  | M3          | M3   | M2                               | M3   |
| Aktuelles Geldmengenziel 1)   | 3 % – 6 %   | 5 % 2)   | 5 %                              | 6 % – 9 %                                    |
| Zugrundeliegende Inflationsvorstellung  | 1,5 % – 2 % | 2 %  | 2 %                              | < 4,5 % 3)                                   |
| Weitere Zwischenziele oder wichtige Indikatoren, die bei Zielankündigung genannt werden | –           | Wechselkurs, M1, M2, M3 + P1 4), gesamte binnenwirtschaftliche Verschuldung der Inländer | Wechselkurs, weitere Indikatoren | Wechselkurs, M4, inländisches Kreditwachstum |

1 Für Deutschland, Frankreich und Italien: 1998; für Griechenland: 1997; Verlaufsziele. — 2 Mittelfristiger

Wachstumstrend. — 3 Zielvorstellung für 1998: 2,5%. — 4 P1 enthält zusätzliche liquide Anlagen.

Deutsche Bundesbank

#### Geldmengen- ziele in anderen Ländern

Während sie früher – wie die Bundesbank – Jahresziele verkündete, ging sie im weiteren Verlauf dazu über, einen mittelfristigen Trend für die Wachstumsrate der Geldmenge M3 vorzugeben. Seit 1994 gilt ein Ziel, wonach diese Geldmenge im Mittel um 5 % pro anno wachsen soll. Die Ableitung dieses Ziels beruht auf der Annahme eines inflationsfreien Wachstumspotentials für das reale Bruttoinlandsprodukt von 2,5 % und eines Inflationsziels von nicht mehr als 2 %.

In Griechenland wird das Geldmengenziel für M3 aus dem Inflationsziel, das für Ende 1997 auf unter 4,5 % festgelegt wurde, der Vorhersage für das reale Wachstum des Bruttoinlandsprodukts und der Abschätzung der Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit von M3 berechnet. Es betrug für 1997 wie im

Vorjahr 6 % bis 9 %. Im laufenden Jahr wird eine weitere Reduzierung der Inflationsrate auf 2,5 % angestrebt.

Für Italien wurde das Inflationsziel für 1998 mit 2 % oder weniger vorgegeben, woraus sich auf Grundlage der Einschätzung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung durch die Banca d'Italia ein angemessenes Geldmengenwachstum für M2 von 5 % ergibt. Das gleiche Ziel für das monetäre Wachstum galt 1997.

In allen diesen Ländern ist somit in letzter Zeit, wie schon seit langem in Deutschland, die explizit herausgestellte Preisnorm wesentlicher Bestandteil der Geldmengenableitung geworden.

*Verstärkte  
Berücksichtigung  
weiterer  
Indikatoren*

Die Notenbanken mit Geldmengenzielen haben in neuerer Zeit auch verstärkt die Bedeutung zusätzlicher Indikatoren betont. Dies war nicht zuletzt das Ergebnis der gestiegenen kurzfristigen Volatilitäten in der Geldnachfrage in diesen Ländern und der größeren Unsicherheit, geeignete Geldmengengrößen abzugrenzen. Teilweise sind flankierend zusätzliche Geld- und Kreditaggregate zur Beurteilung der monetären Lage herangezogen worden. So wird seit mehreren Jahren von der französischen Zentralbank der Entwicklung weiterer Geldmengenaggregate und der gesamten binnenwirtschaftlichen Verschuldung der Inländer und von der griechischen Zentralbank der weiter abgegrenzten Geldmenge M4 sowie dem gesamten inländischen Kreditwachstum besondere Aufmerksamkeit geschenkt. Die französische Notenbank hat in neuerer Zeit ihre Ziele für mehrere Geldmengenabgrenzungen formuliert. Außerdem analysieren alle vier Zentralbanken mit Geldmengenzielen neben den monetären Aggregaten die ganze Breite der realwirtschaftlichen und finanziellen Indikatoren, um Aufschluß über die künftige Preisentwicklung zu bekommen. Mit Ausnahme des Landes der Ankerwährung D-Mark kommt dabei der Stabilisierung der Wechselkurse eine besondere Bedeutung zu.

