

Eurosystem versus Federal Reserve System – ein kritischer Vergleich unter Berücksichtigung der Glaubwürdigkeitsdiskussion

Karlheinz Ruckriegel und Franz Seitz

„Classicals and Keynesians agree that, for disinflation to be achieved without high unemployment costs, reducing the public's expected inflation rate is important. Perhaps the most important factor determining how quickly expected inflation adjusts is the credibility, or believability ... a strong and independent central bank, run by someone with well-known anti-inflation views, may have credibility with the public when it announces a disinflationary policy“ (Abel/Bernanke, 2005, 462).

Geldpolitischer Erfolg steht in wechselseitiger Beziehung zur Glaubwürdigkeit. Den hohen Stellenwert von Glaubwürdigkeit in der Wirtschaftspolitik im Allgemeinen und in der geldpolitischen Praxis von Zentralbanken im Besonderen haben Finn E. Kydland und Edward C. Prescott 1977 mit ihrer Arbeit zur zeitlichen Inkonsistenz wirtschaftspolitischer Entscheidungen, also dem Problem, dass sich wirtschaftspolitische Entscheidungsträger an Ankündigungen, die sie heute machen, morgen nicht mehr halten bzw. nicht mehr gebunden fühlen und dadurch Glaubwürdigkeit verlieren, hervorgehoben. Nicht zuletzt durch ihre Auszeichnung mit dem Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften wurde die Einsicht in die Notwendigkeit eines die Glaubwürdigkeit fördernden institutionellen Designs für die Effizienz geldpolitischer Maßnahmen in eine breitere Öffentlichkeit getragen. Wichtige Merkmale eines solchen Designs sind danach die Unabhängigkeit einer auf Preisniveaustabilität verpflichteten Zentralbank, die mit einer transparenten geldpolitischen Strategie der Öffentlichkeit eine verlässliche Orientierung bietet.

Die Forderung nach einer unabhängigen, auf das Ziel der Preisstabilität ausgerichteten Zentralbank geht in der Zeit nach dem 2. Weltkrieg in Deutschland auf den „Ordoliberalismus“ zurück. Es sollte ein monetärer Rahmen geschaffen werden, um die Erwartungen zu stabilisieren (Starbatty, 2002, 260). Röpke führte hierzu 1953 aus: „Freilich müssen mehrere Voraussetzungen erfüllt sein, wenn die Marktwirtschaft auch befriedigend und ohne ernste Störungen ... funktionieren soll. ... Die erste und auch dem Rang nach oberste ist die Stabilität der Währung. ... Insbesondere ist die Unabhängigkeit der Zentralbank gegenüber allen (insbesondere politischen) Inflationsinteressenten zu sichern.“ (Röpke, 1997, 50). Im Bundesbankgesetz, welches 1957 in Kraft trat, wurde in § 12 die Unabhängigkeit

der Deutschen Bundesbank von Weisungen der Bundesregierung verankert.¹ Die Begründung im Regierungsentwurf entsprach der Röpkes (Deutscher Bundestag, 1956, 24-26).

Gut 30 Jahre später wurde diese „Einsicht“, von den USA herkommend, primär in Folge der von Kydland/Prescott (1977) aufgeworfenen Zeitinkonsistenz-Problematik der Geldpolitik wieder entdeckt und setzte sich in den 90er Jahren des letzten Jahrhunderts nach der Untersuchung von Alesina/Summers (1993) durch: „In the 1990s, a consensus emerged in the academic community that one of the most assured routes to price stability was to grant central banks greater independence from the political authorities, on the grounds that such independence seems to deliver better inflation performance at no cost in terms of real activity.“ (Kydland/Wynne, 2002, 4).²

Erfüllen das Eurosystem und das Federal Reserve System (Fed) in den USA die an das institutionelle Design einer Zentralbank gestellten Anforderungen? Um dieser Frage nachzugehen, sollen die institutionellen Rahmenbedingungen, in denen sich beide Zentralbanken bewegen (müssen), sowie die geldpolitischen Strategien, die beide verfolgen, aufgezeigt und kritisch bewertet werden.

1. Institutionelle Rahmenbedingungen

Die institutionellen Rahmenbedingungen werden von der Politik gesetzt. Die Zentralbanken können sie nicht eigenständig verändern, sondern sich nur daran optimal anpassen oder auf Mängel hinweisen.

¹ Interessant ist auch, dass in den 20er Jahren des letzten Jahrhunderts die Deutsche Reichsbank schon (weitgehend) von der Reichsregierung unabhängig war (Gesetz über die Autonomie der Reichsbank von 1922; Grundsatz der Unabhängigkeit der Bank von der Reichsregierung im § 1 des Bankgesetzes von 1924). Die Leitung der Zentralbank hat ihre Unabhängigkeit aber nicht genutzt, da sie die Unterstützung der Budgetfinanzierung durch Notenbankkredite als notwendig ansah. Sie handelte so im Konsens mit der Reichsregierung. Institutionelle Unabhängigkeit der Zentralbank vom Staat alleine ist also keine hinreichende Bedingung für eine Orientierung der Geldpolitik an der Geldwertstabilität (Jarchow, 2003, 412).

² Helmstädter würde dies wohl als „zirkulären Fortschritt“, also die Wiederkehr von früheren Erkenntnissen, bezeichnen: „Alte Erkenntnisse können neue Aktualität erlangen. Es kann auch der Fall sein, dass die alten Erkenntnisse längst in Vergessenheit geraten sind und die Neubelebung, bewusst oder unbewusst, davon unabhängig erfolgt.“ (Helmstädter, 2002, 3).

1.1 Aufbau und Entscheidungsstruktur

Das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) besteht aus den rechtlich selbständigen nationalen Zentralbanken (NZBen) aller EU-Mitgliedstaaten (aktuell 25) und aus der rechtlich selbständigen Europäischen Zentralbank (EZB). Die EZB wurde am 1. Juni 1998 als gemeinsames Tochterinstitut der nationalen Zentralbanken mit Sitz in Frankfurt/Main errichtet. Sie ist Nachfolgerin des Europäischen Währungsinstituts. Dem Eurosystem gehören neben der EZB hingegen nur die nationalen Zentralbanken der Länder an, die dem Euro-Währungsraum beigetreten sind (aktuell 12). Das Eurosystem trägt die alleinige Verantwortung für die Geldpolitik in der Währungsunion. Die EZB ist das „Herzstück“ des Eurosystems. Sie ist verantwortlich dafür, dass alle Aufgaben des Eurosystems entweder durch ihre eigene Tätigkeit oder durch die nationalen Zentralbanken erfüllt werden. Die nationalen Zentralbanken sind dabei der EZB funktional untergeordnet, „womit sichergestellt wird, dass das Eurosystem mit Blick auf die Umsetzung der Ziele des EG-Vertrages als Einheit effizient agieren kann.“ (EZB, 1999, 61). Für das Eurosystem gilt der Grundsatz „zentrale Entscheidungsfindung – dezentrale Ausführung“. Dabei besagt das Dezentralitätsprinzip, dass die Durchführung der Geschäfte bei den nationalen Zentralbanken liegt, soweit dies möglich und sachgerecht ist. Im Gegensatz zur EZB und den NZBen haben das Eurosystem bzw. das ESZB keine eigene Rechtspersönlichkeit und keine eigenen Beschlussorgane. Das Eurosystem bzw. das ESZB werden daher von den Beschlussorganen der EZB geleitet.

