



EZB-Chef Wim Duisenberg (l.) und EU-Kommissar Pedro Solbes: Die Debatte um die EZB-Strategie ist in vollem Gange.

IN DER DISKUSSION

Vor allem britische Ökonomen meinen, dass die Geldmenge lediglich ein Indikator unter vielen sei. Sie fordern deshalb eine reine Steuerung der Inflation. Andere Volkswirte wünschen sich eine tiefer gehende monetäre Analyse, etwa durch Berücksichtigung der privaten Kreditvergabe in der Säule „Geldmengenwachstum“. Eine Reihe von Analysten plädiert dafür, das derzeitige Konzept beizubehalten, jedoch entweder die Inflationsobergrenze zu erhöhen oder einen Zielkorridor für den Preisanstieg einzuführen.



SO MACHEN ES ANDERE

US-Fed: Die Macht großer Namen
Bereits Anfang der achtziger Jahre hatte in den USA die Geldmenge als exponierter Indikator der Notenbankpolitik ausgedient. Seit 1982 versucht die Fed, anhand mehrerer Indikatoren den Leitzins so zu wählen, dass sie eine nicht veröffentlichte Inflationsrate im Griff behält. Ihre Aufgabe lautet dabei ebenso die Stabilisierung der Preise als auch die Unterstützung der Wirtschaftspolitik des Weißen Hauses. Der Erfolg dieser pragmatischen Strategie ist vor allem den Präsidenten wie Paul Volcker und Alan Greenspan zu verdanken. Zuletzt forderte im Mai 2002 der gemeinsame Wirtschaftsausschuss des US-Kongresses ein explizites Inflationsziel mit Ober- und Untergrenze.



Bank of England: Inflation im Blick

Die Briten verfolgen ein offizielles Inflationsziel von 2,5 plus minus 0,5 Prozent. Als Indikator nutzten die Zentralbanker eine vierteljährliche Prognose. Diese geht ähnlich den Projektionen der EZB von einem Szenario konstanter Kurzfristzinsen aus. Liegt die erwartete künftige Inflation über drei Prozent, werden die Zinsen angehoben, bei Unterschreiten von zwei Prozent können sie gelockert werden. Dieses Vorgehen stabilisiert die Markterwartungen: Tarifpartner und Finanzmärkte können sich daran orientieren. In der Praxis kommt diese Strategie derjenigen der EZB sehr nahe.

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

Richtige Politik trotz falscher Strategie

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat Probleme: Geldmenge und Preise steigen zu rasch, die Wirtschaft wächst dagegen zu langsam. Um weiter erfolgreich zu agieren, sollte sie ihre Grundsätze ändern.

Nach drei Jahren Amtszeit sollte die EZB eigentlich nur den ersten Routinecheck durchlaufen – das steht seit langem fest. Jetzt sorgt aber EZB-Vize Lucas Papademos für Aufregung: Vorgesehen ist nicht nur eine Überprüfung der Indikatoren, anhand derer sie misst, ob dem obersten Ziel der Preisniveaustabilität Gefahr droht. Die Definition dessen, was stabile Preise sind, soll laut Papademos selbst auf den Prüfstand.

Von Anfang an handelten sich die Währungshüter Kritik an ihrer Zwei-Säulen-Strategie ein. Statt ein Inflationsziel oder Zielband direkt anzupeilen, lenkt der EZB-Rat die Leitzinsen anhand zweier Kriterien. Mit dem ersten hat die EZB das Erbe der Bundesbank angetreten. Sie misst das Wachstum der Geldmenge. Expandiert diese rascher als das nominelle Sozialprodukt, droht auf längere Sicht Inflation. Mit dem zweiten Kriterium berücksichtigt die EZB, dass auch andere Faktoren die Preise beeinflussen. Daher analysiert sie eine Vielzahl von Daten.

Zum Ausdruck kommt das in halbjährlichen volkswirtschaftlichen Projektionen.

