

FRANZ R. HAHN
PETER MOOSLECHNER

ZUR FUNDIERUNG DES DESIGNS DES EUROPÄISCHEN ZENTRAL- BANKSYSTEMS

Zwei Trends bestimmen die Politik bzw. die Statuten moderner Zentralbanken: die Orientierung der Geld- und Währungspolitik an dem ausschließlichen Ziel der Geldwertstabilität und die statutarisch abgesicherte Unabhängigkeit der Zentralbanken in ihrer Funktion als wirtschaftspolitische Institutionen. Diese beiden Leitmotive sind auch die Grundpfeiler der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) und der Europäischen Zentralbank (EZB).

Seit der Entscheidung über den Kreis der Teilnehmer an der Europäischen Währungsunion von Anfang Mai 1998, der Gründung der Europäischen Zentralbank (EZB) Anfang Juni 1998 sowie der Diskussion um die Besetzung des Präsidenten und des Direktoriums der EZB findet die Frage der institutionellen Ausgestaltung der künftigen europäischen Geldpolitik anhaltendes Interesse in einer breiten Öffentlichkeit. Dabei stehen personalpolitische Akzente, verknüpft mit gewissen Nationalismen, im Mittelpunkt.

BESTIMMENDE TRENDS MODERNER GELDPOLITIK: PREISSTABILITÄT UND UNABHÄNGIGKEIT

Kern der Diskussion sind aber Gesichtspunkte des konkreten institutionellen Designs der EZB bzw. des ESZB. Als Referenzmodell für das Design der EZB bzw. des ESZB diente vor allem das Statut der Deutschen Bundesbank. Das Bundesbank-Gesetz gilt als Prototyp einer stabilitätsgerechten Notenbankverfassung. Es zeichnet sich durch eine Verpflichtung der Geldpolitik zum Erhalt der Geldwertstabilität aus und schließt durch eine weitgehende politische und ökonomische Unabhängigkeit die unmittelbare Beeinflussung durch Politik und Interessenverbände aus. Beide Elemente wurden in das Statut von EZB bzw. ESZB übernommen, ebenso die – von vielen Kritikern als zu gering empfundene – allgemeine statutarische Verpflichtung zu öffentlicher Rechenschaft (accountability) und Transparenz. Die langjährig erfolgreiche Geldpolitik der Bundesbank im Sinne der Sicherung eines hohen Binnen- und Außenwertes der DM wird unmittelbar mit der expliziten Verankerung dieser Prinzipien im Bundesbankstatut, insbeson-

Peter Mooslechner ist Mitarbeiter der Oesterreichischen Nationalbank; der Beitrag gibt ausschließlich die persönliche Meinung des Autors wieder. Die Autoren danken Georg Winckler (Universität Wien) für wertvolle Anregungen und Hinweise. Aufbereitung und Analyse der Daten erfolgten mit Unterstützung von Christa Magerl.

Aufbau des ESZB und Aufgabenzuordnung zwischen den Institutionen

Die institutionelle Struktur der europäischen Geldpolitik wird ab Jahresbeginn 1999 vom Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) und der Europäischen Zentralbank (EZB) getragen, wobei sich das ESZB aus der EZB und den nationalen Zentralbanken (NZB) der Mitgliedstaaten zusammensetzt. Das ESZB ist nicht mit eigener Rechtspersönlichkeit ausgestattet. Es artikuliert sich vielmehr durch die Beschlußorgane der EZB. Das ESZB wird vom EZB-Rat und dem Direktorium der EZB geleitet.

Der EZB-Rat¹⁾ setzt sich aus den Mitgliedern des Direktoriums der EZB (Präsident, Vizepräsident und vier weitere Mitglieder) und den Präsidenten der NZB (derzeit 11) zusammen²⁾.

Die konkrete Aufgabenzuordnung zwischen diesen Elementen des Systems ist bereits im Vertrag über die Europäische Union grundsätzlich geregelt³⁾: Sowohl hinsichtlich der Zielformulierung als auch bezüglich der grundlegenden Aufgaben wird ausschließlich das ESZB – und nicht die EZB – angesprochen. Zu den primären Aufgaben des ESZB (Art. 105 Abs. 2) gehören insbesondere „die Geldpolitik der Gemeinschaft festzulegen und auszuführen“ sowie „die offiziellen Währungsreserven der Mitgliedstaaten zu halten und zu verwalten“. Diese Zuordnung wird in der Satzung des ESZB und der EZB (Art. 3 des „Statuts“) wiederholt. Dagegen sind die „beratenden Funktionen“ zunächst direkt der EZB zugeordnet, allerdings wird später ausgeführt, daß auch diese der EZB-Rat wahrnimmt.

Stark vereinfacht zeigt sich die EZB damit als operative Zentrale des ESZB, das die ihm übertragenen Aufgaben entweder selbst oder durch die nationalen Zentralbanken erfüllt. Der EZB-Rat legt dazu die Leitlinien fest und trifft die Entscheidungen, nach denen die dem ESZB übertragenen Aufgaben durchzuführen sind. Das betrifft insbesondere die Festlegung der Geldpolitik, einschließlich der Entscheidungen über die geldpolitische Strategie, geldpolitische Indikatoren und geldpolitische Maßnahmen. Das Direktorium führt die Geldpolitik dann entsprechend diesen Entscheidungen und Richtlinien aus.

Das Direktorium führt die laufenden Geschäfte der EZB auf Grundlage der Geschäftsordnung und internen Organisation der EZB, die ebenfalls der EZB-Rat beschließt. Der EZB-Präsident hat gleichermaßen im Direktorium wie im EZB-Rat den Vorsitz inne. Die Vorbereitung der Sitzungen des EZB-Rates erfolgt durch das Direktorium. Schließlich kann der EZB-Rat durch Beschluß bestimmte Befugnisse im Rahmen der Geldpolitik übertragen; diese Bestimmung findet sich im Zusammenhang mit der Durchführung der Geldpolitik (Art. 12).

Die Durchführung der Aufgaben des ESZB hat nach den Weisungen und Leitlinien der EZB zu erfolgen. Die EZB nimmt dafür auch die nationalen Notenbanken in Anspruch. Daneben können die nationalen Notenbanken jedoch andere – nicht ausdrücklich geregelte – Aufgaben in eigener Verantwortung wahrnehmen, soweit diese mit den Zielen und Aufgaben des ESZB vereinbar sind. Die nationalen Notenbanken sind jedenfalls integraler Bestandteil des ESZB und vor allem auch alleinige Zeichner und Inhaber des Kapitals der EZB, damit also ihre Eigentümer. Dieses Eigentum ist unveränderlich, weil die Kapitalanteile weder übertragen noch gepfändet werden dürfen.

Ob die Struktur der Geldpolitik in der Währungsunion unter diesen Rahmenbedingungen als „zu stark dezentralisiert“ bezeichnet werden kann, ist derzeit wohl eher Spekulation. Für die in der Diskussion dazu angesprochenen Probleme⁴⁾ erscheint typisch, daß sie sich auf – künftige – Verhaltensweisen von Entscheidungsträgern und -gremien beziehen, über deren tatsächliches Verhalten heute noch kaum etwas bekannt ist. Aus der Fülle der im Vorbereitungsprozeß der Währungsunion bisher getroffenen Entscheidungen ergeben sich jedenfalls kaum Hinweise auf eine besondere Bedeutung von „Nationalismen“. Ebenso erscheinen Verweise auf die historische Entwicklung des Federal Reserve System wenig überzeugend, weil diese unter ganz anderen Voraussetzungen – vor allem innerhalb eines einzigen Staates – erfolgte.

¹⁾ Im Erweiterten EZB-Rat sind auch die Präsidenten der nicht am ESZB teilnehmenden EU-Notenbanken vertreten. In diesem hat allerdings nicht das gesamte EZB-Direktorium, sondern nur Präsident und Vizepräsident Stimmrecht. Da ihm keine geldpolitische Bedeutung zukommt, wird auf seine Rolle im weiteren nicht speziell eingegangen. – ²⁾ Die Präsidenten der NZB haben diese Funktion ausschließlich ad personam, unabhängig und in keiner Hinsicht als Vertreter ihrer Notenbanken oder ihres Landes wahrzunehmen. – ³⁾ Zu den Details der folgenden Ausführungen siehe insbesondere die Art. 105 bis 109b des Vertrags über die Europäische Union sowie das zugehörige Protokoll 3 über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank. – ⁴⁾ Besonders stark formuliert etwa bei *Begg et al.* (1998).

dere der Verpflichtung zur Stabilität und zur Unabhängigkeit in Verbindung gebracht.

In der wirtschaftspolitischen Literatur, die sich mit diesen Fragen bereits länger beschäftigt, wird weitreichende Kritik an den institutionellen Voraussetzungen der Geld-

politik in der Währungsunion geübt (vgl. dazu z. B. jüngst *Begg et al.*, 1998).