### Wechselkursorientierung

*Wechselkurs-  
orientierung  
in kleineren  
Ländern*

Die Mehrzahl der kleineren Länder in Europa hielt auch nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems an der vorrangigen Wechselkursorientierung fest. Die herausragende Bedeutung der mit dem Ausland verflochtenen Sektoren für die gesamte Volks-

### Geldmengenabgrenzungen in Ländern mit Geldmengenzielen

| Land          | Position   |
|---------------|--|
| Deutschland:  | M3 – Bargeld und Sichteinlagen<br>– Termingelder unter vier Jahren<br>– Spareinlagen mit dreimonatiger Kündigungsfrist   |
| Frankreich:   | M3 – Bargeld und Sichteinlagen<br>– Spareinlagen und Sonder-sparformen<br>– Einlagen und handelbare Schuldtitel in Fremdwährung<br>– Termineinlagen<br>– Geldmarktfondsanteile<br>– Einlagenzertifikate und andere handelbare, von Banken und anderen Finanzinstitutionen emittierte, kurz- und mittelfristige Schuldtitel |
| Italien:      | M2 – Bargeld und Sichteinlagen<br>– Bankwechsel<br>– Spar- und Termineinlagen bei Banken und Sparkonten bei der Post<br>– Einlagenzertifikate  |
| Griechenland: | M3 – Bargeld und Sichteinlagen<br>– Spar- und Termineinlagen<br>– Pensionsgeschäfte mit dem privaten Sektor<br>– kurzfristige Bankschuldverschreibungen  |

Deutsche Bundesbank

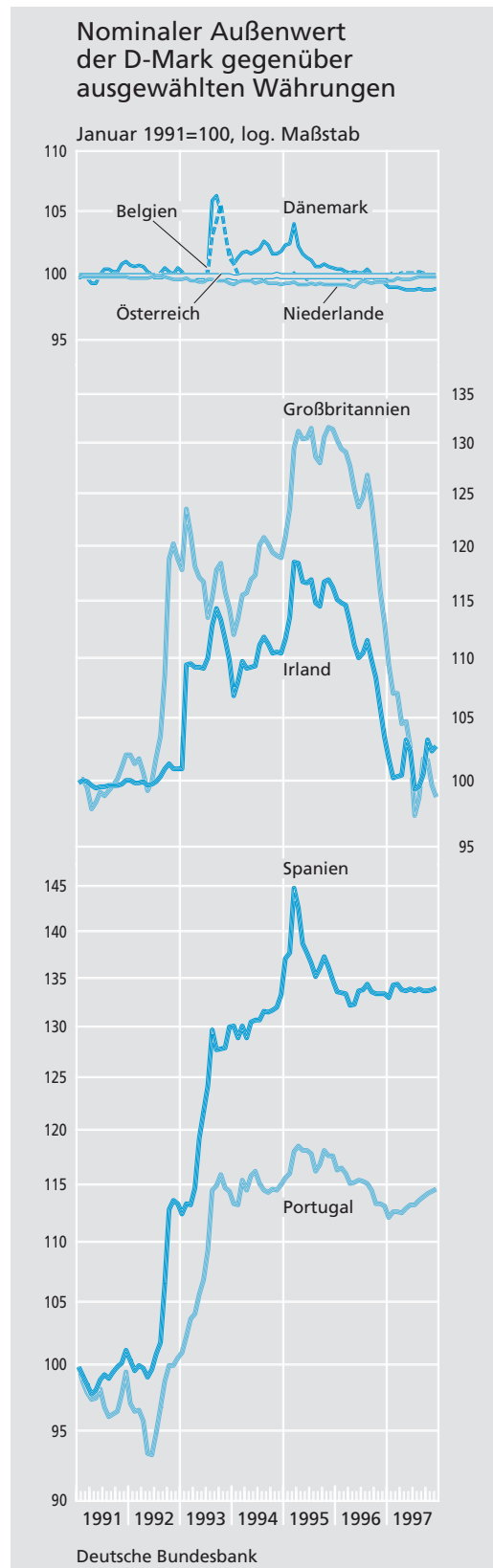
wirtschaft, die große Bedeutung der Importpreise für die heimische Preisentwicklung und der angesichts hoher Kapitalbewegungen mit dem Ausland – zumindest auf kurze Frist – eher lockere Zusammenhang der inländischen Geld- und Kreditentwicklung mit wichtigen makroökonomischen Größen des Inlandes – wie Wachstum und Preisentwicklung – ließen eine Strategie, die sich vornehmlich auf heimische Indikatoren und Zwischenziele stützte, nicht attraktiv erscheinen. Die technische Ausgestaltung dieser Wechselkursorientierung war allerdings unterschiedlich. Einige Länder wählten zunächst den Europäischen Wechselkursverbund (Schlange) als Bezugspunkt, so die Niederlande, Dänemark und Belgien (einschließlich Luxemburg, mit dem ein Währungsverbund besteht). Andere Volkswirtschaften, wie Finnland und Schwe-

den, die nicht Mitglieder der Europäischen Gemeinschaft waren, orientierten sich dagegen an einem Korb, in dem die Währungen der wichtigsten Handelspartner enthalten waren.