Zentrales Entscheidungsorgan des Eurosystems ist der EZB-Rat. Er besteht aus den Mitgliedern des Direktoriums der EZB, also dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie den (vier) weiteren Mitgliedern des Direktoriums der EZB einerseits und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken der Staaten, die an der Währungsunion teilnehmen, andererseits. Während die Berufung der Präsidenten der nationalen Zentralbanken bei den einzelnen Mitgliedstaaten liegt, erfolgt die Ernennung der Mitglieder des Direktoriums der EZB einvernehmlich durch die Regierungen der Mitgliedstaaten auf der Ebene der Staats- und Regierungschefs. Eine Zustimmung des Direktoriums der EZB zur Ernennung der nationalen Zentralbankpräsidenten ist nicht erforderlich.

Die EU-Erweiterung wird die wirtschaftlichen Unterschiede zwischen den EU-Ländern noch deutlich verschärfen. Kommt es zu einem (frühen) EWU-Beitritt dieser Länder, so gilt dies auch für die Währungsunion. Gravierende wirtschaftliche Unterschiede zwischen den Alt-EWU-Ländern und den neuen EU-Ländern, die sich im Aufholprozess befinden, führen aber auch zu unterschiedlichen Interessenlagen. Ohne Reform des EZB-Rates, d. h. wenn alle NZB-Präsidenten nach wie vor mit

einer Stimme vertreten wären, wäre es aber – gemessen an der wirtschaftlichen Bedeutung der einzelnen Länder – zu einer „Über-Repräsentation“ kleiner Volkswirtschaften gekommen. Problematisch wäre dies, wenn hier gleichzeitig eine „Verzerrung“ im Abstimmungsverhalten entstünde, die die Belange kleinerer Volkswirtschaften stärker beachten und sich somit nicht am EWU-Durchschnitt orientieren würde. Bei der Reform des Abstimmungsverfahrens im EZB-Rat blieb zwar ein Übergewicht der stimmberechtigten Präsidenten der NZBen erhalten, es wird aber angesichts einer größer werdenden Währungsunion nach oben begrenzt (max. 15 stimmberechtigte NZB Präsidenten im EZB-Rat bei 6 Direktoriumsmitgliedern mit Dauerstimmrecht). Erreicht wird diese Begrenzung mithilfe eines Rotationsverfahrens unter den Präsidenten der NZBen (siehe hierzu im Einzelnen Görgens/Ruckriegel/Seitz, 2004, Kapitel II.2).

Der EZB-Rat garantiert prinzipiell die erforderliche Einheitlichkeit der Geldpolitik. Die Ausführung der geldpolitischen Beschlüsse liegt bei der EZB im Zusammenwirken mit den nationalen Zentralbanken, deren umfassende Erfahrungen damit genutzt werden können. Dem Direktorium der EZB obliegt die Ausführung der Geldpolitik gemäß den Leitlinien und Entscheidungen des EZB-Rates. Es erteilt hierzu die notwendigen Weisungen an die nationalen Zentralbanken.

Solange nicht alle EU-Mitgliedstaaten der Währungsunion beigetreten sind, fungiert als beratendes Gremium noch ein „Erweiterter Rat“, der aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie den Präsidenten aller nationalen Zentralbanken der EU besteht. Der Erweiterte Rat verfügt über keine geldpolitischen Kompetenzen, er soll vorrangig die geldpolitische Koordinierung verstärken. Ihm kommt ferner die Aufgabe zu, die Funktionsweise des Wechselkursmechanismus II zu überwachen.

Das Federal Reserve System wurde 1913 gegründet. Es besteht aus dem Board of Governors und zwölf regionalen Federal Reserve Banks (FRBs). Bis zum Jahre 1935 lag der maßgebliche geldpolitische Einfluss bei den FRBs. Das entscheidende geldpolitische Instrument zu Beginn waren Diskontgeschäfte (discount window), wobei anfänglich der Diskontsatz von jeder FRB selbständig festgesetzt wurde. In den 20er Jahren wurde dann das Instrument der Offenmarktpolitik eingeführt, von den einzelnen FRBs aber unterschiedlich intensiv genutzt. 1933 wurde das Federal Open Market Committee (FOMC) gegründet. Es konnte aber nur Empfehlungen abgeben. Die letzte Entscheidung trafen die einzelnen FRBs. „The decentralized central banking system envisioned in the original Federal Reserve Act of 1913 led to power struggles within the system and offered no mechanism to achieve consensus during the financial crisis of the early 1930s.“ (Hubbard, 2002, 507). Um die Geldpolitik zu vereinheitlichen und schlagkräftiger zu machen sowie gesamtstaatlich

auszurichten, kam es daher bis Mitte der 30er Jahre des letzten Jahrhunderts zu einer grundlegenden Reform des Fed. Die Offenmarktpolitik wurde in die Verantwortung des FOMC gelegt und der Einfluss der FRBs im FOMC beschnitten, so dass die Mitglieder des Board of Governors die Mehrheit hatten.

Dem Board of Governors gehören inzwischen sieben Mitglieder an. Sie werden vom Präsidenten der Vereinigten Staaten ernannt. Die Vertragslaufzeit beträgt 14 Jahre. Eine Amtszeit von über 14 Jahren ist nur dann möglich, wenn das Board-Mitglied zunächst in einen Vertrag eines vor Vertragsende ausgeschiedenen Board-Mitglieds eintritt. So trat etwa Alan Greenspan 1987 in die Restlaufzeit des Vertrags von Paul Volcker ein, die 1992 endete. Danach erhielt er einen 14-Jahresvertrag bis 2006 (Pollard, 2003, 16). Die Gouverneure müssen rein formal aus unterschiedlichen Federal Reserve Distrikten (regionale Zuständigkeitsbereiche der einzelnen FRBs) kommen – faktisch wird dies jedoch äußerst großzügig interpretiert (Pollard, 2003, 14f). Der/die Vorsitzende des Board of Governors („Chairman of the Board of Governors“) wird vom Präsidenten der Vereinigten Staaten aus den sieben Mitgliedern ausgewählt und hat eine Amtsdauer von 4 Jahren. Die Amtszeit kann immer wieder verlängert werden, solange er/sie Mitglied im Board of Governors ist. Die 12 Federal Reserve Banks sind jeweils für einen bestimmten Distrikt zuständig. Ursprünglich wiesen die 12 Distrikte jeweils ein Bruttoinlandsprodukt in etwa derselben Größenordnung auf. Die Distrikte waren so auch nicht zwangsläufig identisch mit Staatsgrenzen. Die jeweiligen Sitze der FRBs in den einzelnen Distrikten wurden nach der politischen bzw. wirtschaftlichen Bedeutung der einzelnen Städte vergeben. Seit Gründung des Fed haben sich allerdings die einzelnen Distrikte wirtschaftlich unterschiedlich entwickelt. Allerdings ist die Heterogenität weit geringer als in der EWU. Die Präsidenten der FRBs werden von den Direktoren der FRBs ernannt. Hierzu bedarf es der Zustimmung durch das Board of Governors.