Über die grundsätzliche Struktur und die geplante Funktionsweise dieser neuen Institutionen scheint teilweise noch erhebliche Unsicherheit zu herrschen. Eine Darstel-

lung der wichtigsten institutionellen Rahmenbedingungen kann einerseits die Diskussion präzisieren und andererseits die dabei auftretenden Fragen direkt mit den entsprechenden theoretischen Ansätzen verbinden.

ZUR FUNDIERUNG VON PREISSTABILITÄT UND NOTENBANKUNABHÄNGIGKEIT

Sicherstellung von Preisstabilität zählt seit jeher zu den zentralen geldpolitischen Aufgaben einer Zentralbank. In einigen Zentralbankverfassungen wird bzw. wurde bis vor kurzem u. a. auch dem Beschäftigungsziel explizit gleiche geldpolitische Bedeutung beigemessen. Die Zentralbank der USA, die Federal Reserve Bank (Fed), hat neben Preisstabilität auch die „Sicherung eines hohen Beschäftigungsniveaus“ (maximum employment) als gleichrangiges Ziel zum statutarischen Auftrag (darüber hinaus hat sie auch für niedrige langfristige Zinssätze zu sorgen; dieser Auftrag erscheint bei Erfüllung der beiden erstgenannten Ziele als redundant). In den meisten modernen Notenbankverfassungen ist das gesetzlich verankerte Hauptziel der Geldpolitik jedoch die Sicherstellung der Preisstabilität. Andere wirtschaftspolitische Ziele, wie z. B. hohes Beschäftigungsniveau, Wechselkursstabilität usw. sind in den Statuten – wenn überhaupt erwähnt – diesem Primärziel nachgeordnet (wie etwa in der Satzung von EZB bzw. EZB).

Der Vorrang von Preisstabilität als zentrales Ziel der Geldpolitik insbesondere in den Zentralbankverfassungen jüngerer Provenienz wird häufig mit zwei Thesen in Zusammenhang gebracht (siehe u. a. *Mishkin*, 1997):

- Preisstabilität erhöht nicht nur das gesamtwirtschaftliche Outputniveau, sondern auch das langfristige Wachstum.
- Aktivistische Geldpolitik zugunsten kurzfristiger positiver Beschäftigungseffekte (Senkung der Arbeitslosigkeit) ist gesamtwirtschaftlich ineffizient und daher unerwünscht. Sie erhöht die Inflation, aber nicht die Beschäftigung (keine Senkung der Arbeitslosigkeit).

Beide Thesen zählen traditionell zu den am heftigsten umstrittenen „Dogmen“ in der Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik. Die theoretische und empirische Evidenz, so zumindest die Behauptung vieler angloamerikanischer Ökonomen, habe sich in den letzten Jahrzehnten zugunsten dieser von vielen als neoliberal bezeichneten Positionen verdichtet. Konsens besteht im wesentlichen darüber, daß exogene geldpolitische Interventionen (Schocks) lediglich kurzfristige reale Effekte generieren, die sich nach und nach wieder verlieren (transitorische bzw. „Hump-shaped“-Wirkung). Über den empirischen Befund bezüglich der realwirtschaftlichen Wirkungen von endogenen Reaktionen der Geldpolitik (systematic feedback responses, siehe dazu u. a. *Walsh*, 1998) besteht deutlich weniger Übereinstimmung.

PREISSTABILITÄT FÖRDERT WIRTSCHAFTSWACHSTUM?

Die Rechtfertigung der ersten These erfolgt vorwiegend durch Verweise auf empirische Evidenz bzw. einen (vermeintlichen) substantiellen gesamtwirtschaftlichen Nutzensgewinn in Form von höherer Effizienz und Wachstumseffekten durch Preisstabilität. Die klassische theoretische Gegenposition zu dieser These geht auf *Tobin* (1965) zurück. Der „Mundell-Tobin-Effekt“ basiert auf der Überlegung, daß Inflation (Anstieg der Inflationsrate) eine Substitution von Geldvermögen gegen Realkapital bedingt und damit das langfristige Wachstum positiv beeinflusst (zur theoretischen Fragwürdigkeit des Tobin-Effektes siehe vor allem *Sidrauski*, 1967). Einen interessanten Überblick über neuere theoretische und empirische Ansätze zur Gegenposition – theoretische und empirische Evidenz für langfristige realwirtschaftliche Effekte von aktivistischer Geldpolitik – gibt *Espinosa-Vega* (1998); dieser Literaturüberblick nimmt vor allem auf die geldpolitischen Implikationen der neueren endogenen Wachstumstheorien Bezug und prüft deren Tauglichkeit für eine neue theoretische Fundierung von langfristiger Nicht-Neutralität des Geldes (siehe dazu u. a. die Neuauflage der Diskussion über die Wechselwirkung von Konjunktur und Wachstum in *Aghion – Howitt*, 1998, Kapitel 8).

Inflation (Hyperinflation) erzeugt, so eines der Standardargumente zugunsten eines positiven Zusammenhangs von Preisstabilität und gesamtwirtschaftlichem Outputniveau, höhere Informationskosten (shoe leather costs), verringert die Effizienz durch Unsicherheiten über relative Preise und bedingt höhere Risikoprämien. Eine hohe Inflationsrate wird in der Regel auch mit höherer Variabilität der Inflationsrate in Verbindung gebracht (erhöhte Unsicherheit).

Neben Niveaueffekten ergeben ökonometrische Studien (Quer- und/oder Längsschnittanalysen) gewisse empirische Evidenz zugunsten eines positiven Zusammenhangs zwischen Preisstabilität (niedriger Inflationsrate) und langfristigem Outputwachstum (*Fischer*, 1993). Eine Inflationsbeschleunigung erzeugt vor allem höhere gesamtwirtschaftliche Kosten durch steuersystembedingte Verzerrungen. Die meisten Steuern beruhen auf dem Nominalwert- und nicht auf dem Realwertprinzip, und dies kann vor allem einen Anstieg der Kapitalkosten und damit ein gesamtwirtschaftlich ineffizientes Investitionsverhalten bewirken. *Feldstein* (1997) schätzt z. B. für die USA die gesamtwirtschaftlichen Kosten einer Inflationsrate von 2% über Benchmark (Null-Inflation) bei gegebenem Steuersystem auf jährlich 1% des BIP.

Mishkin (1997) ortet Konsens in der empirischen Literatur darüber, daß im Durchschnitt eine um 1 Prozentpunkt höhere Inflationsrate das langfristige Wachstum um bis zu 0,5 Prozentpunkte dämpfen kann. Insgesamt

scheinen jedoch die empirischen Studien zu bestätigen, daß die Wachstumseffekte erst bei substantiellen Stabilisierungsleistungen (Senkung der durchschnittlichen Inflationsrate um bis zu 10 Prozentpunkte) auch kurzfristig bedeutsam sind. *Motley* (1998) erhält empirische Evidenz auf der Grundlage einer Querschnittanalyse für Industrie- und Entwicklungsländer, daß der gesamtwirtschaftliche Nutzen durch Wachstumszugewinne – wenn auch nur im Zehntelpunktbereich – die Kosten einer Preisstabilitätspolitik längerfristig deutlich übersteigt. Selbst eine Reduktion der langfristigen Wachstumsrate um jährlich nur 0,2 bis 0,3 Prozentpunkte aufgrund einer höheren durchschnittlichen Inflationsrate (+10 Prozentpunkte) würde das reale BIP innerhalb von 30 Jahren gegenüber dem Ausgangsniveau um 4% bis 7% dämpfen (*Barro*, 1996). Trotzdem muß darauf verwiesen werden, daß die Evidenz zugunsten eines negativen Zusammenhangs zwischen Inflation und langfristigen Wachstum umstritten und keineswegs eindeutig ist (siehe dazu u. a. *Bruno – Easterly*, 1996).

AKTIVISTISCHE GELDPOLITIK – GESAMTWIRTSCHAFTLICH INEFFIZIENT?

Die moderne Debatte über die Bedeutung der Geldpolitik zur real- bzw. gesamtwirtschaftlichen Steuerung reicht bis zur bereits legendären „Monetarismus-Kontroverse“ („rule versus discretion“) in den sechziger und frühen siebziger Jahren zurück. Lange und variable Wirkungslags machen, so das zentrale Argument der Monetaristen bzw. „Rule-Befürworter“, die (kurzfristige) „Feinsteuerung“ realwirtschaftlicher Größen wie Output und Beschäftigung durch die Geldpolitik unmöglich (die langfristige Neutralität des Geldes stand für Monetaristen ohnehin außer Zweifel). Ein aktivistischer Ansatz sei sogar kontraproduktiv und wohlfahrtsökonomisch unterlegen, da die langen Wirkungslags die selbstkorrigierenden Marktmechanismen irritieren und dadurch „aktivistische Geldpolitik“ häufig pro- und nicht kontrazyklisch wirke. Darüber hinaus sei Geldpolitik anfällig für wohlfahrtsminimierenden Mißbrauch durch kurzsichtige, nur ihren Eigeninteressen verpflichtete Politiker.

