

Westfälische Wilhelms-Universität Münster

MICE Economic Research Studies

Vol. 2

**Die US-amerikanische
geldpolitische Konzeption unter
Alan Greenspan
Eine kritische Analyse**

Dipl.-Volkswirt Marcel Mlakar

Münster

Februar 2003

MICE

Muenster Institute for
Computational Economics

University of Muenster

mice.uni-muenster.de

Herausgeber:

Prof. Dr. Gustav Dieckheuer / Dr. Stefan Kooths

Mlakar, Marcel:

Die US-amerikanische geldpolitische Konzeption unter Alan Greenspan
– Eine kritische Analyse

<http://mice.uni-muenster.de/mers/mers2-KonzeptionGeldpolitikUSA.pdf>

MICE Economic Research Studies

ISSN 1612-9032

Volume 2

© MICE 2003

Westfälische Wilhelms-Universität Münster

Muenster Institute for Computational Economics

Fliednerstrasse 21

D-48149 Muenster/Germany

<http://mice.uni-muenster.de>

All Rights Reserved

Printed in Germany

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	5
Tabellenverzeichnis	5
Abkürzungsverzeichnis	6
Symbolverzeichnis	6
1. Einleitung	7
2. Aufbau und Funktionsweise des US-amerikanischen Notenbanksystems	10
2.1 Aufgaben und Ziele	10
2.2 Instrumente	11
2.2.1 Offenmarktgeschäfte	12
2.2.2 Diskontfenster	14
2.2.3 Mindestreserveverpflichtung	15
2.3 Träger und Institutionen der US-amerikanischen Geldpolitik	16
2.3.1 Board of Governors	17
2.3.2 Federal Reserve Banks	18
2.3.3 Federal Open Market Committee	20
2.3.4 Chairman Alan Greenspan	20
3. Optimale Geldpolitik und das Federal Reserve System	23
3.1 Makroökonomische Zielsetzung für die Geldpolitik	23
3.1.1 Preisniveaustabilität	23
3.1.2 Beschäftigung und Wirtschaftswachstum	28
3.2 Die Notenbankverfassung als Grundlage einer stabilitätsorientierten Geldpolitik	36
3.2.1 Das Problem der Zeitinkonsistenz	36
3.2.2 Unabhängigkeit der Zentralbank	39
3.3 Notenbanktechniken zur konkreten Ausgestaltung der Geldpolitik	44
3.3.1 Geldpolitische Konzeption im engeren Sinne	44
3.3.2 Geldpolitisches Instrumentarium	48

3.4	Transparenz in der Geldpolitik.....	49
3.4.1	Nutzen und Grenzen der Transparenz	50
3.4.2	Implikation von Transparenz.....	51
4.	Effizienz der Geldpolitik in der Ära Greenspan	54
4.1	Inflationsbekämpfung	54
4.2	Wirtschaftswachstum und Beschäftigungsniveau.....	57
4.3	Bewältigung von Krisensituationen	59
5.	Zusammenfassung und Ausblick	64
	Literaturverzeichnis.....	67

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Aufbau des Analyserahmens eines Soll-Ist-Vergleichs	8
Abbildung 2: Struktur des Federal Reserve System	16
Abbildung 3: Die Federal Reserve Banks und ihre Distrikte	19
Abbildung 4: Modifizierte Phillipskurve	29
Abbildung 5: Monetaristische Phillipskurve	30
Abbildung 6: Modifizierte Eucken-Hayek-Kurve	34
Abbildung 7: Wirkungsverzögerungen in der Geldpolitik	35
Abbildung 8: Entscheidungsbaum bei Zeitinkonsistenz	37
Abbildung 9: Chairman und Präsidenten in den USA seit 1948	41
Abbildung 10: Das Phasenschema des Inflation Targeting	47
Abbildung 11: Veränderung des Konsumpreisindexes in den USA im Vergleich zum Vorjahr	55
Abbildung 12: Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts der USA im Vergleich zum Vorjahresquartal	62

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Bilanz der Federal Reserve Banks, 31. Dez. 2000 (in Mill. \$)	12
Tabelle 2: Wirkung der Inflation auf den realen Sektor und das Preisniveau	33
Tabelle 3: Transparenz in der Geldpolitik	52
Tabelle 4: Inflationsdaten für die USA und Westdeutschland	55
Tabelle 5: Teuerungsraten für Energie und Nahrungsmittel in den USA	56
Tabelle 6: Wirtschaftswachstum und Arbeitslosigkeit in den USA und in Westdeutschland	58