Jede FRB hat 9 Direktoren, wovon 6 von den Mitgliedsbanken, die formal Eigentümer der FRBs sind, gewählt und 3 vom Board of Governors ernannt werden. Von den 6 von den Mitgliedsbanken gewählten Direktoren stammen 3 aus dem Bankenbereich und 3 aus dem Nichtbankenbereich. Die FRBs wickeln das operative Geschäft des Fed ab, analysieren und berichten über die regionale Wirtschaftsentwicklung und erläutern in ihrem Distrikt den Kurs der Geldpolitik. Sie unterliegen der Aufsicht des Board of Governors. Die FRBs sind somit integraler Bestandteil einer der zentralen staatlichen Ebene zugeordneten Organisation (Seidel, 2003, 12).

Das maßgebliche Entscheidungsgremium des Fed ist das Federal Open Market Committee. Ihm gehören die sieben Mitglieder des Board of Governors, der

Präsident der FRB of New York sowie vier weitere FRB-Präsidenten an, wobei letztere in einjährigem Turnus wechseln. Der Präsident der FRB von New York gehört dem FOMC deshalb als ständiges Mitglied an, weil bis auf die Diskontpolitik nur die Federal Reserve Bank of New York verantwortlich für die Durchführung der geldpolitischen Operationen des Fed (Offenmarktgeschäfte, ggf. Devisenmarktinterventionen) ist. Die jeweils nicht stimmberechtigten FRB-Präsidenten nehmen allerdings an den Diskussionen teil. Insbesondere informieren sie jeweils über die wirtschaftliche Situation in ihren Distrikten. Diese regionalen Wirtschaftsanalysen werden nach den Sitzungen auch veröffentlicht (sog. „Beige Book“).

1.2 Hauptaufgabe und Stellung

Das vorrangige Ziel des Eurosystems ist, Preisstabilität zu gewährleisten, wobei es dem Eurosystem obliegt, dieses Ziel zu operationalisieren (Wahl des Preisindex, quantitative Definition von Preisstabilität, relevanter Zeithorizont). Nur soweit es ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preisstabilität möglich ist, soll das Eurosystem die allgemeine Wirtschaftspolitik in der EU unterstützen. Das Eurosystem besitzt also, ebenso wie das Fed, keine Zielunabhängigkeit.

Damit das Eurosystem sein vorrangiges Ziel, die Gewährleistung der Preisstabilität, effektiv durchsetzen kann, sind die EZB und die nationalen Zentralbanken in ihren Entscheidungen von Weisungen der sonstigen Träger der Wirtschaftspolitik auf nationaler wie auch auf EU-Ebene unabhängig. Im Rahmen des ihm vorgegebenen Ziels ist das Eurosystem frei (unabhängig) bei der Wahl der Mittel (sog. instrumentelle Unabhängigkeit). Einschränkend ist jedoch zu berücksichtigen, dass nach Art. 105 EG-Vertrag das Eurosystem im Einklang mit den Grundsätzen einer offenen Marktwirtschaft bei freiem Wettbewerb zu handeln hat. Bestimmte Instrumente, etwa quantitative Beschränkungen der Kreditvergabe, dürfen somit nicht eingesetzt werden.

Die Unabhängigkeit des Eurosystems ruht auf vier Säulen:

- Institutionelle Unabhängigkeit
Kernstück der institutionellen Unabhängigkeit ist die Freiheit der nationalen Zentralbanken sowie der EZB und ihrer Beschlussorgane von Weisungen Dritter. Folgende Rechte dritter Parteien (z. B. Regierung, Parlament) sind mit der Unabhängigkeit einer Zentralbank unvereinbar: das Weisungsrecht; das Recht, Entscheidungen zu genehmigen, auszusetzen, aufzuheben oder aufzuschieben; das Recht, Entscheidungen aus rechtlichen Gründen zu zensurieren; das Recht, in Beschlussorganen einer Zentralbank mit Stimmrecht

vertreten zu sein, und das Recht, bei Entscheidungen einer Zentralbank (ex ante) konsultiert zu werden.

– Personelle Unabhängigkeit

Die Amtszeit des Präsidenten und der übrigen Mitglieder des Direktoriums der EZB beträgt acht Jahre. Mitglieder des Direktoriums der EZB werden nur für eine Amtszeit ernannt, d. h. eine Wiederernennung ist nicht möglich. Die Amtszeit der Präsidenten der nationalen Zentralbanken sowie der übrigen Mitglieder der Beschlussorgane der nationalen Zentralbanken muss mindestens fünf Jahre betragen. Weitergehende Vorgaben (z.B. bezüglich der konkreten Vertragslaufzeit und der Möglichkeit der Wiederernennung) gibt es im EG-Vertrag nicht. Die Präsidenten der nationalen Zentralbanken werden von den jeweils in den einzelnen Ländern dafür zuständigen Stellen berufen. In Deutschland erfolgt die Ernennung durch den Bundespräsidenten auf Vorschlag der Bundesregierung. Die Vertragslaufzeit des Bundesbankpräsidenten beträgt acht Jahre, eine Wiederernennung ist jederzeit möglich. Die Mitglieder des EZB-Direktoriums werden durch die Staats- und Regierungschefs der teilnehmenden Mitgliedstaaten einvernehmlich ernannt. Eine vorzeitige Entlassung ist nur in Ausnahmefällen, z. B. aufgrund einer schweren Verfehlung, möglich. Dieser Aspekt der Unabhängigkeit soll sicherstellen, dass die Organmitglieder nicht über kurze Vertragslaufzeiten bzw. jederzeitige Abberufungen unter Druck gesetzt werden können.

– Finanzielle Unabhängigkeit

Die Zentralbanken sollen in der Lage sein, sich selbst mit den erforderlichen Mitteln auszustatten, um die ordnungsgemäße Erfüllung ihrer Aufgaben im Rahmen des Eurosystems sicherzustellen. Andernfalls könnten die Arbeitsfähigkeit des Eurosystems über entsprechend „knappe“ Mittelzuweisungen geschwächt und faktische Abhängigkeiten geschaffen werden.

– Funktionelle Unabhängigkeit

Zentralbankunabhängigkeit ist kein Selbstzweck, sondern Mittel zur Erreichung eines Ziels, welches den Zentralbanken vorgegeben ist. Die Zentralbanken des Eurosystems sind vorrangig auf das Ziel der Preisstabilität ausgerichtet. Sonstige Funktionen dürfen sie nur insoweit wahrnehmen, als der EZB-Rat sie mit dem Ziel der Preisstabilität für vereinbar hält. Deshalb gibt es das Verbot der Kreditgewährung an öffentliche Haushalte sowie die Bestimmung, dass die Ausgabe von Münzen durch die Mitgliedstaaten von der EZB genehmigt werden muss. Die funktionelle Unabhängigkeit umfasst aber auch die

vollständige Kontrolle sämtlicher geldpolitischer Verfahren und Instrumente durch das Eurosystem. Das Eurosystem kann autonom über den Einsatz seines Handlungsrahmens entscheiden.