Der systematische Einbau des Konzeptes rationaler Erwartungen in den methodisch-analytischen Rahmen der modernen Makroökonomie (d. h. dynamischer – und stochastischer – allgemeiner Gleichgewichtsansatz mit rational vorausschauenden, intertemporal gewinn- bzw. nutzenoptimierenden Akteuren) seit Anfang der siebziger Jahre lieferte zusätzliche (theoretische) Argumente zugunsten der Ineffektivität einer aktivistischen Geldpolitik. Die berühmte „Lucas-Kritik“ (traditionelle Makromodelle berücksichtigen nicht oder nur unvollkommen, daß politische Interventionen Erwartungsbildung und künftiges Verhalten von Wirtschaftssubjekten verändern können) erodierte den Ruf der makroökonomischen Steuerungslehre traditionell-keynesianischer Prägung weiter. Key-

nesianische Makromodelle verloren zunehmend den Nimbus von leistungsfähigen gesamtwirtschaftlichen Steuerungs- und Regelungssystemen, mit deren Hilfe aktivistische Stabilitätspolitik (Geld- und Fiskalpolitik) effizient betrieben werden könne. Die wirtschaftspolitische Antwort der Monetaristen auf „Ignoranz“ bzw. „mangelndes Wissen per se“ (Lucas-Kritik, untaugliche Makromodelle) waren expliziter Verzicht auf eine diskretionäre Stabilitätspolitik und die Empfehlung einer regelgebundenen Geldpolitik (Geldmengenregel).

Damit in engem Zusammenhang stand die theoretische „Zertrümmerung“ der Phillips-Kurve als taugliches wirtschaftspolitisches Instrument zur Bestimmung von Inflation und Output (Arbeitslosigkeit): Unter der Annahme rationaler Erwartungen erweist sich die traditionelle Phillips-Kurvenanalyse als wenig brauchbar für die theoretische Begründung eines zumindest langfristigen Trade-off zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit. Die zunehmende empirische Instabilität bzw. Verdünnung des Phillips-Kurvenzusammenhangs in den siebziger Jahren machte die Glaubwürdigkeit des stärksten Arguments der Keynesianer für eine aktivistische bzw. diskretionäre Geldpolitik zunichte.

Mangelnde Glaubwürdigkeit der Geldpolitik in bezug auf die Umsetzung einer Politik der niedrigen Inflation kann Ursache hoher Inflationsraten sein.

GLAUBWÜRDIGKEITSDEFIZIT AKTIVISTISCHER GELDPOLITIK

Der um das Konzept der rationalen Erwartungen erweiterte Phillips-Kurvenansatz bildete u. a. den Ausgangspunkt für die jüngste Facette des Disputs um „rule versus discretion“. Die zentralen Überlegungen gehen dabei auf *Kydland – Prescott* (1977) zurück und wurden von einer Reihe von Autoren, darunter vor allem von *Barro – Gordon* (1983A, 1983B), *Rogoff* (1985), *Barro* (1986) und *Walsh* (1995) weitergeführt und verfeinert. Im Zentrum dieser neuen Debatte steht die Gefahr suboptimaler Ergebnisse (Stagflation) einer aktivistischen Geldpolitik in Form höherer Inflation und unveränderter Beschäftigung (Arbeitslosigkeit), selbst unter idealen Voraussetzungen für eine diskretionäre Geldpolitik (z. B. Wirkungslag von Null, optimale Steuerung, vollständige Information, identische Zielfunktion von Notenbank und Privaten usw.; die genauen Modellannahmen entnehme man einem modernen Lehrbuch über Geldpolitik, z. B. *Walsh*, 1998¹⁾).

¹⁾ Die Standardspezifikation der Präferenzen von Währungsbehörde und privatem Sektor erfolgt in dieser Literatur häufig in Form einer quadratischen Verlustfunktion, die von Output- und Inflationsschwan-

Die Ankündigung der Notenbank, geldpolitische Maßnahmen zu ergreifen, die eine bestimmte Inflationsrate für die Zukunft garantieren (z. B. Null-Inflation), ist für Wirtschaftssubjekte mit rationalen Erwartungen (und vollständiger Information) selbst dann nicht glaubwürdig, so das zentrale Argument dieses neuen Denkansatzes, wenn die Notenbank alle nötigen Mittel zur Durchsetzung dieses Zieles auch tatsächlich zur Verfügung hätte. Die angekündigte Politik der Notenbank sei einfach „zeitinkonsistent“, denn Wirtschaftssubjekte mit rationalen Erwartungen wissen, daß die Notenbank ein originäres Interesse hat, ihre Ankündigung nicht wahr zu machen, sondern durch expansive Geldpolitik (und Überraschungsinflation) das gesamtwirtschaftliche Beschäftigungsniveau und damit das gesamtwirtschaftliche Wohlfahrtsniveau anzuheben. Es besteht somit ein für die Wirtschaftssubjekte erkennbarer Anreiz für die Notenbank, durch Täuschung ein höheres Wohlfahrtsniveau anzustreben; d. h. die optimale Entscheidung, die in einer bestimmten Periode für künftige Perioden getroffen wurde, ist nicht mehr optimal zum Zeitpunkt des Beginns der künftigen Perioden (eben zeitinkonsistent). Rational vorausschauende Wirtschaftssubjekte berücksichtigen diese taktischen Überlegungen der Notenbank und antizipieren die Täuschung in ihren Preiserwartungen bzw. Lohnabschlüssen. Das Ergebnis (spieltheoretisch: Nash-Gleichgewicht in einem nicht kooperativen „One-shot“-Spiel) ist, wie oben angedeutet, nicht der von der Notenbank angestrebte gesamtwirtschaftliche Nutzen Gewinn in Form höherer Inflation und niedrigerer Arbeitslosigkeit (Bewegung entlang der kurzfristigen Phillips-Kurve bei gegebener wohldefinierter sozialer Wohlfahrtsfunktion), sondern höhere gesamtwirtschaftliche Kosten in Form von höherer Inflation und gleichbleibender Arbeitslosigkeit (Bewegung entlang der vertikalen langfristigen Phillips-Kurve nach oben).

Die „Zeitinkonsistenzproblematik“ ist nicht auf die Geldpolitik beschränkt, sondern gilt für strategische Entscheidungssituationen in vielen Bereichen des Wirtschafts- und Alltagslebens. Zeitinkonsistenz wird im Wirtschaftsleben vor allem dann zum Problem, wenn aufgrund von Erwartungen über künftiges Verhalten von rationalen vorausschauenden Wirtschaftssubjekten einzelwirtschaftlich optimale strategische Entscheidungen getroffen wer-

kungen abhängig ist und deren Erwartungswert minimiert wird. Sie hat vereinfacht folgende mathematische Form:

$$V = (y - y_n - k) + \pi^2,$$

y ... Output (logarithmiert), y_n ... Potential Output (logarithmiert), π ... Inflationsrate, k ... positive Konstante. Die Währungsbehörde versucht, den gesamtwirtschaftlichen Output und die Inflationsrate zu stabilisieren. Die Inflationsrate wird um einen Zielwert von Null und der gesamtwirtschaftliche Output um $y_n + k$, also um einen Zielwert größer als der Potential Output, stabilisiert. Eine der Begründungen für $k > 0$ ist, daß der Potential Output aufgrund von Marktunvollkommenheiten (z. B. monopolistische Konkurrenz) zu niedrig ist. Die Annahme $k > 0$ ist einer der zentralen Ansatzpunkte der Kritik an der Hypothese dynamischer Zeitinkonsistenz.

den, die ihrerseits suboptimale gesamtwirtschaftliche Lösungen bedingen (Vorliegen von spieltheoretischen Strukturen mit Gefangenendilemma-Problematik).

Kydland – Prescott (1977) leiten nun aus dieser „Zeitinkonsistenz“ bzw. dem „konstitutiven Glaubwürdigkeitsdefizit“ der Zentralbank die Rechtfertigung für eine Regelbindung der Geldpolitik ab. Sie zeigen, daß eine glaubwürdige (im konkreten Modellzusammenhang fixe) Regelbindung einer diskretionären Geldpolitik wohlfahrtsökonomisch überlegen ist.

Die Regelbindung der Geldpolitik ist jedoch nicht die einzige Antwort auf das „konstitutive Glaubwürdigkeitsproblem“ von Notenbanken. Die reichhaltige FolgeLiteratur, die *Kydland – Prescott* (1977) auslösten, erbrachte eine Vielfalt von Lösungsansätzen, die sich insbesondere unter dem Gesichtspunkt einer mehrjährigen bzw. langfristigen Betrachtungsweise und der Berücksichtigung von Schocks den (simplen) Regelbindungen oft als überlegen erweisen (siehe Kasten „Theoretische Lösungen des Glaubwürdigkeitsproblems“).

Die Lösungsansätze des Glaubwürdigkeitsproblems – „Reputation“, „Delegation“, „Incentive-Kontrakt“ und „Transparenz“ – sind vor allem deshalb (starren) Regelmechanismen überlegen, weil sie den Währungsbehörden ermöglichen, auf Schocks in angemessener Form reagieren zu können. Sie betonen darüber hinaus die Unabhängigkeit der Notenbank von der allgemeinen Wirtschaftspolitik als wesentlichen Bestandteil eines tragfähigen institutionellen Arrangements, insbesondere angesichts der Langfristigkeit geldpolitischer Entscheidungen.