*Über Wechselkursorientierung im EWS indirekte Anbindung an deutsches Geldmengenziel*

Während der achtziger und neunziger Jahre hat dann eine Reihe von Ländern zunehmend die enge Bindung an die tatsächliche Leitwährung des EWS, die D-Mark, als Richtschnur ihrer Geldpolitik betont. Sie haben damit indirekt die Geldmengenorientierung der Bundesbank übernommen. Begleitende Orientierungsgrößen, die ursprünglich gewissermaßen als das zweite Standbein der Politik angesehen wurden und die die Wechselkursorientierung von innen her überprüfen und absichern sollten, haben dabei ständig an Bedeutung verloren. Typisch hierfür war die Geldpolitik der De Nederlandsche Bank. Die von ihr ursprünglich parallel zur Wechselkursorientierung als Leitfaden verwandte Liquiditätsquote, das heißt das Verhältnis aus der Geldmenge M2 und dem Sozialprodukt, verlor mehr und mehr an Bedeutung. Auch bei Notenbanken, die auf eine Orientierung an heimischen Indikatoren und Zwischenzielen nicht verzichten wollten, traten Wechselkursziele im Rahmen des EWS stärker in den Vordergrund.

Zu den Ländern, die den Wechselkurs ihrer Währung weitgehend an die D-Mark gebunden haben, gehören vor allem Österreich, die Niederlande, Belgien (einschließlich Luxemburg) und Dänemark. Seit Anfang 1994 schwanken die Wechselkurse der Währungen der drei zuerst genannten Länder in einem Band von lediglich  $\pm 1\%$  gegenüber der





D-Mark. Für Österreich und die Niederlande waren die Schwankungen auch zuvor schon so gering.

Am Wechselkurs orientieren sich auch die Notenbanken von Portugal und Irland. Allerdings haben die Währungen dieser Länder gegenüber der D-Mark – bedingt durch ihre Sondersituation – teilweise erheblich geschwankt. Dies ist auf die traditionell enge Wirtschaftsverflechtung mit größeren Nachbarländern zurückzuführen, nämlich mit Spanien in dem einen und Großbritannien in dem anderen Fall.

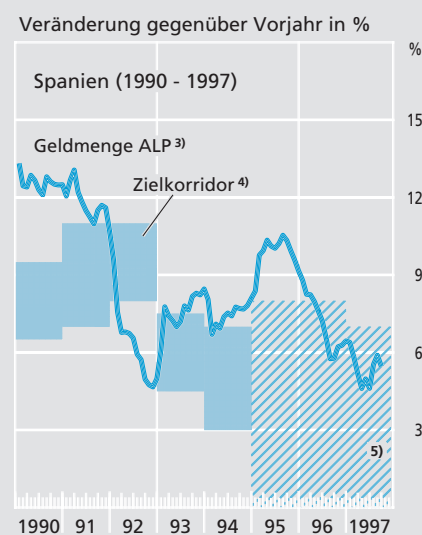
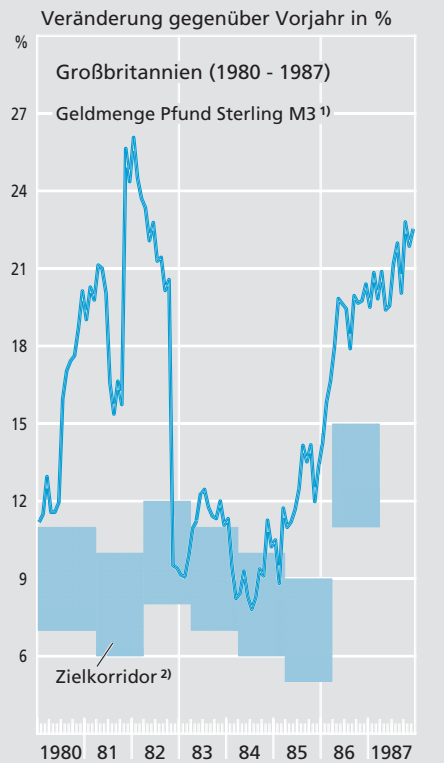
### Direktes Inflationsziel

*Neue Strategie  
der direkten  
Inflations-  
steuerung*

Verglichen mit der Geldmengensteuerung und der Wechselkursorientierung ist die Strategie des direkten Inflationsziels ziemlich neu. Im Jahr 1992 ging Großbritannien als erstes europäisches Land zu diesem geldpolitischen Konzept über, nachdem ein solcher Ansatz zuvor schon in Neuseeland und Kanada entwickelt worden war. Schweden und Finnland folgten im Jahr danach und Spanien 1994.