Während die Geldpolitik ausschließlich dem Eurosystem zugewiesen wurde, liegen die Wechselkurspolitischen Kompetenzen weitestgehend beim Rat der Wirtschafts- und Finanzminister der Europäischen Union, dem sog. Ecofin-Rat. Daraus können Probleme für die Unabhängigkeit des Eurosystems resultieren, wenn das Eurosystem aufgrund von Wechselkurspolitischen Vorgaben durch den Ecofin-Rat seine Zinspolitik am Wechselkurs ausrichten muss (siehe hierzu im Einzelnen Görgens/Ruckriegel/Seitz, 2004, Kapitel III.3).

Verglichen mit anderen großen Zentralbanken besitzt das Eurosystem den höchsten Grad an Unabhängigkeit. Das geldpolitische Ziel des Eurosystems ist klar auf Preisstabilität ausgerichtet und dem Eurosystem obliegt es auch, dieses Ziel zu operationalisieren. Die mögliche Androhung einer Revision seiner Entscheidungen (z.B. durch das Europäische Parlament, die EU-Kommission oder den Ecofin-Rat) steht nicht im Raum. Die gesetzliche Grundlage bildet der Vertrag von Maastricht (bzw. von Nizza). Da es sich hierbei um einen völkerrechtlichen Vertrag zwischen den EU-Mitgliedstaaten handelt, bedarf eine Veränderung des Statuts des Eurosystems der Zustimmung aller EU-Mitgliedstaaten.

Beim Federal Reserve System fehlt eine klare Ausrichtung auf das Ziel der Preisstabilität. Im Federal Reserve Reform Act aus dem Jahr 1977 wurde die „Mehrzielorientierung“ des Fed klargestellt: „maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates“ (Board of Governors, 1994, 17). Auch ist die rechtliche Stellung des Fed deutlich schwächer. „The Federal Reserve System is considered to be an independent central bank. It is so, however, only in the sense that its decisions do not have to be ratified by the President or anyone else in the executive branch of government. The entire System is subject to oversight by the U.S. Congress because the Constitution gives to Congress the power to coin money and set its value – a power that, in the 1913 act, Congress itself delegated to the Federal Reserve. The Federal Reserve must work within the framework of the overall objectives of economic and financial policy established by the government, and thus the description of the System as „independent within the government“ is more accurate.“ (Board of Governors, 1994, 3).

Die Unabhängigkeit des Fed beruht nur auf dem Verfahren zur Bestellung der Governors und der Präsidenten der Federal Reserve Banks sowie auf der Tatsache, dass das Fed nicht auf finanzielle Zuweisungen aus dem Staatshaushalt angewiesen ist, sondern sich aus seinen Einnahmen finanzieren kann (Federal Reserve Bank of San Francisco, 2004, 1f). Sie umfasst also nur die finanzielle Unabhängigkeit und

Teilaspekte der personellen Unabhängigkeit. Entscheidend bei der Berufung der Governors ist einerseits, dass die Verträge zu unterschiedlichen Terminen auslaufen, so dass ein U.S.-Präsident nur begrenzt die Zusammensetzung des Board of Governors beeinflussen kann, und andererseits, dass die Verträge eine Laufzeit von 14 Jahren haben, also weit über die Legislaturperioden hinausgehen. Die Präsidenten der FRBs hingegen werden von den Direktoren der FRBs nach Zustimmung durch den Board of Governors ernannt.

Im Gegensatz zum Eurosystem, dessen rechtliche Grundlage ein völkerrechtlich verbindlicher Vertrag zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten ist, der nur einstimmig geändert werden kann, kann das Fed nie ausschließen, dass der Kongress die rechtliche Grundlage nach seinen Vorstellungen ändert.³ Dies hat natürlich auch Konsequenzen für die „alltägliche“ Geldpolitik: „One possible factor explaining why the Fed is sometimes slow to increase interest rates and so smooths out their fluctuations is that it wishes to avoid a conflict with the president and Congress over increases in interest rates.“ (Mishkin, 2004, 351). Besonders problematisch wirkt hier die „Mehrzielorientierung“ des Fed. „Congress retains the ultimate power under the Constitution to instruct the Federal Reserve by law. This creates, under certain conditions, a subtle form of political influence on the Fed. Since the Fed does not have a single primary statutory objective, Congressional committee members can at times challenge the Fed's emphasis of one objective over the other – in particular whenever the policy of maintaining price stability appears in the short run to be in conflict with the policy of maintaining a high level of employment.“ (Apel, 2003, 40).

Wie subtil politische Abhängigkeiten der Notenbank faktisch aussehen können, zeigt ein weiteres Beispiel: So weist etwa Bindseil (2004) darauf hin, dass das Fed anfangs der 20er Jahre des letzten Jahrhunderts sogar eine Theorie erfand, um davon abzulenken, dass es aufgrund politischen Drucks nicht in der Lage war (bzw. nicht gewagt hat), die Zinsen zu erhöhen, um Inflation zu verhindern. „This apparently implied the need for the Fed to invent a story of the pro-1920 inflation in which its failure to rise rates would not need to be admitted“ (Bindseil, 2004, 6). Das Fed machte für die Inflation nicht die Tatsache verantwortlich, dass sie nicht die kurzfristigen Zinsen erhöht hat, sondern „excessive borrowing by the banks through

³ „Moreover, bearing in mind that Congress may alter the legislation at all times, the Fed will make sure that its monetary policy does not deviate too much from the Congress members' views.“ (De Nederlandsche Bank, 2001, 57). Das Fed „besteht zwar faktisch autonom, ist aber rechtlich nicht weisungsfrei installiert. Der Kongress hat sich gegenüber der „Fed“ Weisungen vorbehalten, allerdings bislang noch nie von diesem Recht Gebrauch gemacht.“ (Hafke, 2003, 195f).

the discount window, i.e. not the rates were the problem, but quantities“ (Bindseil, 2004, 19). So entstand die „reserve position doctrine“ (RPD). Eine Spielart dieser Doktrin ist die „Geldbasissteuerung“ (zu den weiteren Einzelheiten siehe Bindseil, 2004, 12). Dass das Fed im Verlauf des 20. Jahrhunderts immer wieder auf die RPD Bezug nahm, wird in der Literatur häufig damit begründet, dass sie damit die „Verantwortung“ für von ihr zur Inflationsbekämpfung gewollten Zinserhöhungen dem „Markt“ zuschieben konnte. Dadurch kam die Geldpolitik des Fed weniger in die Schusslinie der Politik (siehe hierzu Bindseil, 2004, 30f. sowie Ruckriegel/Seitz, 2002, 38 und die dort angegebene Literatur). „If the Fed would have been fully independent from the US Government at least directly after WWI, it would probably have had far less incentives to deny the validity of well-established central bank technique, namely that short term interest rates are the operational target of monetary policy.“ (Bindseil, 2004, 38; zu dieser mittlerweile auch vom Fed der Öffentlichkeit gegenüber kommunizierten und weltweit bei allen maßgebenden Zentralbanken unumstrittenen Technik - Steuerung der kurzfristigen Zinsen - siehe Görgens/Ruckriegel/Seitz, 2004, II.4.2). Die „Erfindung“ der RPD durch das Fed hatte aber auch entscheidenden Einfluss auf die akademische Welt. „It appears that with RPD, academic economists developed theories detached from reality, without resenting or even admitting this detachment“ (Bindseil, 2004, 5). Zusammenfassend kann hier festgehalten werden: „The endurance of RPD is explained by a symbiosis of central bankers who may have partially sympathised with RPD since it masked their responsibility for short term interest rates, and academics who were too eager to simplify away some key features of money markets and central bank operations.“ (Bindseil, 2004, 4).