Abkürzungsverzeichnis

DGZ	Deutsche Genossenschaftszentrale
EWG	Europäische Währungsgemeinschaft
EZB	Europäische Zentralbank
FED	Federal Reserve System
FRB	Federal Reserve Bank
FOMC	Federal Open Market Committee
LTCM	Long Term Capital Management
NAIRU	Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment
NBER	National Bureau of Economic Research
ZMT-Regel	Ziel-Mittel-Träger-Kompetenzverteilungsregel

Symbolverzeichnis

m	Veränderungsrate der Geldmenge
π	Inflationsrate
π^e	Erwartete Inflationsrate
v	Veränderungsrate der Umlaufgeschwindigkeit
y	Veränderungsrate des realen Volkseinkommens
HV	Handelsvolumen
M	Geldmenge
P	Preisindex
V	Umlaufgeschwindigkeit
Y	Reales Volkseinkommen
U	Unterbeschäftigung
U^*	Natürliche Arbeitslosigkeit
-	Konstant (in Verbindung mit einem Symbol)

1. Einleitung

Wenn über den wirtschaftlichen Aufschwung in den USA der neunziger Jahre gesprochen wird, fällt neben dem Begriff New Economy sofort der Name eines Mannes, der an der Spitze des amerikanischen Notenbanksystems steht: Alan Greenspan. Bei seiner Amtseinführung im August 1987 waren die Reaktionen auf diese Neubesetzung der Notenbankpräsidentschaft eher verhalten. So traute der Wall Street Experte Henry Kaufmann dem Mann aus New York nicht mehr als eine beratende Funktion zu.¹ Doch im Laufe der Zeit wurde seine Popularität sowohl in Expertenkreisen als auch innerhalb der Bevölkerung immer größer. Im Jahre 1996 titelte beispielsweise die Fortune in Anlehnung an die Inschrift „In God We Trust“, die auf amerikanischen Münzen zu finden ist: „In Greenspan We Trust“². Am 4. Mai 1999 lautete die Überschrift des Leitartikels der NEW YORK TIMES: „Who Needs Gold When We Have Greenspan“³ Mittlerweile hat der Abschwung der amerikanischen Wirtschaft zu einem Imageverlust Greenspans geführt.⁴ Nichtsdestotrotz hat das Phänomen Greenspan weiterhin Bestand.

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit soll die Geldpolitik der USA während Greenspans Amtszeit näher betrachtet und in diesem Zusammenhang die US-amerikanische geldpolitische Konzeption kritisch analysiert werden.

Die Untersuchung ist in einen deskriptiven, einen theoretischen und einen empirischen Teil untergliedert. Im deskriptiven Teil wird näher auf den Aufbau und die Funktionsweise des amerikanischen Notenbanksystems eingegangen. Dabei werden die Aufgaben und Ziele sowie die Instrumente und Träger des Federal Reserve Systems behandelt.

Im theoretischen Teil steht die Frage im Vordergrund, ob die geldpolitische Konzeption der USA nach dem derzeitigen Stand wissenschaftlicher Theorien optimal ist. Der Analyserahmen lehnt sich an den problemorientierten Ansatz von BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER in ihrem Buch „Geldpolitik – Ziele, Institutionen, Strategien und Instrumente“ an.⁵ Danach soll die Geldpolitik so angelegt sein, dass die ihr

¹ Vgl. SICILIA/ CRUIKSHANK (2000), S. 8.

² NORTON (1996), S. 39.

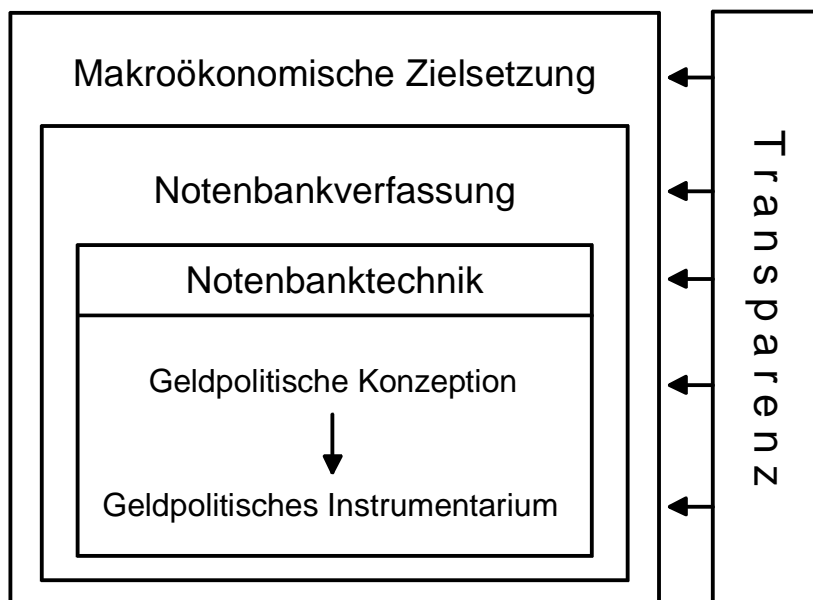
³ NORRIS (1999), S. 1.