Der Übergang zur direkten Inflationssteuerung erfolgte meist nicht aufgrund der Anerkennung einer prinzipiellen theoretischen oder empirischen Überlegenheit dieser Strategie, sondern war primär „aus der Not geboren“. In diesen Ländern waren Geldmengenstrategie und Wechselkursorientierung (oder beide Konzepte nacheinander) gescheitert. Eine neue Strategie mußte an ihre Stelle treten, um das Endziel Preisstabilität zu erreichen und zu sichern, wollte man die mit

### Geldmengenentwicklung und -ziele in Großbritannien und Spanien



1 Ab November 1981 erweiterte Definition. — 2 Verlaufsziel, dargestellt als annualisierte Wachstumsraten in der jeweiligen Zielperiode. — 3 In der Definition ab Januar 1992. — 4 Verlaufsziel von Dezember bis Dezember. — 5 Geldmengenwachstum soll unter 7% bzw. 8% liegen.

Deutsche Bundesbank

einem rein diskretionären Kurs verbundenen Gefahren vermeiden.

*Beispiel Groß-  
britannien*

Der Weg zu dieser neuen Strategie war meist nicht geradlinig. Das Beispiel Großbritannien macht dies deutlich. Mitte der siebziger Jahre wurden zunächst Zielwerte für die Geldmenge M3 und die inländische Kreditexpansion eingeführt, nachdem schon einmal Ende der sechziger Jahre ein Kreditziel gegolten hatte. Nach verschiedenen Modifizierungen in den folgenden Jahren und erheblichen Zielverfehlungen – teilweise vor dem Hintergrund finanzieller Innovationen – wurden in der ersten Hälfte der achtziger Jahre dann Ziele für zusätzliche Geldaggregate verkündet. M3 als Zwischenzielgröße wurde bald darauf aufgegeben. In der zweiten Hälfte der achtziger Jahre richtete sich die englische Geldpolitik zunächst informell am DM-Wechselkurs aus; danach folgte eine „pragmatische“, an mehreren Indikatoren orientierte Politik. Im Oktober 1990 trat Großbritannien dem EWS-Wechselkursmechanismus bei. Damit diente die D-Mark, die de facto als Leitwährung des Systems fungiert, als Anker. Im September 1992 verließ Großbritannien nach heftigen spekulativen Attacken gegen das Pfund den Wechselkursmechanismus wieder. Seither betreibt die Bank von England eine direkte Inflationssteuerung, deren konkrete Ausformung inzwischen erneut verändert wurde.

*Spanien,  
Schweden und  
Finnland*

Auch die spanische Notenbank hatte in den siebziger Jahren mit einem M3-Ziel begonnen. Im weiteren Verlauf erzwangen eine Reihe von finanziellen Innovationen eine schrittweise Verbreiterung der Zwischenzielgröße. Nach dem Beitritt zum Wechselkurs-

mechanismus des EWS Ende der achtziger Jahre kam es dann verschiedentlich zu Konflikten zwischen Geldmengen- und Wechselkursziel, wobei in der Regel die Wechselkursorientierung Priorität erhielt. Aber auch diese Politik erwies sich angesichts verschiedener Turbulenzen und Abwertungen im weiteren Verlauf als problematisch. Ab 1994 ging die spanische Nationalbank deshalb zu einer direkten Inflationssteuerung über. In Schweden und Finnland waren es ebenfalls unbefriedigende Erfahrungen mit einer Wechselkursanbindung, die die Notenbanken dort veranlaßten, eine einstufige Strategie der Inflationskontrolle zu präferieren.

Die Ansätze dieser Länder unterscheiden sich freilich in verschiedenen institutionellen und technischen Aspekten. In Großbritannien wird das Inflationsziel von der Regierung bekanntgegeben. Die Bank von England ist aber seit kurzem frei, die in diesem Rahmen von ihr als notwendig erachteten geldpolitischen Maßnahmen zu ergreifen. In den anderen drei Ländern sind es die Notenbanken selbst, die die Ziele für den tolerierbaren Preisanstieg definieren.