Zusammenfassend lässt sich also festhalten, dass im Gegensatz zum Eurosystem die institutionellen Rahmenbedingungen des Fed nicht den Anforderungen genügen, die im Lichte der Glaubwürdigkeitsdiskussion an eine Zentralbank gestellt werden. Die Vorgabe von „Mehrfachzielen“ in Verbindung mit der schwachen rechtlichen Absicherung der Unabhängigkeit des Fed, d.h. der jederzeitigen Möglichkeit, die Fed „an die Kandare“ des Kongresses zu nehmen, schafft insbesondere vor dem Hintergrund der Diskussion um die „Zeitinkonsistenz“ der Wirtschaftspolitik, also hier der Gefahr der Nutzung der Geldpolitik für kurzfristige wahlorientierte Ziele entgegen der vorherigen Ankündigung, Glaubwürdigkeitsprobleme.

2. Geldpolitische Strategie

Eine geldpolitische Strategie soll die Handlungsweise einer Zentralbank (so weit wie möglich) transparent machen. Sie dient einerseits zur Kommunikation mit der

Öffentlichkeit, aber auch als interne Richtschnur. Mit ihrer Hilfe soll das Entstehen von Inflationserwartungen verhindert werden. Im Gegensatz zu den institutionellen Rahmenbedingungen, die den Zentralbanken vorgegeben sind, können sie im Rahmen der ihnen vorgegebenen Ziele ihre geldpolitische Strategie selbst formulieren.

2.1 Die Strategie des Eurosystems

2.1.1 Der „Anker“: Preisstabilität

Nach dem EU-Vertrag ist dem Eurosystem als primäres Ziel die Gewährleistung von Preisstabilität vorgegeben. Um dieses Ziel inhaltlich zu konkretisieren, definiert das Eurosystem Preisstabilität als einen Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) in der EWU von unter, aber nahe 2 % gegenüber dem Vorjahr.⁴ Preisstabilität soll dabei mittelfristig erreicht bzw. eingehalten werden. Temporäre Verfehlungen (z. B. aufgrund von Ölpreis- oder Wechselkursschocks) sind also durchaus vereinbar mit dem Ziel. Die Definition des Eurosystems bezieht sich auf den allgemeinen Verbraucherpreisindex, die sog. „Headline Inflation“. Es werden nicht bestimmte Teile zur Berechnung einer Kerninflationsrate („Core Inflation“, „Underlying Inflation“) herausgerechnet

Nach der Definition der EZB fungiert nicht eine gemessene Inflationsrate von Null, sondern eine solche von knapp unter 2 % als Zielgröße. Alleine Messfehler bei der Preisentwicklung legen es nahe, nicht eine Inflationsrate von Null anzustreben. Je geringer der Preisanstieg ist, desto mehr fallen diese statistischen Messprobleme ins Gewicht. Da sich im Euro-Währungsgebiet die Inflationsraten auf relativ niedrigem Niveau befinden, ist eine Auseinandersetzung mit den Erfassungs- und Messproblemen unverzichtbar. Zusätzlich trägt die Sicherheitsmarge von knapp unter 2 % dem Deflationsrisiko und den Auswirkungen von Inflationsunterschieden innerhalb der EWU Rechnung. Letztere stellen dann ein Problem dar, wenn aufgrund höherer Inflationsraten in einigen Ländern andere Länder niedrigere Raten aufweisen müssen, damit im Durchschnitt das Stabilitätsziel erreicht wird. Wird Preisstabilität zu ehrgeizig definiert, können sich in einzelnen Ländern Deflationsgefahren manifestieren. Das eigentliche ökonomische Kriterium für Preisstabilität muss sein, dass Inflation nicht in das Entscheidungskalkül der Wirtschaftssubjekte eingeht.

⁴ Die Klarstellung „nahe 2 %“ wurde erst durch die Überprüfung der Strategie im Jahr 2003 eingefügt.

Die konkrete Formulierung des Ziels durch das Eurosystem hat drei wichtige Implikationen:

Erstens ist die Preisentwicklung im gesamten Euro-Raum relevant, nicht in einzelnen Ländern. Nach dem Balassa-Samuelson-Effekt können je nach nationaler Produktivitätsentwicklung im Sektor der handelbaren und nicht-handelbaren Güter mehr oder weniger deutliche Inflationsunterschiede bestehen. Auch konjunkturelle Unterschiede und unterschiedliche nationale Politikausrichtungen (Fiskal- und Lohnpolitik) spielen dabei eine Rolle. Im Jahresdurchschnitt 2004 hatte z. B. Luxemburg eine Preissteigerungsrate von 3,2 %, Finnland dagegen nur eine solche von 0,1 %. Die Differenz betrug also gut drei Prozentpunkte. Die einheitliche Geldpolitik des Eurosystems kann sich jedoch nur auf die Inflationsrate im gesamten Euro-Währungsgebiet konzentrieren. Sie kann nicht zugleich regionale Preisentwicklungen berücksichtigen oder sogar versuchen, diese zu beeinflussen. Solange die nationalen Inflationsraten einiger Länder deutlich über 2 % liegen, müssen andere Länder zur Einhaltung des EWU-weiten „Inflationsziels“ von maximal 2 % Preissteigerungsrate unter 2 % aufweisen. Damit stellt sich die Frage, ob die gemessenen 2 % genug Spielraum bieten, um Deflationsgefahren in einzelnen Ländern zu verhindern. Wenn größere Inflationsunterschiede anhalten, wäre der EZB ein höheres „Inflationsziel“ zu empfehlen als es für einzelne Teilnehmerstaaten optimal wäre. Mit der Konkretisierung „unter, aber nahe 2 %“ versuchte das Eurosystem, dieses Argument zu berücksichtigen. Auch dürften die Inflationsraten auf Dauer durch die verstärkte Integration der an der EWU teilnehmenden Volkswirtschaften zunehmend konvergieren.

Zweitens wird die Teuerung gemessen auf Verbraucherebene, nicht an anderen Preisgrößen (z. B. den Erzeugerpreisen oder dem BIP-Deflator). Dies ist konsistent mit der mikroökonomischen Theorie und marktwirtschaftlichen Grundlagen, nach denen es letztlich der Konsument ist, der möglichst gut gestellt werden soll. Darüber hinaus ist die Öffentlichkeit mit diesem Index vertraut, der publizierte Wert wird nur selten revidiert, er ist hinreichend aktuell und auf Monatsbasis verfügbar.

Drittens sind sowohl Preissteigerungen über und deutlich unter 2 % als auch Deflation (negative Wachstumsraten des HVPI) unvereinbar mit Preisstabilität. Dadurch wird darauf verwiesen, dass nicht nur übermäßige Preissteigerungsrate, sondern auch geringfügig positive (gemessene) Raten oder sogar sinkende Preise negative Konsequenzen für die Wirtschaftsentwicklung nach sich ziehen. Letztere sind, soweit sie nachfragebedingt verursacht sind, wegen ihrer schädlichen gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen (Kaufzurückhaltung, steigende Realzinsen

und Reallöhne, Unternehmens- und Bankenzusammenbrüche, Massenarbeitslosigkeit usw.) unter Umständen sogar gravierender.