Alle vier „paradigmatischen“ Ansätze zur Lösung des dynamischen Zeitinkonsistenzproblems und vor allem die Voraussetzungen für Zeitinkonsistenz per se (Vorwurf der „modelltheoretischen Orchestrierung“ von Zeitinkonsistenz z. B. durch Wahl einer sehr spezifischen gesamtwirtschaftlichen „Verlustfunktion“) lösten ihrerseits eine umfangreiche kritische Literatur aus, auf die hier nicht näher eingegangen werden kann. Zusammenfassende Darstellungen der wesentlichsten Einwände finden sich in einschlägigen Lehrbüchern (z. B. *Walsh*, 1998, bzw. *McCallum*, 1995, – dieser kritisiert besonders den Rogoff- und Walsh-Approach – und *Eiffinger – De Haan*, 1996). Empirische Untersuchungen ergaben bisher ebenfalls keine Anhaltspunkte dafür, daß dynamische Zeitinkonsistenz eine relevante Ursache von im Durchschnitt relativ hoher Inflation wäre. In den skizzierten Zeitinkonsistenzmodellen wirkt Geldpolitik ausschließlich über Inflationseffekte (genauer Überraschungsinflation) vorübergehend auf den realen Output. Empirische Untersuchungen ergaben jedoch überwiegend Evidenz für die umgekehrte Abfolge: Zuerst reagiert der reale Output auf geldpolitische Interventionen und dann erst die Inflationsrate. *Romer* (1996) weist u. a. darauf hin, daß vor allem die empirische Bedeutung des „for-

Theoretische Lösungen des Glaubwürdigkeitsproblems

Lösungen des Glaubwürdigkeitsproblems, die in der Literatur besonders propagiert werden, sind „Reputation“, „Delegation“, „Principal-agent-Kontrakt“ und „Transparenz“.

Reputation

Eine Notenbank kann durch expliziten Verzicht auf inflationäre Politik bei den privaten Wirtschaftssubjekten die Reputation einer „stabilitätsorientierten“ Notenbank erwerben. Dies wird nur gelingen, wenn die Notenbank auf einen entsprechenden „track record“ verweisen kann und es gesamtwirtschaftlich relativ teuer ist, von einem einmal eingeschlagenen Stabilitätskurs abzuweichen (die gesamtwirtschaftlichen Kosten reichen bis weit in die Zukunft, d. h. der Wiedergewinn von Reputation ist teuer). Stabilitätsreputation kann somit bei entsprechender Berücksichtigung der Zeitdimension (mehrjährig bzw. langfristig) das „konstitutive Glaubwürdigkeitsdefizit“ von Zentralbanken und die dadurch verursachten gesamtwirtschaftlichen Kosten minimieren (eine – wenn auch nicht ganz überzeugende – Reputationslösung liefert etwa Barro, 1986).

Delegation

Im Zentrum des Lösungsansatzes mit dem größten praktischen Bezug steht die Delegation der Geldpolitik an einen „konservativen Zentralbanker“ (Rogoff, 1985). Der konservative Zentralbanker zeichnet sich dadurch aus, daß er der Preisstabilität einen höheren Stellenwert (höheres Gewicht in seiner Zielfunktion) beimißt als die privaten Wirtschaftssubjekte. Der konservative Zentralbanker hat somit eine von den privaten Wirtschaftssubjekten abweichende, d. h. inflationsaversere Zielfunktion. Dieser Bias neutralisiert das konstitutive Glaubwürdigkeitsdefizit der Geldpolitik, die (Preis-) Stabilitätspolitik des konservativen Zentralbankers ist somit in den Augen der Privaten glaubwürdig. „Inflationary bias“ und Varianz der Inflation sind geringer. Dies ergibt sich allerdings nicht als „free lunch“, sondern wird durch geringere Bemühungen des konservativen Zentralbankers um Outputstabilität als von der Gesellschaft gewünscht, d. h. in Form höherer Outputschwankungen, erkaufft.

Der Lösungsansatz von Rogoff (1985) liefert auch eine elegante und einfache Rechtfertigung für die Unabhängigkeit (im wesentlichen Instrumentenunabhängigkeit) von Notenbanken: Die Notwendigkeit der Unabhängigkeit des konservativen Zentralbankers ergibt sich aus der Unterschiedlichkeit der Zielfunktionen des privaten Sektors (der Gesellschaft) und des Zentralbankers. Die Gesellschaft hat einen Anreiz, den konservativen Zentralbanker abzuberauben, wenn die gesamtwirtschaftlichen Kosten unzureichender Outputstabilitätsbemühungen (Arbeitslosigkeit schwankt zu stark) aus ihrer Sicht unzumutbar geworden sind¹⁾. Einer der (theoretischen) Nachteile des Rogoff-Modells liegt darin, daß der konservative Zentralbanker gegenüber der Gesellschaft nicht zur Rechenschaft verpflichtet ist; institutionelle Vorkehrungen für eine Performance-Bewertung des Noten-

bankers (accountability) durch die Gesellschaft sind nicht erforderlich.

Principal-agent-Kontrakt

Die möglichen gesamtwirtschaftlichen Kosten, die im Modell „konservativen Zentralbankers“ entstehen, werden durch den Principal-agent-Kontrakt nach Walsh (1995) bzw. Persson – Tabellini (1993) vermieden. Der Neigung der Notenbanker zu aktivistischer Geldpolitik (Überraschungsinflation) gemäß Kydland-Prescott-Analyse wirkt ein entsprechender Kontrakt entgegen, der die individuelle Entlohnung des Zentralbankers von der Verwirklichung der von den Privaten vorgegebenen Inflationsrate abhängig macht und die Incentives so setzt, daß der Agent (Notenbank) im Interesse des Principal (Gesellschaft) agiert. Der Anreiz zur Umsetzung einer Geldpolitik im Sinn des von der Gesellschaft definierten Inflationsziels ist (im Walsh-Modell) dann optimal, wenn das Gehalt des Notenbankers proportional zur Abweichung vom angestrebten bzw. angekündigten Inflationsziel gekürzt wird. Das Kontrakt-Modell nach Walsh (1995) stilisiert die Rechtfertigung von Unabhängigkeit (Instrumentenunabhängigkeit) und Verpflichtung zur öffentlichen Rechenschaft (accountability) als geeignetes institutionelles Arrangement für die Lösung des „konstitutiven Glaubwürdigkeitsproblems“ von Notenbankern. Aus Sicht der Gesellschaft ist die „Kontrakt“-Lösung dem Modell des „konservativen Zentralbankers“ vor allem deshalb überlegen, weil der kontraktgesteuerte Notenbanker auch seine Verpflichtung zur Sicherung der Outputstabilität im von der Gesellschaft erwünschten Ausmaß erfüllt. In der Praxis scheitert der Kontraktansatz allerdings am Fehlen von operationalisierbaren Sanktionsmechanismen. Das einzige Land, dessen Notenbankstatut Walsh-ähnliche Sanktionsmechanismen vorsieht, ist Neuseeland.

Der Kontrakt-Ansatz bildet u. a. die Grundlage für eine theoretische Fundierung des „inflation targeting“²⁾. Svensson (1995) zeigt, daß Kontrakt-Ansatz und „inflation targeting“ unter bestimmten Modellbedingungen äquivalent sind und damit der unattraktive Sanktionsmechanismus von Walsh (1995) zur Bestrafung von Non-performance nicht konstitutiv ist.

Transparenz

Der Ansatz der „Transparenz“ zur Lösung des Glaubwürdigkeitsproblems stößt sowohl in der Wissenschaft als auch in der Praxis auf zunehmendes Interesse. Auf diese Lösungsvariante und deren Bedeutung für das ESZB wird im Text ausführlich Bezug genommen. Das zentrale Argument ist hier, daß die Bekanntgabe eines geldpolitischen Konzeptes (z. B. geldpolitische Strategie, Inflationsziel) der Öffentlichkeit ermöglicht, rascher auf Täuschung zu reagieren (z. B. raschere Anpassung von Nominallohnen). Der mögliche Vorteil, den eine Notenbank aus einer Überraschungsinflation ziehen kann, verringert sich dadurch. Täuschung wird damit weniger attraktiv für die Zentralbank.

¹⁾ Eine elegante Lösung, allerdings auf Kosten der Unabhängigkeit des Zentralbankers, entwirft Lohmann (1992). Sie erlaubt unter besonderen Bedingungen einen Widerruf von Notenbankentscheidungen durch die Politik im Interesse der Gesellschaft. – ²⁾ Siehe dazu Brandner – Schuberth, in diesem Heft.

ward-looking approach“ in der Erwartungsbildung, eine zentrale Annahme der Zeitinkonsistenz-Modelle, bisher noch nicht überzeugend nachgewiesen werden konnte.