Unterschiede bestehen auch in der konkreten Ausformulierung der Zielankündigung. Bei dem Konzept der direkten Inflationskontrolle sind die Notenbanken mit einem Dilemma konfrontiert: Auf der einen Seite soll die Notenbankpolitik durch eine möglichst genaue Ankündigung des Zieles für die Öffentlichkeit transparent werden und Glaubwürdigkeit gewinnen; auf der anderen Seite muß der Tatsache Rechnung getragen werden, daß die Geldpolitik allein die Preisentwicklung

*Unterschiede  
bei Verant-  
wortung für  
Festsetzung  
des Inflations-  
zieles ...*

*... und Aus-  
formulierung  
der Zielan-  
kündigung*

### Grundmerkmale geldpolitischer Strategien in Ländern mit direkter Inflationssteuerung

| Position   | Großbritannien   | Schweden   | Finnland   | Spanien                                   |
|--|--|--|--|---|
| Beginn der Inflationssteuerung                     | Oktober 1992   | Januar 1993  | Februar 1993   | November 1994                             |
| Letztes verkündetes Inflationsziel                 | 2,5 %  | 2 % ± 1 Prozentpunkt   | 2 %  | 2 %                                       |
| Zielvariable                                       | Index der Einzelhandelspreise ohne Hypothekenzinszahlungen (RPIX)      | allgemeiner Verbraucherpreisindex                                      | Verbraucherpreisindex abzüglich Auswirkungen von Subventionen, indirekten Steuern und Kapitalkosten für Wohneigentum | allgemeiner Verbraucherpreisindex         |
| Zusätzliche Zwischenziele und wichtige Indikatoren | Geldmengen M0 und M4   | –  | Wechselkurs (EWS-Mitglied)   | Wechselkurs (EWS-Mitglied), Geldmenge ALP |
| Veröffentlichungen zu Inflationsaussichten         | vierteljährlicher Inflationsbericht mit expliziten Inflationsprognosen | vierteljährlicher Inflationsbericht mit expliziten Inflationsprognosen | vierteljährlich im regulären Monatsbericht der Notenbank   | halbjährlicher Inflationsbericht          |
| Verantwortung für Zielsetzung                      | Regierung  | Sveriges Riksbank  | Suomen Pankki  | Banco de España                           |

Deutsche Bundesbank

nicht kontrollieren kann. Teilweise wurde versucht, diese Schwierigkeit dadurch zu bewältigen, daß Ziele für „bereinigte“ Preisindizes festgelegt wurden. Die finnische Notenbank schließt zum Beispiel aus dem Verbraucherpreisindex, an dem sie sich orientiert, Effekte indirekter Steuern, Subventionen und Kosten, die mit Wohneigentum verbunden sind, generell aus. In Großbritannien werden zu diesem Zweck bei den Verbraucherpreisen die Zinsen für Hypothekarkredite ausgeklammert, die im englischen Index für die Lebenshaltungskosten enthalten sind.

Darüber hinaus wurde den begrenzten Möglichkeiten bei der kurzfristigen Kontrolle der Inflationsraten dadurch Rechnung getragen, daß Notenbanken nicht präzise Zielraten nennen, sondern Zielkorridore oder Obergrenzen

für die Preissteigerung vorgeben. Außerdem haben sie gelegentlich kenntlich gemacht, daß sie eine entsprechende Vorgabe nur als Richtgröße verstehen. So gilt gegenwärtig für die Schwedische Reichsbank ein Zielkorridor von 1 % bis 3 %. In England existiert zur Zeit ein Inflationsziel von 2 ½ %, wobei Abweichungen von mehr als einem Prozentpunkt nach beiden Seiten einen Rechtfertigungszwang der Notenbank gegenüber Regierung und Öffentlichkeit auslösen. Die Bank von Spanien hatte für 1997 ein Ziel verkündet, wonach der Anstieg der Konsumentenpreise unter 3 % liegen sollte. Nachdem dieser Wert schon Anfang des vergangenen Jahres unterschritten wurde, gilt nun eine Zielgröße von 2 %. Die finnische Zentralbank schließlich nennt eine Größenordnung von ungefähr 2 %. Trotz der Variationen im einzelnen zei-

gen diese Zahlen, daß die Zielvorstellungen nicht sehr weit voneinander abweichen und dem Gebot der Preisstabilität recht nahe kommen. Dies gilt im übrigen nicht nur für diese europäischen Länder, sondern auch für die anderen Notenbanken in der Welt, die ein direktes Inflationsziel verfolgen.

*Veröffent-  
lichung von  
Inflations-  
berichten ...*

Um die Transparenz ihrer Politik zu erhöhen, veröffentlichen die Zentralbanken der vier genannten europäischen Länder Inflationsberichte, in denen sie die ihren Entscheidungen zugrundeliegenden Erwartungen über die künftige Preisentwicklung der Öffentlichkeit präsentieren. Deren konkrete Inhalte unterscheiden sich allerdings beträchtlich. Die Bank von England und die Schwedische Reichsbank publizieren Inflationsprognosen über einen Zeitraum von zwei Jahren (einschließlich einiger Alternativrechnungen). Die Zentralbanken Spaniens und Finnlands beschränken sich dagegen in der Regel auf eine qualitative Beschreibung der Aussichten für die Preisentwicklung.