⁴ Vgl. KRUSE/ZSCHÄRPITZ (2001), S. 19.

⁵ Vgl. BOFINGER/ REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 3 ff.

vorgegebenen makroökonomischen Ziele mit möglichst geringer Friktion erreichbar sind. Zuerst ist jedoch zu prüfen, ob die makroökonomischen Ziele des Federal Reserve Systems überhaupt sinnvoll gesetzt wurden. Anschließend soll herausgefunden werden, ob die Geldpolitik in ihrer aktuellen Form diese Ziele erreichen kann. Dazu wird untersucht, inwiefern die Notenbankverfassung des Federal Reserve Systems geeignet ist, eine stabilitätsorientierte Geldpolitik zu betreiben. Es geht dabei um die Frage der Unabhängigkeit der Zentralbank, die im Zusammenhang mit dem Problem der Zeitinkonsistenz behandelt wird. Anschließend wird der zentralen Frage nachgegangen, wie das Federal Reserve System seine Geldpolitik konkret ausgestaltet hat, um seine Ziele tatsächlich realisieren zu können. Es geht um den Aspekt der Notenbanktechnik, der unter Berücksichtigung der geldpolitischen Konzeption im engeren Sinne und den daraus resultierenden Anforderungen an die geldpolitischen Instrumente behandelt werden soll. Auf Grund des in den letzten Jahren erkennbaren Trends zu größerer Transparenz in vielen Politikbereichen, soll – abweichend von dem Analyserahmen von BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER – dieser Punkt eigenständig untersucht werden.⁶

Abbildung 1: Aufbau des Analyserahmens eines Soll-Ist-Vergleichs



Quelle: Eigene Darstellung.

Abbildung 1 zeigt die Beziehung der einzelnen Analysepunkte untereinander auf. Während die ersten Bearbeitungspunkte aufeinander aufbauen und verschiedene

⁶ So hat z. B. der Internationale Währungsfonds im Juli 2000 einen Verfahrenskodex zur Transparenz der Geld- und Finanzpolitik herausgegeben.

Ebenen darstellen, ist die Transparenz keiner Ebene ausschließlich zuzuordnen, sondern betrifft das ganze System.

Im dritten Teil der Arbeit wird analysiert, ob die Politik des Federal Reserve Systems unter Greenspan erfolgreich war. Diese Untersuchung ist losgelöst von den theoretischen Anforderungen an eine optimale Geldpolitik und prüft empirisch, ob die vom Federal Reserve System gesetzten Ziele erreicht wurden. Dort wird neben der näheren Betrachtung von Krisensituationen in der Greenspan-Ära sowohl ein Vergleich zu Vergangenheitsdaten der USA als auch ein Vergleich mit einem anderen geldpolitischen System – dem der Deutschen Bundesbank – durchgeführt.

Abschließend wird nach einer Zusammenfassung der Ergebnisse eine Empfehlung für die zukünftige Ausrichtung des Federal Reserve Systems gegeben.

2. Aufbau und Funktionsweise des US-amerikanischen Notenbanksystems

2.1 Aufgaben und Ziele

Das Federal Reserve System wurde 1913 geschaffen, vornehmlich um das Banken- und Finanzsystem der USA zu stabilisieren.⁷ Der Federal Reserve Act von 1913 erklärte die Aufgaben des Federal Reserve Systems folgendermaßen: „to provide for the establishment of Federal reserve banks, to furnish an elastic currency, to afford means of rediscounting commercial paper, to establish a more effective supervision of banking in the United States, and for other purposes.“⁸ Heutzutage können die Aufgaben des Federal Reserve Systems in vier Bereiche unterteilt werden. Erstens soll es die Geldpolitik so betreiben, dass die gesetzten Ziele erreicht werden. Zweitens ist es verpflichtet, die Bankenaufsicht zu führen und die Banken zu regulieren, um so die Solidität und Sicherheit des nationalen Banken- und Finanzsystems aufrecht zu erhalten und die Kreditrechte der Konsumenten zu schützen. Drittens soll das Federal Reserve System die Stabilität des Finanzsystems verfechten und die systemimmanenten Risiken der Finanzmärkte minimieren. Viertens übernimmt es verschiedene Finanzdienstleistungen für die US-Regierung, das Publikum, diverse Finanzinstitutionen und einige ausländische Behörden. Darunter fällt auch die starke Rolle des Federal Reserve Systems im operativen Geschäft des nationalen Zahlungssystems. Diese Aufgabenbereiche decken sich mit denen der Zentralbanken der meisten anderen Industrienationen.⁹