ESZB – GLAUBWÜRDIGKEIT DURCH NIEDRIGE ZEITPRÄFERENZRATE, UNABHÄNGIGKEIT UND TRANSPARENZ

Für die Gestaltung der Satzung von ESZB bzw. EZB und die starke Verankerung der Unabhängigkeit darin dürfte die moderne „Zeitinkonsistenz-Debatte“ zwar als intellektuelle Flankensicherung (insbesondere durch die Berücksichtigung der strategischen Interaktionen zwischen Zentralbank und privatem Sektor und deren Betonung als bedeutender Faktor moderner Geldpolitik) nützlich, letztlich aber nicht wirklich entscheidend gewesen sein.

Die Ingredienzen zur Statuierung der Unabhängigkeit von Zentralbanken sind nach *Cukierman* (1992) im wesentlichen Preisstabilität als gesellschaftliches Ziel, das nur wirksam mit den Mitteln der Geldpolitik realisiert werden kann, und ein – im Vergleich zur allgemeinen Wirtschaftspolitik – längerer Zeithorizont einer wirkungsvollen Geldpolitik. Erfolgreiche Geldpolitik erfordert daher eine deutlich niedrigere Zeitpräferenzrate als allgemeine Wirtschaftspolitik, da die erwünschten Stabilitätswirkungen von Geldpolitik auf Output und Inflation stark zeitverzögert einsetzen (bis zu 2 Jahre nach der geldpolitischen Intervention). Geldpolitiker sehen die Konsequenzen ihrer Entscheidungen somit erst nach geraumer Zeit. Vor allem aber enthält eine Disinflationpolitik (deutliche Senkung der Inflationsrate) alle Merkmale einer Investition (*Blinder*, 1998). Die gesamtwirtschaftlichen Kosten einer Disinflationspolitik fallen in der Frühphase an, sind in der Regel hoch und werden erst allmählich durch gesamtwirtschaftliche Erträge kompensiert (*Ball*, 1993, errechnete für die USA eine „sacrifice ratio“ für die Outputreduktion von 2,3 Prozentpunkten je Prozentpunkt Rückgang der Inflationsrate). Disinflation ohne Rezession bzw. substantielle gesamtwirtschaftliche Kosten sind daher nur auf Grundlage einer glaubwürdigen und von den Privaten antizipierten Geldpolitik vorstellbar. Eine der zentralen Voraussetzungen hierfür ist, wie erwähnt, eine sehr niedrige Zeitpräferenzrate der Geldpolitiker bzw. Geduld und Beharrlichkeit, die wirtschaftspolitische Entscheidungsträger (und auch die Öffentlichkeit) in modernen Demokratien mit ihren vergleichsweise kurzen Wahlzyklen in der Regel nicht aufbringen (können). Viele Regierungen – auch in der EU – lösen dieses Problem durch „Entpolitisierung“ der Geldpolitik und delegieren diese an „Technokraten“, die nicht demokratisch gewählt, sondern für ausreichend lange und überlappende Funktionsperioden (niedrige Zeitpräferenz) von demokratisch legitimierten Instanzen (Regierung, Parlament) ernannt werden. Sie werden

durch ökonomische und politische Unabhängigkeit gegen unmittelbare Beeinflussung durch Politiker mit wesentlich höherer Zeitpräferenzrate geschützt.

Unabhängigkeit umschließt in der Satzung von ESZB bzw. EZB im wesentlichen folgende Elemente: uneingeschränkte Entscheidungsfreiheit der Zentralbank in der Wahl der geldpolitischen Instrumente und Strategien zur Erreichung des Zieles „Preisstabilität“ und Irreversibilität dieser Entscheidungen durch die allgemeine Wirtschaftspolitik (z. B. Regierungen, Parlament, Kommission).

Ein zentrales Argument für die Statuierung der sehr weitgehenden Unabhängigkeit des ESZB bzw. der EZB dürfte auch der Gedanke der „Disziplinierung der dezentralen europäischen Fiskalpolitik“ durch eine starke, zentrale Währungsbehörde gewesen sein (*Sargent – Wallace*, 1981). Eine starke und unabhängige Währungsbehörde kann nicht oder nur sehr schwer gezwungen werden, Budgetdefizite der Mitgliedstaaten direkt durch Geldschöpfung zu finanzieren. Sie kann vor allem die Fiskalbehörden durch eine restriktive Geldpolitik „zwingen“, eine disziplinierte Budgetpolitik zu verfolgen bzw. unangemessene Budgetdefizite rasch zu verringern. Die Unabhängigkeit des ESZB mit striktem Preisstabilitätsauftrag als primärem geldpolitischem Ziel ist somit, gemeinsam mit dem „Stabilitäts- und Wachstumspakt“, das politisch-institutionelle Gegengewicht zum „Fiskalföderalismus“ der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion.

Bereits im Vertrag über die Europäische Union wird die Unabhängigkeit des ESZB als Institution, der NZB und aller Mitglieder der Beschlußorgane dieser Institutionen als Verbot der Einholung oder Entgegennahme von Weisungen postuliert. Gleichzeitig werden die Organe der Gemeinschaft und die nationalen Regierungen verpflichtet, diesen Grundsatz zu beachten und ihre innerstaatlichen Rechtsvorschriften entsprechend anzupassen.

Konkretisiert werden diese Anforderungen etwa in den Bestimmungen betreffend die Mitglieder des Direktoriums der EZB (z. B. Amtszeit von 8 Jahren ohne Wiederernennung) bzw. in den entsprechenden Bestimmungen für die nationalen Zentralbanken.

Im Rahmen der Konvergenzbeurteilung der Rechtssysteme in den betroffenen Mitgliedstaaten wurde den Aspekten der institutionellen, der persönlichen und der finanziellen Unabhängigkeit besondere Bedeutung beigemessen. Ausgehend von den bestehenden Notenbankgesetzen wurden in bezug auf die institutionelle Unabhängigkeit Einflußmöglichkeiten Dritter durch Weisungsrechte und ihr Einfluß auf Entscheidungen als un-

vereinbar erachtet. Für die Einschätzung der personellen Unabhängigkeit waren Kriterien wie eine Mindestamtszeit von 5 Jahren für Mitglieder von Beschlussorganen, die Aufgaben im Rahmen des ESZB wahrnehmen, sowie potentielle Interessenkollisionen durch sonstige Funktionen entscheidend. Die finanzielle Unabhängigkeit bezieht sich auf die Verfügbarkeit angemessener Mittel zur Erfüllung der Aufgaben im Rahmen des ESZB.

Ein ökonomisch zentraler Faktor ist schließlich die Unabhängigkeit in der Zielformulierung und der Instrumentenwahl. Vertrag wie Statut legen für das ESZB ein einziges primäres Ziel fest, die Gewährleistung der Preisstabilität. Nur soweit dies ohne Beeinträchtigung dieser primären Zielsetzung möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik der Gemeinschaft²⁾.

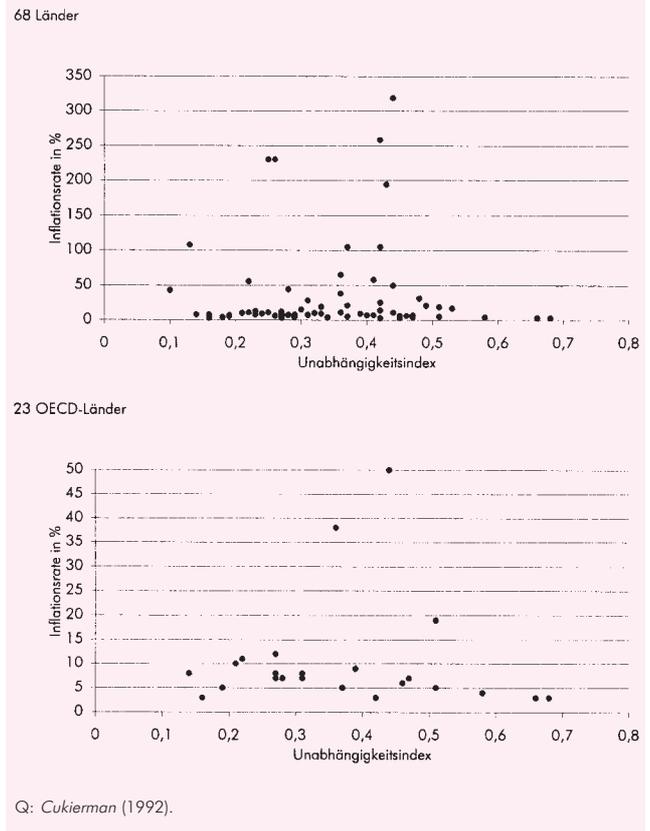
Sowohl in der Zielformulierung als auch in der Instrumentenwahl genießt das ESZB ein überaus hohes Maß an Freiheit. Außer dem Primat des Ziels der Preisstabilität unterliegt es keinen Einschränkungen. Der EZB-Rat definiert sowohl dieses Ziel als auch den Weg zu seiner Erreichung selbst. Ebenso hat der EZB-Rat im Bereich der geldpolitischen Instrumente freie Wahl; mit Zweidrittelmehrheit kann er jederzeit über die Anwendung nicht näher spezifizierter sonstiger Instrumente der Geldpolitik entscheiden (Art. 20), deren Anwendungsbereich freilich der Rat nach dem üblichen Verfahren festlegt. Ausdrücklich verboten ist die Finanzierung öffentlicher Stellen.