Ein Vergleich der tatsächlichen HVPI-Entwicklung mit der Definition von Preisstabilität zeigt, dass größere anhaltende Verfehlungen des Ziels bisher nicht auszumachen waren. So wurde von 2000 bis 2004 im Jahresdurchschnitt die 2%-Marke zwar stets überschritten. Die durchschnittliche Überschreitung betrug aber nur knapp 0,2 Prozentpunkte. Dafür spielte auch der in den letzten Jahren verschärfte Wettbewerbsdruck eine nicht unerhebliche Rolle. Dadurch werden die Preisüberwälzungsspielräume der Unternehmen eingeschränkt. Dennoch ist danach zu fragen, wie schnell nach einem temporären Schock wie einem drastischen Ölpreisanstieg, der dazu führt, dass die Preissteigerung über die 2%-Marke hinauschießt, die EZB versuchen sollte, die Inflationsrate wieder mit ihrer Definition von Preisstabilität in Übereinstimmung zu bringen. Dieser Zeithorizont sollte umso kürzer ausfallen, je höher die Inflationsaversion der Bevölkerung ist, je größer die Bedeutung vorausschauender Elemente bei der Preis- und Outputbestimmung ist und je geringer die Kosten der Disinflation sind, d. h. je steiler die Phillips-Kurve ist. Die EZB spricht nur davon, mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten. Näher konkretisiert hat sie diese mittlere Frist nicht.

2.1.2 Die 2-Säulen der Strategie

(1) Die langfristige Säule: Monetäre Analyse und Referenzwert für M3

Da Inflation auf Dauer auf eine übermäßige Ausweitung der Geldmenge zurückgeführt werden kann, misst auch das Eurosystem der Geldmenge eine hervorgehobene Stellung unter den Inflationsindikatoren zu. Die von der EZB in diesem Rahmen durchgeführte monetäre Analyse basiert auf einer Beurteilung der Liquiditätslage anhand der Geldmengenaggregate, ihrer Komponenten und Bilanzgegenposten, insbesondere der Kreditgewährung. Im Mittelpunkt steht das breit gefasste Aggregat M3.⁵ Ausschlaggebend für die Wahl dieser Referenzgröße war der Zusammenhang mit dem Tagesgeldsatz, der direkt kontrollierbaren operativen Größe und der inflationären Entwicklung sowie die Stabilitätseigenschaften von M3.

⁵ M3 umfasst den Bargeldumlauf außerhalb des Bankensystems, täglich fällige Einlagen, Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit bis zu 2 Jahren, Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten, Repogeschäfte, Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit bis zu 2 Jahren sowie Anteile an Geldmarktfonds und Geldmarktpapiere.

Die EZB ermittelt innerhalb dieser Säule aus dem Trend im realen Wirtschaftswachstum, einer Preisnorm und der trendmäßigen Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes den Referenzwert für das M3-Wachstum. Sie veröffentlicht ihn zusammen mit den ihm zu Grunde liegenden Bestimmungsgrößen. Seit 1999 liegt das angestrebte Geldmengenwachstum bei 4½ Prozent. Das Referenzziel wird unerklärlicherweise und anders als bei den früheren Geldmengenzielen der Deutschen Bundesbank, nicht in Form eines Zielkorridors oder einer Bandbreite festgelegt, sondern als Punktwert bekannt gegeben. Der zeitlose Referenzwert wird nicht regelmäßig überprüft. Unter normalen Umständen signalisiert eine nicht konforme Geldmengenentwicklung Gefahr für die Preisstabilität. Allerdings kann es wegen der Langfristigkeit des Konzepts keine direkte Verbindung zwischen kurzfristigen monetären Entwicklungen und geldpolitischen Beschlüssen geben. Dementsprechend wird das Eurosystem nicht mechanistisch auf Zielverfehlungen reagieren, sondern die genauen Ursachen analysieren und danach handeln.

Zusätzlich untersucht die EZB im Rahmen der monetären Analyse verschiedene Messgrößen für die existierende Überschussliquidität. Daneben erfolgt eine Analyse der enger gefassten Geldmengenaggregate M1 und M2 sowie weiterer Einzelkomponenten von M3. Auch eine Betrachtung der Gegenposten von M3 in der Konsolidierten Bilanz der Monetären Finanzinstitute (speziell der Kreditgewährung) kann sinnvolle Zusatzinformationen über die Ursachen des Geldmengenwachstums liefern.

Durch die Überprüfung der Strategie im Jahre 2003 wurde die langfristige Säule abgewertet. Damit einher ging die Gefahr einer zunehmenden Kurzfristorientierung und „fallweisen“ Geldpolitik.

(2) Die kurzfristige Säule: Eine Vielzahl von Inflationsindikatoren

Auf Grund der Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Geldnachfrage und den eher langfristigen Charakter der monetären Säule baut die Strategie des Eurosystems noch auf einer weiteren Säule auf. Diese beinhaltet eine breit fundierte Beurteilung der Preisperspektiven anhand einer Vielzahl von Inflationsindikatoren neben der Geldmenge. Zwar ist Inflation in der langfristigen Betrachtung ein monetäres Phänomen. Auf kurze Sicht wird dieser Zusammenhang allerdings von zahlreichen Faktoren überlagert. Da sich solche Einflüsse verfestigen können, ist auch die kurze Frist geldpolitisch relevant. In diesem Zusammenhang geht es speziell auch um die Analyse von konjunkturellen Schocks.

Um ein Gesamtbild der Preisentwicklung zu entwerfen, werden die Preise auf verschiedenen Stufen des Preisbildungsprozesses näher untersucht (Erzeuger-,

Vorleistungsgüter-, Investitionsgüter- und Konsumgüterpreise). Außerdem werden kurzfristige Konjunkturindikatoren analysiert. Darunter fallen Variablen, die eine veränderte Grunddynamik der Wirtschaft anzeigen, wie zum Beispiel der Output Gap und andere angebots- und nachfrageseitige Einflüsse. Hinzu kommt eine Analyse wichtiger Finanzmarktindikatoren wie Zinsstrukturkurven, nominale und indexierte Renditen von Staatsanleihen und der Märkte für Finanzderivate (Optionen, Swaps etc.). Schließlich sollen Branchen- und Verbraucherumfragen Aufschluss über die Preiserwartungen geben.