Das Problem der EZB: Seit Anfang 2001 übersteigt die Inflation die selbst-gesetzte Grenze von zwei Prozent. Und die Geldmenge lag mit Ausnahme weniger Monate vom Euro-Start an über dem Referenzwert von 4,5 Prozent. Trotzdem senkt die EZB die Zinsen. Zurecht, meint Peter Bofinger, Geldpolitikexperte von der Universität Würzburg: „Gerade in Zeiten niedriger Inflation ist der Zusammenhang zwischen Geldmengenexpansion und Preisstabilität gering.“ Umschichtungen von Aktien in Spargelder lassen die Geldmenge expandieren, ohne auf die Güterpreise zu wirken. Viele Ökonomen fordern daher die ausschließliche Orientierung am Inflationsziel.

Was in der EZB selbst vorgeht, lässt sich nur erahnen. Chefvolkswirt Otmar Issing hält als Schöpfer der Zwei-Säulen-Strategie die Stellung. Doch die Kritiker in den eigenen Reihen nehmen zu. So verneint Belgiens Notenbankchef Guy Qua-

Fotos: AP, M.V. Digital Vision



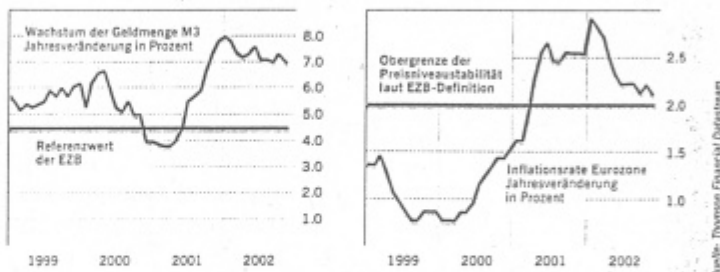
den, dass die Geldmenge der wichtigste Indikator für den Preisauftrieb sei. Wenn Wim Duisenberg Mitte 2003 abtritt, fürchten die Freunde der Geldmenge um den Fortbestand der ersten Säule.

Sie könnte aber ebenso eine ungeahnte Renaissance erfahren. So durch die Erweiterung um das „Aggregat“ Kreditvergabe. Das schlägt etwa Thomas Mayer, Europa-Chefvolkswirt der Deutschen Bank, vor. Der Reiz liegt darin, kreditfinanzierten Preisanstieg bei Vermögenswerten wie Aktien und Immobilien zu orten. Die EZB könnte so zum Beispiel „irrationalen Überschwängen“ der Anleger mit Zinsanhebungen entgegenzutreten. Für die Beibehaltung beider Säulen ist auch der ECB Observer, eine Wissenschaftlergruppe, die die EZB-Politik kommentiert. „Eventuell wird die EZB die Definition von Preisniveaustabilität ändern“, vermutet Professor Ansgar Belke, dem eine Zielzone statt einer fixen Inflationsrate vorschwebt.

Mit einer Erhöhung der Obergrenze und einer Untergrenze könnten sowohl ökonomische Aufholprozesse in der

WEIT VON DEN ZIELEN ENTFERNT

Mit ihrer Strategie bietet die EZB zwei Richtgrößen zur Beurteilung der Geldpolitik. Der Referenzwert des Geldmengenwachstums gilt zwar nur mittelfristig, doch zeigt er noch keine Besserung. Die Inflationsrate ist seit nahezu zwei Jahren zu hoch.



Union geduldet als auch eine deflationäre Geldpolitik vermieden werden. Das Problem bleiben aber divergierende Inflationsraten, da die europäischen Länder von verschiedenen Preisniveaus aus mit unterschiedlichen Raten wachsen. Hier kann die EZB keine Lösung bieten. Eine Aufweichung der Inflationsgrenze würde wie die Entwertung der Geldmengensäule in

der Strategie nur nachvollziehen, was in der Praxis längst der Fall ist.

In einer EZB-Umfrage zu ihrer Leistung erhielt sie 6,5 von zehn möglichen Punkten. „Angesichts der mangelhaften Strategie ist ihre Leistung sogar mit gut zu bewerten,“ so ein Befragter. Hoffentlich passt sie ihre Strategie ihrer letztlich klaren Zinspolitik an. J. HÄGELE