Zur Sicherstellung der umfassenden Unabhängigkeit des Gesamtsystems mußten die rechtlichen Rahmenbedingungen der NZB vor Errichtung des ESZB an diese Voraussetzungen angepaßt werden. Insbesondere müssen Ziele, Aufgaben, geldpolitisches Instrumentarium und Organisationsstruktur der NZB in Einklang mit den entsprechenden Regelungen für das ESZB in Vertrag und Statut stehen, wobei keine „Harmonisierung“, sondern lediglich „Vereinbarkeit“ gefordert ist. Vertrag und Statut haben in jedem Fall Vorrang gegenüber innerstaatlichen Rechtsvorschriften, allerdings können außerhalb des Bereichs der Aufgaben des ESZB nationale Traditionen fortbestehen.

In Summe verfügt das ESZB in der Erfüllung seiner Aufgaben damit über einen außerordentlich hohen Grad an Unabhängigkeit, der von der Selbstdefinition seiner Ziele über die Wahl der geldpolitischen Strategie und des Instrumentariums bis zur Unabhängigkeit aller Mitglieder der relevanten Beschlussorgane reicht. Wenn Unabhängigkeit ein wesentliches Merkmal erfolgreicher Geldpolitik ist, erscheinen die Voraussetzungen dafür im

²⁾ Diese sekundären Ziele beziehen sich auf die im Vertrag über die Europäische Union (Art. 2) formulierten Grundsätze, wie „... eine harmonische und ausgewogene Entwicklung des Wirtschaftslebens in der Gemeinschaft, ein beständiges, nichtinflationäres Wachstum, einen hohen Grad an Konvergenz der Wirtschaftsleistungen, ein hohes Beschäftigungsniveau, ein hohes Maß an sozialem Schutz“.

Abbildung 1: Zusammenhang zwischen Zentralbankunabhängigkeit und Inflation



ESZB umfassend gegeben. Freilich beziehen sich alle diese Bestimmungen auf die Aufgabenerfüllung im Rahmen des ESZB – im wesentlichen also auf die Geldpolitik. Ein wesentlicher Unterschied gegenüber den bisherigen nationalen Rahmenbedingungen besteht darüber hinaus darin, daß eine Veränderung dieser Voraussetzungen nur in einem rechtlich wie politisch äußerst schwierigen Prozeß zu erreichen wäre, nämlich über eine Änderung des Vertrags über die Europäische Union.

Ein weiterer ökonomisch wichtiger Gesichtspunkt zur Frage des institutionellen Designs der künftigen europäischen Geldpolitik ist der Bereich der „accountability“³⁾ der relevanten Institutionen gegenüber der Allgemeinheit. Im Kern ist mit dem Begriff „accountability“ die Übernahme der Verantwortung für die gesetzten Handlungen vor dem Hintergrund eines bestimmten Zieles gemeint. Ökonomisch ist hier der primäre Ansatzpunkt ein Principal-agent-Modell, in dem ein Prinzipal (z. B. das Parlament bzw. die Regierung) als Repräsentant des

³⁾ Eine einfache Übersetzung des Begriffs „accountability“ ins Deutsche ist wohl nicht möglich. Jedenfalls umfaßt er Elemente von „Rechenschaftspflicht“ gegenüber politischen Institutionen bzw. demokratisch gewählten Organen ebenso wie die „Selbstverpflichtung“ zur Darstellung der Grundlagen konkreter Geldpolitik gegenüber einer breiten Öffentlichkeit.

Empirische Studien zur Zentralbankunabhängigkeit: Illustration aktueller Ergebnisse

Entscheidend für die konkrete wirtschaftspolitische Bedeutung des institutionellen Designs der künftigen europäischen Geldpolitik ist die Frage, ob und wieweit institutionelle Faktoren Einfluß auf gesamtwirtschaftliche Ergebnisse, speziell auf die Inflationsrate haben. Ausgehend von Rogoffs „conservative central banker“ (Rogoff, 1985) und weiter ausgearbeitet etwa von Cukierman (1992) legt ein erheblicher Teil der theoretischen Literatur nahe, daß zwischen dem Grad der Unabhängigkeit einer Notenbank und der Höhe der Inflationsrate in einem Land eine inverse Beziehung besteht. Wieweit diese Hypothese als empirisch abgesichert angesehen werden kann, wurde inzwischen vielfach untersucht.

Eijffinger – De Haan (1996) etwa geben einen Überblick über einen Großteil der traditionellen empirischen Literatur, die überwiegend den negativen Zusammenhang zwischen Zentralbankunabhängigkeit und Inflation stützt. Erst in jüngerer Zeit ergaben sich in einer Reihe von Arbeiten Zweifel, ob dieser Zusammenhang tatsächlich robust und aussagekräftig wäre. So betont Cargill (1995), daß die Ergebnisse stark von der Länderauswahl und dem betrachteten Zeitraum abhängen (Abbildung 1). Jenkins (1996) zeigt u. a., daß der Grad der Unabhängigkeit bei Einbeziehung eines Korporatismus-Index in die Schätzung insignifikant wird.

Darüber hinaus thematisiert die neuere empirische Literatur explizit Probleme der richtigen Einschätzung des empirischen Zusammenhangs zwischen Unabhängigkeit und Inflation:

- De Haan – Kooi (1997) spalten den Faktor Unabhängigkeit in „conservativeness“ und andere Faktoren auf. Sie kommen zu dem Schluß, daß nur die anderen Einflußfaktoren – speziell Instrumentenunabhängigkeit – signifikanten Einfluß auf die Inflationsperformance haben. „Conservativeness“ im engeren Sinn erweist sich als kaum oder gar nicht bedeutsam.
- Forder (1998B) betont hingegen die Schwierigkeiten, Unabhängigkeit zu messen¹⁾. Ausgehend von Parkin – Bade (1980) über Alesina – Summers (1992) bis zur wirtschaftspolitisch einflußreichen Arbeit von Emerson et al. (1992) für die Europäische Kommission untersucht er insbesondere die Datenqualität und exogene Eingriffe in das Datenmaterial. Wie er zeigt, läßt die Bereinigung um offensichtliche Datenprobleme und nicht nachvollziehbare Veränderungen der Daten den Zusammenhang zwischen Zentralbankunabhängigkeit und Inflationshöhe verschwinden.
- Fischer (1997) konzentriert sich auf den Zusammenhang zwischen institutionellen Faktoren und Disinflation. Er kommt zum Schluß, daß sich für institutio-

nelle Strukturmerkmale – wie Zentralbankunabhängigkeit oder Arbeitsmarktbedingungen – kein Einfluß auf Ausmaß und Geschwindigkeit von Disinflationsprozessen nachweisen läßt.

- Ein weiterer – bisher vernachlässigter – Gesichtspunkt wird von Demertzis – Hughes-Hallet – Viegi (1998) herausgearbeitet. Während die Studien zur Unabhängigkeit meist lediglich die Geldpolitik betrachten, beziehen sie in ihrer Studie die Fiskalpolitik und den Koordinierungsbedarf zwischen den beiden Politiken explizit ein. Zu den durchaus überraschenden Ergebnissen dieses Ansatzes zählt etwa, daß die Inflation unter allen Varianten im Fall der unabhängigen Zentralbank am höchsten ist.
- Schließlich untersucht Posen (1998) eine Reihe von Hypothesen zum Einfluß des Verhaltens des privaten und öffentlichen Sektors auf das Ausmaß und die Geschwindigkeit von Disinflationsprozessen. Er findet keine Evidenz dafür, daß Unabhängigkeit als signifikanter Faktor für die Glaubwürdigkeit der Verpflichtung zur Preisstabilität anzusehen wäre. Unabhängigkeit und Preisstabilität würden vielmehr von einem gemeinsamen Faktor – politischer Dominanz von sozialen Gruppen mit ausgeprägter Inflationsaversion (z. B. Finanzsektor) – determiniert.

Im Gegensatz zu diesen Arbeiten bestätigen aber etwa Eijffinger – Schaling – Hoerberichts (1998) in einer aktuellen Arbeit anhand von verschiedenen Unabhängigkeitsindizes unter Einbeziehung verschiedener Kontrollvariablen und für verschiedene Zeitperioden grundsätzlich neuerlich den negativen Zusammenhang zwischen Zentralbankunabhängigkeit und Höhe bzw. Variabilität der Inflationsrate.

Die empirische Evidenz zu dieser Frage ist demnach als uneinheitlich zu bewerten. Eines der gravierenden Probleme in diesem Zusammenhang dürfte die Frage der richtigen Messung von Notenbankunabhängigkeit sein. Tatsächlich gingen viele Studien in der Vergangenheit von weitgehend denselben Indizes der Notenbankunabhängigkeit aus. Wieweit diese Konzentration auf wenige – bekannte – Indizes mit ausschlaggebend für eine erstaunliche Einheitlichkeit der Ergebnisse war, ist offen.