Seit Dezember 2000 veröffentlicht die EZB auch eigene Prognosen für die Veränderung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex und das BIP-Wachstum (inklusive der wichtigsten Determinanten). Diese Prognosen werden gemeinsam von Experten der EZB und der nationalen Zentralbanken erstellt. Monetäre Daten gehen nicht darin ein. Die EZB bezeichnet diese Prognosen als gesamtwirtschaftliche Projektionen. Allerdings stellen diese Projektionen keine „echten“ Prognosen dar, die eine möglichst gute Übereinstimmung mit der tatsächlichen Entwicklung anstreben. Vielmehr handelt es sich um so genannte „bedingte“ Prognosen, die unter der Annahme unveränderter kurzfristiger Zinsen und Wechselkurse getroffen werden. Das bedeutet insbesondere, dass von einem unveränderten geldpolitischen Kurs ausgegangen wird. Mit der Publikation bedingter Inflationsprognosen verbesserte die EZB die Transparenz ihrer Geldpolitik insofern, als sie nun mehr Informationen zur Verfügung stellt. Allerdings spiegeln die Projektionen nicht die Meinung des EZB-Rats wider und lassen eine wichtige Inflationsdeterminante, die Geldmengenentwicklung, außer Acht. Dementsprechend ist zu fragen, warum sie überhaupt publiziert werden, da es doch bereits Prognosen anderer Institutionen (zum Beispiel des IWF, der OECD oder der EU-Kommission) gibt.

2.2 Der Multi-Indikatoren-Ansatz des Fed

Die USA waren wegen Instabilitäten im Geldnachfrageverhalten Anfang der 90er Jahre gezwungen, sich nach einem neuen geldpolitischen Konzept umzuschauen. Verantwortlich dafür zeigten sich der Innovationsprozess an den Finanzmärkten, der fortschreitende Disintermediationsprozess und - damit zusammenhängend - Verhaltensänderungen der privaten Anleger. So ging die amerikanische Wirtschaft z. B. zunehmend dazu über, ihre Investitionen nicht über den Banken- und Sparkassensektor, sondern direkt an den Finanzmärkten über Aktien und Anleihen zu finanzieren. Die Papiere wurden verstärkt von Nichtbanken (Investmentfonds, Versicherungen, Pensionsfonds, Kleinanleger) erworben. Mit diesem Disintermediations- und Verbriefungsprozess ging zwangsläufig ein Rückgang der Nachfrage nach Bankeinlagen einher. Man sprach vom „missing money“. Die

vielfältig vorgenommenen Umdefinitionen der Geldmengen haben auf lange Sicht wenig Wirkungen gezeigt. Die gesamtwirtschaftlich kaufkraftrelevante Liquidität ließ sich so nicht angemessen erfassen. Oder anders formuliert: Der „richtige“ Geldbegriff wird durch die oben beschriebenen Erscheinungen immer „undeutlicher“. Dies ist auch nicht überraschend: Wenn der Finanzsektor zu Instabilitäten neigt, so wirkt sich dies über kurz oder lang auf alle finanziellen Größen aus. Der nötige geldpolitische Umorientierungsprozess wird durch das rigide Festhalten an einem überkommenen Konzept eher noch hinausgezögert.

Seither kann die Politik des Fed als ein Multi-Indikatoren-Ansatz ohne explizites Zwischenziel bezeichnet werden, in welchem realen Variablen eine herausragende Rolle zukommt. Um Alan Greenspan (1993, 2), den ehemaligen amerikanischen Notenbankpräsidenten, zu zitieren: „With considerable uncertainty persisting about the relationship of the monetary aggregates to spending, the behavior of the aggregates relative to their annual ranges will likely be of limited use in guiding policy (...), and the Federal Reserve will continue to utilize a broad range of financial and economic indicators in assessing its policy stance.“ Unter den realen Variablen wird vor allem den (kurzfristigen) Realzinsen und der (realen) Zinsstruktur Beachtung geschenkt. Sie erreichten jedoch bisher nicht die Rolle eines offiziellen Zwischenziels. Problematisch dabei ist einerseits, dass bei Berechnung des Realzinses als Nominalzins minus erwartete Inflation, letztere nur schwer zu bestimmen ist. Andererseits bereitet auch die Berechnung des gleichgewichtigen (natürlichen) Realzinses, der bei Vollausslastung der Wirtschaft und Potenzialwachstum herrschen würde, Probleme. Dieser wird aber benötigt, um festzustellen, ob der aktuelle Realzins eher expansiv oder kontraktiv wirkt. Nichts desto trotz werden diese beiden Variablen eingebettet in ein Multi-Indikatoren-System zur Prognose der Inflationsentwicklung, d. h. alle verfügbaren Informationen werden herangezogen („looking at everything“). Bernanke et al. (1999) bezeichnen diesen Ansatz als eine „just do it strategy“.

Ein derartiges Konzept birgt eindeutige Nachteile in sich. Zunächst einmal fehlt ihr, gemäß der Vorgabe mehrerer Ziele, die Orientierung an der Erreichung bzw. Gewährung von Preisstabilität. Ein weiteres Problem ist das Fehlen eines expliziten nominalen Ankers (Scheide, 2001, 335). Damit mangelt es an einer Orientierungsgröße für die Erwartungen der Öffentlichkeit und für den internen Entscheidungsprozess der Notenbank. Es fehlt sozusagen ein verlässlicher Rückkopplungsmechanismus. Deshalb kann es sein, dass z. B. die Inflationserwartungen zu sensitiv auf exogene Preisschocks (z. B. durch importierte Inflation, übermäßige Lohnsteigerungen) reagieren. Auf dieses Problem weist auch Bernanke (2004, 2) hin: „My suggestion is ... to provide the public with a working

definition of price stability ... There are a number of reserach papers providing evidence that inflation expectations respond significantly to changes in actual inflation, for example, suggesting that long-term expectations are partially adaptive and not as well tied down as we would like.“

Und aufgrund vielfältiger Unsicherheiten und der Tendenz, eher zu vorsichtig zu agieren, reagiert dann die Geldpolitik zu langsam und mit zu kleinen Zinsschritten darauf. In Kombination mit der schwierigen Standortbestimmung aufgrund einer fehlenden „Beurteilungsgröße“ könnte sich dies negativ auf die Volkswirtschaft (z. B. konjunkturabwürgend) auswirken.

Die nur implizit bestehende Rückkopplung in diesem Ansatz ist zudem nicht eindeutig, da das Fed eben im Unterschied zum Eurosystem neben der Preisstabilität noch gleichberechtigt andere Ziele verfolgen soll. Auch ist mit ihm ein Element der Intransparenz verbunden. Die Marktteilnehmer sind ständig gezwungen, darüber zu rätseln, an welchen Größen sich die Notenbank denn nun orientiert. Verstärkte Unsicherheit und unnötige Volatilitäten auf den Finanzmärkten sind die Folge. Aber auch die Verantwortlichkeit und Rechenschaftspflicht gegenüber der Öffentlichkeit leiden, da es ja gerade keine Kriterien zur Beurteilung des geldpolitischen Erfolges gibt. Alleine die Verpflichtung auf bestimmte Ziele reicht hier nicht aus. Der Erfolg der Strategie hängt damit stark von glaubwürdigen offiziellen Stellungnahmen zur Geldpolitik ab. Das Fed hat dies vor allem dank des Ansehens Alan Greenspans (weitgehend) geschafft.

Zusammenfassend lässt sich also feststellen, dass auch bei der geldpolitischen Strategie das Eurosystem dem Fed überlegen ist (auch wenn es sicherlich noch Klärungsbedarf gibt). Der entscheidende Punkt ist hier zweifellos die Operationalisierung des Ziels der Preisstabilität, die den Inflationserwartungen Führung gibt. In der Vergangenheit hat die hohe Reputation von Alan Greenspan dieses Defizit zu einem großen Teil kompensieren können. Die Frage ist allerdings: Was passiert mit der Glaubwürdigkeit des Fed, wenn Alan Greenspan Anfang 2006 altersbedingt ausscheidet und Ben Bernanke neuer Chairman des Board of Governors wird?