*... und Verwen-  
dung einer Viel-  
zahl von Indika-  
toren, darunter  
auch Geldmen-  
genaggregate*

Zur Stützung ihrer Inflationsprognose ziehen alle genannten Notenbanken eine Vielzahl von Indikatoren heran. Der monetären Entwicklung wird dabei vielfach ein besonderes Gewicht zuerkannt. Die Bank von Spanien beobachtet zum Beispiel weiterhin das Wachstum eines breiten Geldmengenaggregates. Sie geht davon aus, daß die Expansion dieser Geldmenge über einen längeren Zeitraum betrachtet eine Obergrenze nicht überschreiten darf, wenn Preisstabilität gesichert bleiben soll. In Großbritannien wurden von der Regierung bis letztes Jahr neben dem Inflationsziel auch Korridore für das Wachstum

der Geldaggregate M0 und M4 verkündet; ein Überschreiten des oberen Randes wurde als ein Warnsignal aufgefaßt. Die Bank von England hat, nachdem sie in ihren geldpolitischen Entscheidungen weitgehend unabhängig geworden war, zunächst zwar darauf verzichtet, diese Praxis fortzuführen. Unabhängig davon kommt der Geldmengenentwicklung aber weiterhin eine wesentliche Bedeutung bei Zinsentscheidungen zu. Im einzelnen ist allerdings für die Öffentlichkeit nicht immer ersichtlich – und dies gilt für die meisten Länder mit Inflationszielen – wie die verschiedenen Indikatoren letztlich zu einer Prognose zusammengefaßt werden und wie die Angemessenheit von geldpolitischen Maßnahmen daraus abgeleitet wird.

### **Zusammenfassende Würdigung der geldpolitischen Strategien und Ausblick auf die Europäische Währungsunion**

Insgesamt gesehen wurden in Europa – trotz der Unterschiede in der geldpolitischen Konzeption – in den neunziger Jahren die Inflationsraten in bemerkenswertem Umfang zurückgeführt. Gegenwärtig verzeichnen nicht weniger als elf Länder – gemessen an dem Anstieg der harmonisierten Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahr – eine Inflationsrate von unter 2 %. In weiteren drei Ländern betragen die Preissteigerungen zwischen 2 % und 3 %. In Griechenland ist es gelungen, die Inflationsrate auf 5 % zu senken. Im Jahr 1991 lag die jährliche Geldentwertung dort noch deutlich über 20 %. Insoweit kann man von großen Erfolgen der Stabilitätspolitik in den neunziger Jahren sprechen.

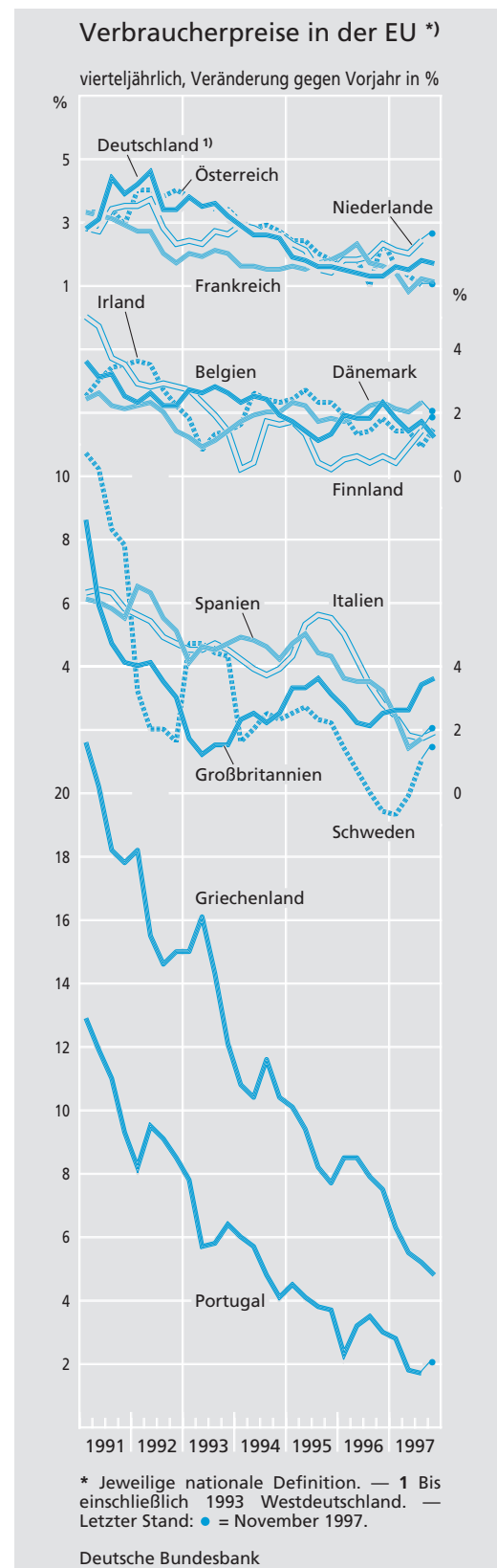
*Stabilitätser-  
folge in den  
neunziger  
Jahren*