Zwei weiterführende interessante Gesichtspunkte werden schließlich von Briault – Haldane – King (1996) illustriert. Aus ihrer Gegenüberstellung einfacher Indizes für Unabhängigkeit und „accountability“ ergibt sich einerseits eine negative Beziehung zwischen diesen beiden Faktoren, andererseits der Hinweis, daß in Ländern mit hoher Reputation der Notenbank (niedriger Inflationsrate) „accountability“ relativ schwächer ausgeprägt ist. Treffen diese Ergebnisse zu, so kann „accountability“ gleichermaßen als teilweises Substitut für Unabhängigkeit wie für Reputation einer Zentralbank gelten²⁾.

¹⁾ Grundlegend für alle Meßprobleme in diesem Zusammenhang ist, daß ein aus mehreren institutionellen Teilkomponenten zu erstellender, ordinaler Unabhängigkeitsindex der Höhe der Inflationsrate gegenübergestellt wird. – ²⁾ Vgl. dazu weiterführend De Haan – Amtenbrink – Eijffinger (1998) sowie die dort angeführte Literatur.

Gesamtwohls einem Akteur – der geldpolitischen Institution – gegenübersteht.

Dabei zeigt sich allerdings sofort, daß „accountability“ nicht losgelöst vom Grad der Unabhängigkeit der geldpolitischen Institution gesehen werden kann. Je unabhängiger die Ausgestaltung des geldpolitischen Entscheidungssystems, umso weniger ist ein Principal-agent-Ansatz geeignet, die Konstellation zutreffend abzubilden. Im konkreten Fall der ausgeprägten Unabhängigkeit des ESZB gibt es im wesentlichen keinen unmittelbaren Prinzipal, sodaß die Frage der „accountability“ zu einer Frage der direkten Kommunikation der geldpolitischen Instanz mit der breiten Öffentlichkeit wird.

Den in dieser Konstellation entscheidenden Unsicherheiten über die Intentionen der Geldpolitik einerseits und die Erwartungen der Öffentlichkeit an die Geldpolitik andererseits können geldpolitische Instanzen in der Praxis entweder durch Verweis auf eine entsprechende Reputation – eine „Geschichte“ erfolgreicher Geldpolitik – oder durch umfassende Transparenz entgegenreten. Die spezifische Problematik des ESZB als „neuer“ geldpolitischer Institution für Europa liegt nun darin, daß zwar eine Reihe der darin vertretenen NZB über entsprechende Reputation verfügen, nicht aber automatisch das ganze System. Dies gilt besonders deshalb, weil sich durch den Übergang zu einer einheitlichen Geldpolitik die Rahmenbedingungen und die Entscheidungskonstellationen grundlegend verändern, sodaß der Verweis auf unter anderen Voraussetzungen erworbene Reputation die Öffentlichkeit nicht völlig überzeugen kann.

Damit ist das ESZB als geldpolitischer Akteur zu einem erheblichen Teil in der Situation einer neuen Institution, die mittel- und langfristig Reputation durch erfolgreiche Geldpolitik erarbeiten muß; gewisse „Startvorteile“ aus der Reputation beteiligter NZB können jedoch sicher erwartet werden. Kurzfristig entspricht die Situation aber der einer Notenbank, die vor dem Hintergrund eines fehlenden „track record“ ihre Strategie verändert bzw. verändern muß. Für beide Situationen ist kennzeichnend, daß Transparenz in der Kommunikation mit der Öffentlichkeit das entscheidende, möglicherweise sogar das einzige sinnvolle Instrument zur Schaffung von „accountability“ ist. Tatsächlich sichern praktisch alle Notenbanken den Übergang zu einer neuen Strategie bzw. zu größerer Unabhängigkeit durch ein erheblich größeres Ausmaß an Transparenz gegenüber der Öffentlichkeit ab.

Unter Transparenz kann eine große Zahl von Einzelmaßnahmen verstanden werden, die grundsätzlich dazu dienen, die konkreten Rahmenbedingungen und Maßnahmen der Geldpolitik umfassend darzulegen. Das entsprechende Instrumentarium reicht von der Kommunikation einer expliziten geldpolitischen Strategie über die Erläuterung der Argumente für geldpolitische Maßnahmen bis zur Publikation entsprechend aussagekräftiger

Unterlagen. In Summe soll der „Prinzipal Öffentlichkeit“ dadurch ein möglichst umfassendes Verständnis der Intentionen der Geldpolitik entwickeln und ihren konkreten „track record“ richtig einschätzen können.

Die rechtlichen Rahmenbedingungen des ESZB enthalten eine Reihe von Bestimmungen, die mittels Transparenz „accountability“ erzeugen sollen. Sie sind sowohl an Gemeinschaftsinstitutionen (Rat, Kommission, Europäisches Parlament) als auch an die Öffentlichkeit gerichtet (Publikationen). Freilich läßt sich nach rein formalen Kriterien das tatsächliche Ausmaß der Transparenz niemals wirklich einschätzen. Entscheidend dafür wird vielmehr die gelebte Kommunikation mit der Öffentlichkeit sein.

In dieser Hinsicht ließ der EZB-Rat bereits erkennen, daß das ESZB seine Transparenz wesentlich erhöhen will. So gibt es neben der Definition des Ziels der Preisstabilität eine geldpolitische Strategie, die einen quantitativen Referenzwert für ein Geldmengenaggregat einschließt. Darüber hinaus sollen jeweils ausführliche Erläuterungen zum Hintergrund von Einschätzungen und Entscheidungen auch in den Publikationen der EZB dokumentiert werden⁴⁾. Zurückhaltend zeigt sich der EZB-Rat hingegen hinsichtlich der Veröffentlichung konkreter Prognosen als Grundlage seiner Einschätzung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und vor allem hinsichtlich der Veröffentlichung von Protokollen der Sitzungen des EZB-Rates (*Bini Smaghi*, 1998).

SCHLUSSFOLGERUNGEN

Der Schwerpunkt liegt in der Ausgestaltung des institutionellen Designs der künftigen europäischen Geldpolitik bei Elementen der Unabhängigkeit. Diese starke Betonung der Unabhängigkeit wirft die Frage auf, wieweit unter dieser Voraussetzung „accountability“ sichergestellt werden kann, die sowohl für die Effizienz als auch für die Akzeptanz der Geldpolitik eine entscheidende Rolle spielt. Bei hohem Grad der Unabhängigkeit erscheint insbesondere für neue Institutionen ohne bereits etablierte Reputation als glaubwürdiger Akteur der Geldpolitik ein hohes Maß an Transparenz gegenüber der Öffentlichkeit als geeignetes Instrument, Unsicherheiten abzubauen und einen entsprechenden „track record“ zu erwerben. Das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) ließ erkennen, daß es Schritte in diese Richtung setzen will, die über das bisher in vielen Teilnehmerstaaten bestehende Maß hinausgehen. Der außerordentlich hohe Grad an Transparenz der Bank of England wird damit allerdings anfangs nicht erreicht – für ihn waren freilich andere Voraussetzungen maßgebend.

⁴⁾ Vgl. dazu etwa die von der EZB im Gefolge der Sitzungen des EZB-Rates der Öffentlichkeit bereits in der Vorbereitung auf die Währungsunion im 2. Halbjahr 1998 zugänglich gemachten Unterlagen (<http://www.ecb.int>).

Über die institutionelle Struktur und die Aufgabenzuordnung der künftigen europäischen Geldpolitik bestehen vielfach Mißverständnisse. Geldpolitik ist als Aufgabe des ESZB definiert, das aus der Europäischen Zentralbank (EZB) und den nationalen Notenbanken (NZB) besteht. Entscheidungsorgan ist der EZB-Rat, in dem die 11 Gouverneure der NZB vertreten sind, freilich keineswegs als Vertreter ihrer NZB. Die EZB übernimmt die operative Umsetzung dieser Entscheidungen und bedient sich dabei auch der NZB. Die häufig zu vereinfacht geforderte erhöhte Zentralisierung der Geldpolitik bei der EZB – im Sinne stärkerer alleiniger geldpolitischer Entscheidungsbefugnisse des Direktoriums – steht hingegen nicht in Einklang mit den durch den EU-Vertrag vorgegebenen Rahmenbedingungen und würde eine grundlegende Neuordnung der Aufgabenverteilung bedingen.