3. Fazit

Zum 1.1.1999 ging mit Gründung der Europäischen Währungsunion die geldpolitische Verantwortung auf das Eurosystem über. Seither konzentriert sich das geldpolitische Augenmerk weltweit auf zwei Zentralbanken: das Eurosystem und das Federal Reserve System in den USA. Ein Vergleich der institutionellen Struktur sowie der geldpolitischen Strategie zeigt, dass das Eurosystem die mit der Schaffung

der EWU verbundene (historische) Chance genutzt hat, alle Regelungen gemäß dem neuesten Stand der geldtheoretischen und geldpolitischen Forschung zu gestalten. Während das Fed aufgrund von Mehrfach-Zielvorgaben und einer schwachen rechtlichen Position stärker den Einflüssen und der Kurzfristorientierung des Kongresses ausgesetzt ist, ist das Eurosystem aufgrund der eindeutigen Festlegung auf das primäre Ziel der Preisstabilität und seiner starken rechtlichen Position tendenziell eher langfristig ausgerichtet, wodurch seine Glaubwürdigkeit gestärkt wird. Die Operationalisierung des Ziels Preisstabilität in Verbindung mit einem hohen Grad an Glaubwürdigkeit führt hier zu einer Verankerung und Stabilisierung der Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau. Hingegen führt beim Fed die fehlende Operationalisierung des Ziels Preisstabilität in Verbindung mit dem Einfluss des Kongresses zu Unsicherheiten, und damit tendenziell zu höheren und volatileren Inflationserwartungen. Diese Unsicherheiten dürften nach dem Ausscheiden von Alan Greenspan zunehmen. Es kann daher dem Fed nur nachdrücklich empfohlen werden, zumindest das Ziel der Preisstabilität zu operationalisieren, um die Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau zu „verankern“, auch und gerade wenn es dadurch eher zu Konflikten mit dem Kongress kommen kann, da hiermit ggf. eine kurzfristig ausgerichtete Politik zulasten der Geldwertstabilität erschwert wird. Gerade zur Stärkung der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik nach Greenspan dürfte dies der richtige Ansatz sein. Nichts ändern kann das Fed hingegen unmittelbar an den institutionellen Rahmenbedingungen. Dass die Politik hier Änderungen im Sinne einer Stärkung der Unabhängigkeit vornimmt, und sich damit selbst beschränkt, dürfte kaum realistisch sein, auch wenn es im Sinne der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik von Vorteil wäre.

Literaturverzeichnis

- Abel, A., Bernanke, B. (2005): *Macroeconomics*, 5. A., Pearson Addison Wesley, Boston et al.
- Alesina, A., Summers, L.H. (1993): Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 25, S. 151-162.
- Apel, E. (2003): *Central Banking Systems Compared*, Routledge, London et al.
- Bernanke, B.S. (2004): Interview with Ben S. Bernanke, in *Federal Reserve Bank of Minneapolis, The Region*, Juni 2004, S. 1-11.
- Bernanke, B.S., Laubach, T., Posen, A.S., Mishkin, F.S. (1999): *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton.
- Bindseil, U. (2004): *The Operational Target of Monetary Policy and the Rise and Fall of Reserve Position Doctrine*, ECB Working Paper, No. 372, Juni 2004.

- Board of Governors of the Federal Reserve System (1994): *The Federal Reserve System - Purposes and Functions*, Washington D.C.
- De Nederlandsche Bank (2001): *A Comparative Study of the Federal Reserve System and the ESCB*, Quarterly Bulletin, March 2001, S. 55–64.
- Deutscher Bundestag (1956): *Entwurf eines Gesetzes über die Deutsche Bundesbank vom 18. 10.1956*, Bundestags-Drucksache 2/2781.
- Europäische Zentralbank (1999): *Der institutionelle Rahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken*, Monatsbericht Juli 1999, S. 59–67 (<http://www.ecb.int>).
- Federal Reserve Bank of San Francisco (2004): *U.S. Monetary Policy: An Introduction – Part 1: How is the Fed structured and what are its policy tools*, in: Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter, Number 2004-01, 2004.
- Görgens, E., Ruckriegel, K., Seitz, F. (2004): *Europäische Geldpolitik – Theorie, Empirie, Praxis*, 4. A., Lucius & Lucius, Stuttgart.
- Greenspan, A. (1993): *Testimony to the Sub-Committee on Economic Growth and Credit Formation of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs of the US House of Representatives on 20/7/1993*.
- Hafke, H.C. (2003): *Einige rechtliche Anmerkungen zur Praxis der Autonomie im System der Europäischen Zentralbanken (ESZB)*, in: Ekkenga, J., Hadding, W., Hammen, H. (Hg.), *Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung – Festschrift für Siegfried Kämpel zum 70. Geburtstag*, Erich Schmidt Verlag, Berlin, S. 185–203.
- Helmstädter, E. (2002): *Die Geschichte der Nationalökonomie als Geschichte ihres Fortschritts*, in: Issing, O. (Hg.), *Geschichte der Nationalökonomie*, 4. A., Vahlen Verlag, München, S. 1–14.
- Hubbard, R.G. (2002): *Money, the Financial System and the Economy*, 4. A., Addison Wesley, Boston et al.
- Jarchow, H.-J. (2003): *Theorie und Politik des Geldes*, 11. Auflage, Vandenhoeck & Ruprecht, Göttingen.
- Kydland, F.E., Prescott, E.C. (1977): *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*, *Journal of Political Economy*, Vol. 105, S. 1308-1321.
- Kydland, F.E., Wynne, M.A. (2002): *Alternative Monetary Constitutions and the Quest for Price Stability*, *Federal Reserve Bank of Dallas Economic and Financial Policy Review*, Vol. 1, S. 1–19.
- Mishkin, F.S. (2004): *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 7. A., Pearson Addison Wesley, Boston et al.
- Pollard, P.S. (2003): *A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve*, *Federal Reserve Bank of St. Louis, Review*, January/February 2003, S. 11-30.
- Röpke, W. (1997): *Kernfragen der Wirtschaftsordnung*, *ORDO*, Bd. 48, S. 27–64.

- Ruckriegel, K., Seitz, F. (2002): Zwei Währungsgebiete – Zwei Geldpolitiken? – Ein Vergleich des Eurosystems mit dem Federal Reserve System, Bankakademie Verlag, Frankfurt.
- Scheide, J. (2001): Die Strategie der Fed: Ein gutes Beispiel für die EZB?, List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, Bd. 27, S. 335-345.
- Seidel, M. (2003): Die Weisungs- und Herrschaftsmacht der Europäischen Zentralbank im Europäischen System der Zentralbanken – eine rechtliche Analyse, ZEI Policy Paper, B 11 2003.
- Starbatty, J. (2002): Ordoliberalismus, in: Issing, O. (Hg.), Geschichte der Nationalökonomie, 4. A., Vahlen Verlag, München, S. 251–270.