Beitrag der  
direkten Infla-  
tionssteuerung  
offen

Ob dieser Erfolg aber insbesondere in jenen Ländern, die sich in der ersten Hälfte der neunziger Jahre zu einer neuen Strategie entschlossen haben, ausschließlich oder auch nur in erster Linie dieser Neuausrichtung zuzurechnen ist, ist nicht eindeutig zu beantworten. Das geldpolitische Umfeld war in dieser Zeit generell günstig, und die Preissteigerungen sind in den westlichen Industrieländern ganz allgemein zurückgegangen. Im internationalen Vergleich ist zudem der Stabilitätserfolg der Länder mit dieser konzeptionellen Umorientierung eher durchschnittlich.

Verschiedentlich ist auch untersucht worden, ob der Übergang zu einer Politik der direkten Inflationssteuerung für sich genommen die Preiserwartungen beeinflusste und damit das Erreichen größerer Preisstabilität erleichterte. Nimmt man für diesen Zweck den Abstand der Kapitalmarktzinsen in diesen Ländern zum Kapitalmarktzins in Deutschland oder die aus den Zinsstrukturen abgeleiteten Zinserwartungen für die Zukunft als mögliche Maßstäbe, dann ergeben sich aber kaum eindeutige Hinweise in diese Richtung. So konnte in Spanien und Großbritannien in der ersten Zeit nach dem Strategiewechsel keine Reduzierung der Zinsdifferenzen verzeichnet werden. In Schweden und Finnland fielen zwar die entsprechenden Zinsdifferenzen im Jahr des Übergangs zur neuen Strategie. Damit wurde jedoch ein schon vorher bestehender Trend fortgesetzt, der sich im übrigen im folgenden Jahr wieder umkehrte.

In der Tat spricht vieles dafür, daß sich der Wert einer geldpolitischen Strategie letztlich erst über einen längeren Zeitraum hinweg



zeigt und insbesondere in einem eher widrigen Umfeld. Während die Geldmengenstrategie seit über zwanzig Jahren von der Bundesbank verfolgt wird und schon manchen Härtestest bestanden hat, ist der Erfahrungshorizont der direkten Inflationsziele in Europa auf die letzten fünf Jahre und eine Phase weltweit niedriger Preissteigerungsraten begrenzt. Insoweit mag es für ein endgültiges Urteil über diesen Ansatz heute noch zu früh sein.

*Geldmengenstrategie über viele Jahre bewährt*

In Deutschland ist es gelungen, die Preise über einen langen Zeitraum relativ stabil zu halten. Die Inflationsrate lag im Durchschnitt der letzten fünfundzwanzig Jahre um mehr als vier Prozentpunkte unter dem Durchschnitt der anderen EU-Staaten. Dies ist wohl auch auf das geldpolitische Konzept und die Kontinuität, mit der es angewendet werden konnte, zurückzuführen. Im übrigen unterstreicht dieses Ergebnis die theoretischen Überlegungen, wonach mit Blick auf die Transparenz der Notenbankpolitik, die Zuordnung von Verantwortlichkeiten und die sich daraus ergebende Selbstdisziplin und Glaubwürdigkeit eine Geldmengenorientierung deutliche Vorzüge hat. Das Festhalten an der bewährten Strategie war vor allem deshalb möglich, weil die empirischen Voraussetzungen für ein monetäres Zwischenziel in Deutschland durchweg erhalten blieben. Andere Zentralbanken, die nach der frühen Rezeption monetaristischen Gedankenguts in den siebziger Jahren mit Strukturbrüchen in den monetären Grundrelationen konfrontiert wurden, mußten dagegen die primäre Orientierung an der Geldmenge aufgeben.

Bei der Entscheidung, welche geldpolitische Strategie die Europäische Zentralbank (EZB) in der dritten Stufe der Währungsunion verwenden soll, wird sicherlich die Erfahrung der verschiedenen Länder in der Vergangenheit eine wichtige Rolle spielen.<sup>2)</sup> Aber auch den Unwägbarkeiten der neuen Situation, die ohne historisches Vorbild ist, wird man Rechnung tragen müssen.