LITERATURHINWEISE

- Aghion, P., Howitt, P., *Endogenous Growth Theory*, M.I.T. Press, Cambridge, MA, 1998.
- Akerlof, G. A., Dickens, W. T., Perry, G. L., „The Macroeconomics of Low Inflation“, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1996, (1).
- Alesina, A., Gatti, R., „Independent Central Banks: Low Inflation at No Cost?“, *American Economic Review*, 1995, (May).
- Alesina, A., Summers, L., „Central Bank Independence and Macroeconomic Performance“, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1992, (May).
- Ball, L., „How Costly is Disinflation? The Historical Evidence“, *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, 1993, (November/December).
- Barro, R. J., „Reputation in a Model of Monetary Policy with Incomplete Information“, *Journal of Monetary Economics*, 1986, (January).
- Barro, R. J., „Inflation and Growth“, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 1996, (May/June).
- Barro, R. J., Gordon, D. (1983A), „A Positive Theory of Monetary Policy“, *Journal of Political Economy*, 1983.
- Barro, R. J., Gordon, D. (1983B), „Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Economy“, *Econometrica*, 1983, (November).
- Begg, D., De Grauwe, P., Giavazzi, F., Uhlig, H., Wyplosz, Ch., „The ECB: Safe at Any Speed?“, *CEPR, Monitoring the European Central Bank*, 1998, (1).
- Bini Smaghi, L., „The Democratic Accountability of the European Central Bank“, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 1998, (205).
- Blinder, A. S., *Central Banking in Theory and Practice*, M.I.T. Press, Cambridge, MA, 1998.
- Bofinger, P., Reischle, J., Schächter, A., *Geldpolitik – Ziele, Institutionen, Strategien und Instrumente*, Franz Vahlen, München, 1996.
- Briault, C., Haldane, A., King, M., „Central Bank Independence and Accountability: Theory and Evidence“, *Bank of England Quarterly Bulletin*, 1996, (Februar).
- Bruno, M., Easterly, W., „Inflation and Growth: In Search of a Stable Relationship“, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 1996, (May/June).
- Calvo, G., „On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy“, *Econometrica*, 1978, (November).
- Cargill, T., „The Statistical Association between Central Bank Independence and Inflation“, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 1995, (193).
- Chang, R., „Policy Credibility and the Design of Central Banks“, *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, 1998, (First Quarter).
- Clarida, R., Gali, J., Gertler, M., „Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence“, *CEPR, Discussion Paper*, 1997, (1750).
- Cukierman, A., *Central Bank Strategies, Credibility and Independence*, M.I.T. Press, Cambridge, MA, 1992.
- De Grauwe, P., *The Economics of Monetary Integration*, Oxford University Press, Oxford, 1997.
- De Haan, J., Amtenbrink, F., Eijffinger, S., *Accountability of Central Banks: Aspects and Quantification*, 1998 (mimeo).
- De Haan, J., Kooi, W., „What Really Matters: Conservativeness or Independence“, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 1997, (200).
- Demertzis, M., Hughes-Hallet, A., Viegi, N., „Independently Blue? – Accountability and Independence in the New European Central Bank“, *CEPR Discussion Paper*, 1998, (1842).
- Eijffinger, S. C. W., De Haan, J., „The Political Economy of Central-Bank Independence“, *Princeton University, Department of Economics, Special Papers in International Economics*, 1996, (May).
- Eijffinger, S. C. W., Schaling, E., Hoerberichs, M., „Central Bank Independence: A Sensitivity Analysis“, *European Journal of Political Economy*, 1998.
- Emerson, M., Gros, D., Italianer, A., Pisani-Ferry, J., Reichenbach, H., *One Market, One Money*, Oxford, 1992.
- Espinosa-Vega, M. A., „How Powerful is Monetary Policy in the Long Run?“, *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, 1998, (Third Quarter), S. 12-31.
- Espinosa-Vega, M. A., Russell, S., „The Long-Run Effects of Monetary Policy: Keynesian Predictions from a Neo-classical Model“, *Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper*, 1998, (98-6).
- Feldstein, M., „The Cost and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability“, in Romer, C., Romer, D. (Hrsg.), *Reducing Inflation – Motivation and Strategy*, University of Chicago Press, Chicago, 1997.
- Fischer, A., „Do Institutional Factors Matter for the Speed of Disinflation?“, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 1997, (3).
- Fischer, St., „The Role of Macroeconomic Factors in Growth“, *NBER, Working Paper*, 1993, (4565).
- Fischer, St., „Central Bank Independence Revisited“, *American Economic Review*, 1995, (May).
- Flood, R. P., Garber, P. M., „Monetary Policy Strategies“, *IMF Staff Papers*, 1989.
- Forder, J. (1998A), „Central Bank Independence – Conceptual Clarifications and Interim Assessment“, *Oxford Economic Papers*, 1998, (July).
- Forder, J. (1998B), „The Case for an Independent European Central Bank: A Reassessment of Evidence and Sources“, *European Journal of Political Economy*, 1998, (14), S. 53-71.
- Friedman, M., „The Role of Monetary Policy“, *American Economic Review*, 1968, (January).
- Fuhrer, J., „Central Bank Independence and Inflation Targeting: Monetary Policy Paradigms for the Next Millennium?“, *New England Economic Review*, 1997, (January/February).
- Gibbons, R., *A Primer in Game Theory*, Harvester Wheatsheaf, London, 1992.

- Goodhart, Ch. A. E., Huang, H., „Time Inconsistency in a Model with Lags, Persistence, and Overlapping Wage Contracts“, Oxford Economic Papers, 1998, (July).
- Grilli, V., Masciandro, D., Tabellini, G., „Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries“, Economic Policy, 1991, (October).
- Gros, D., Thygesen, N., European Monetary Integration, Longman, 1998.
- Jenkins, M., „Central Bank Independence and Inflation Performance: Panacea or Placebo?“, Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, 1996, (197).
- Kydland, F. E., Prescott, E. C., „Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans“, Journal of Political Economy, 1977, 85, S. 473-492.
- Lohmann, S., „Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility“, American Economic Review, 1992, (March).
- McCallum, B., „Two Fallacies Concerning Central Bank Independence“, American Economic Review, 1995, (May).
- Mishkin, F. S., Money, Banking, and Financial Markets, Fourth Edition, HarperCollins College Publishers, New York, 1995.
- Mishkin, F. S., „Strategies for Controlling Inflation“, NBER, Working Paper, 1997, (6122).
- Motley, B., „Growth and Inflation: A Cross-Country Study“, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review, 1998, (1).
- Parkin, M., Bade, R., Central Bank Laws and Monetary Policy, University of Western Ontario, Kanada, 1980 (mimeo).
- Persson, T., Tabellini, G., „Designing Institutions for Monetary Stability“, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1993, 39, S. 53-84.
- Posen, A., „Declarations Are Not Enough: Financial Sector Sources of Central Bank Independence“, NBER Macroeconomics Annual, 1995.
- Posen, A., „Central Bank Independence and Disinflationary Credibility: A Missing Link“, Oxford Economic Papers, 1998, (July).
- Rogoff, K., „The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target“, Quarterly Journal of Economics, 1985, 100.
- Romer, D., Advanced Macroeconomics, McGraw-Hill, New York, 1996.
- Sargent, T. J., Wallace, N., „Some Unpleasant Monetarist Arithmetic“, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 1981, (5).
- Schaling, E., Institutions and Monetary Policy, Edward Elgar, London, 1995.
- Sidrauski, M., „Rational Choice and Patterns of Growth in a Monetary Economy“, American Economic Review, 1967, (May).
- Svensson, L. E. O., „Optimal Inflation Targets, Conservative Central Banks, and Linear Inflation Contracts“, CEPR Discussion Paper, 1995, (1249).
- Taylor, J., „Discretion versus Policy Rules in Practice“, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1993, 39, S. 195-214.
- Taylor, J., Applying Academic Research on Monetary Policy Rules: An Exercise in Translational Economics – The Harry G. Johnson Lecture, The Manchester School Supplement, 1998.
- Tobin, J., „Money and Economic Growth“, Econometrica, 1965, (October).
- Walsh, C. E., „Optimal Contracts for Central Bankers“, American Economic Review, 1995, 85(1), S. 150-167.
- Walsh, C. E., Monetary Theory and Policy, M.I.T. Press, Cambridge, MA, 1998.

Underpinnings of the European System of Central Banks – Summary

Efforts concentrate on developing the institutional structure which will govern European monetary policy while securing a suitable level of independence. The strong emphasis on independence begs the question of the extent to which accountability can be safeguarded, which is of vital importance for the efficiency as well as acceptance of the Bank's monetary policy. If a high level of independence is secured, a new institution, which has not yet established a reputation as a credible actor in monetary policy, should aim at a high degree of transparency vis-à-vis the public as a useful tool to reduce uncertainties and build up a suitable track record. The ESCB has indicated its intention of taking steps in this direction which will go beyond what is customary in many of its member states. Nevertheless, it will not initially achieve the extraordinarily high level of transparency displayed by the Bank of England (which derives from entirely different prerequisites).

Misunderstandings abound as to the institutional structures and responsibilities assigned to the future European monetary policy. Monetary policy has been defined as a responsibility to be assumed by the ESCB, which consists of the European Central Bank (ECB) and the national central banks. Decisions are made by the Governing Council of the ECB, which consists of the Executive Board and the 11 governors from the national central banks, who are, however, not acting as representatives of their respective national central banks. The ECB implements their decisions, drawing on the national central banks in doing so. Demands, frequently simplified, to increase centralisation of the ECB's monetary policy, i.e., to grant the Executive Board sole decision-making power for monetary policy, are opposed to the framework stipulated in the Maastricht Treaty and would actually require a fundamental change in the allocation of responsibilities.