*Schwierige Situation zu Beginn der EWU*

Von den hier diskutierten geldpolitischen Konzeptionen scheidet die Wechselkursorientierung für die Europäische Währungsunion (EWU) aus. Angesichts der Größe des Unionsgebietes, der zu erwartenden internationalen Rolle des Euro und der damit verbundenen Dominanz von Kapitalbewegungen bei der Bestimmung der Wechselkurse auf den Devisenmärkten gibt es wohl keine sinnvolle Alternative zu einem System grundsätzlich floatender Wechselkurse zwischen dem US-Dollar, dem japanischen Yen und dem Euro. Somit verbleiben als „Kandidaten“ für die geldpolitische Strategie in der EWU die Geldmengensteuerung und die direkte Inflationssteuerung. Beide Konzeptionen werden vom Europäischen Währungsinstitut vorbereitet. Die endgültige Entscheidung über die in der Währungsunion zu verfolgende Strategie wird nach der Errichtung der Europäischen Zentralbank der EZB-Rat fällen.

Vor dem Hintergrund der historischen Erfahrungen in Deutschland als dem Ankerland des Europäischen Währungssystems ist auch

*Geldmengenstrategie auch für die Währungsunion zu empfehlen*

---

<sup>2</sup> Vgl. im Hinblick auf mögliche Strategien für die EZB: Europäisches Währungsinstitut, Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3, Festlegung des Handlungsrahmens, Frankfurt, Januar 1997.

für die EWU grundsätzlich eine Geldmengenstrategie zu empfehlen. Ein solches Konzept stünde im Einklang mit den Grundsätzen der Konsistenz, der Transparenz und Kontinuität, was insbesondere in der Anfangsphase der EWU von besonderer Bedeutung ist, wenn die EZB erst noch ihre Reputation aufbauen muß. Die empirischen Voraussetzungen für ein monetäres Zwischenziel scheinen gegeben. Zahlreiche Studien deuten darauf hin, daß die Geldnachfrage im größeren europäischen Rahmen stabiler sein dürfte als heute im nationalen Umfeld.<sup>3)</sup>

*Ergänzung um  
Elemente der  
direkten Inflationssteuerung  
unter Umständen  
sinnvoll*

Allerdings kann insbesondere in der Anfangsphase der Währungsunion eine größere Volatilität der Geldmengenentwicklung nicht ausgeschlossen werden. Die Währungsunion selbst bedeutet eine Umstellung für die Unternehmen und privaten Haushalte, die zu Portfolioumschichtungen führen könnte. Darüber hinaus sind die Finanzstrukturen in den Mitgliedsländern teilweise noch recht unterschiedlich. Auch von daher könnten Instabilitäten im Transmissionsmechanismus und der kurzfristigen Geldnachfrage entstehen.

*Ergänzungen  
möglich*

Angesichts solcher Anfangsschwierigkeiten könnte es sich als zweckmäßig erweisen, die

Geldmengenstrategie um Elemente der direkten Inflationssteuerung zu ergänzen. Insbesondere eine umfassende Inflationsprognose, in die alle inflationsrelevanten Indikatoren eingehen, dürfte wesentlich dazu beitragen, einen sich etwa aufbauenden Inflationsdruck möglichst frühzeitig zu erkennen. Mit einem solchen Vorgehen würde auch dokumentiert, daß die Geldmengenstrategie als Instrument zur Erreichung des Endziels der Preisstabilität dient und daß der Erfolg der Geldpolitik letztlich hieran gemessen wird. Damit stünde die EZB unter einem doppelten Rechtfertigungszwang. Sie müßte der Öffentlichkeit ihre Politik vor dem Hintergrund sowohl ihres Geldmengenziels als auch ihrer Preiserwartungen erläutern. Eine solch umfassende Transparenz könnte mithelfen, rasch die für eine erfolgreiche Geldpolitik notwendige Glaubwürdigkeit aufzubauen.

---

<sup>3</sup> Vgl. z. B.: Monticelli, C., EU-Wide Money and Cross-Border Holdings, *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 132 (2), 1996, S. 215 – 235; Falk, M. und Funke, N., The Stability of Money Demand in Germany and in the EMS: Impact of German Unification, *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 131 (3), 1995, S. 470 – 488 und für eine Übersicht: Browne, F. X., Fagan, G. und Henry, J., Money Demand in EU Countries: A Survey, *Europäisches Währungsinstitut*, Staff Papers, Nr. 7, März 1997.