Bei den Zielen ist diese Übereinstimmung jedoch nicht zu erkennen. In der ursprünglichen Gesetzgebung wurden noch keine primären Ziele des Federal Reserve Systems festgelegt. Erst nach etlichen Gesetzesänderungen wie dem Employment Act von 1946 und dem Full Employment and Balance Growth Act¹⁰ von 1978 lauten die heutigen Ziele stabile Preise, ein hoher Grad an Beschäftigung, Wirtschaftswachstum unter Berücksichtigung des Wirtschaftspotenzials und moderate langfris-

⁷ Vgl. HENNING (1994), S. 102. Für eine detaillierte Beschreibung der Anfangsjahre des Federal Reserve Systems vgl. FRIEDMAN/SCHWARZ (1963), S. 189 ff.

⁸ BOARD OF GOVERNORS (1994), S. 2.

⁹ Vgl. EBENDA, S. 1.

¹⁰ Dieses Gesetz ist auch als *Humphrey-Hawkins-Act* bekannt.

tige Zinsen.¹¹ Diese Ziele stehen gleichberechtigt nebeneinander. Die meisten Zentralbanken in Europa sowie in Mittel- und Südamerika sind dagegen primär auf das Ziel der Geldwertstabilität ausgerichtet.¹² Zwar soll die Europäische Zentralbank (EZB) nach Artikel 105 EWG-Vertrag auch die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Europäischen Gemeinschaft unterstützen, jedoch nur insoweit, wie dies ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preisniveaustabilität möglich ist.¹³

Im weiteren Verlauf der Arbeit werden die Bereiche Finanzdienstleistung und Bankenaufsicht nicht weiter behandelt. Sie sind zwar wichtige Aufgaben des Federal Reserve Systems, könnten jedoch auch von anderen Institutionen übernommen werden und tragen nicht essenziell zur nationalen Geldpolitik bei.¹⁴

2.2 Instrumente

Um die genannten Ziele zu erreichen, greift das Federal Reserve System auf drei verschiedene Instrumente zurück. Durch diese Instrumente kann es das Geldangebot beeinflussen. Dies geschieht mit einer Veränderung der Geldmenge, der Liquidität und des Zinssatzes.¹⁵ Diese Möglichkeiten des Eingriffs auf den Geldmarkt sind erst durch die Einführung von deckungslosem Geld im vollen Umfang möglich. In der Vergangenheit, als Gold und Silber als Zahlungsmittel verwendet wurden und Papiergeld durch einen fixierten Prozentsatz durch Edelmetalle gedeckt war, wurde die Höhe der Geldmenge grundsätzlich durch den Abbau dieser Metalle determiniert. Dies hatte allerdings wenig mit einer beabsichtigten staatlichen Geldpolitik zu tun. Heutzutage geben die meisten Zentralbanken¹⁶ durch die Emission von Banknoten eine Verbindlichkeit gegen sich selbst aus, ohne dass eine Verpflichtung zum Umtausch gegen materielle Güter entsteht. Damit ist die Möglichkeit gegeben, den Geldangebotsprozess wesentlich zu beeinflussen.

Mit welchen Instrumenten dies in den USA geschieht, soll im Folgenden näher betrachtet werden. Dazu ist in Tabelle 1 die Bilanz der Federal Reserve Banks abgebil-

¹¹ Vgl. BOARD OF GOVERNORS (1994), S. 2.

¹² Vgl. BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 13.

¹³ Vgl. BORCHERT (2001), S. 246.

¹⁴ Für weitere Informationen zu den Finanzdienstleistungen des Federal Reserve System vgl. HILLERY/THOMPSON (2000).

¹⁵ Vgl. BORCHERT (2001), S. 231.

¹⁶ Ausgenommen sind Zentralbanken in Ländern, die ein Currency Board betreiben oder eine fremde Währung als amtliches Zahlungsmittel eingeführt haben (sog. Dollarisierung).

det, denn ein Einsatz der Instrumente spiegelt sich grundsätzlich in einer Veränderung der einzelnen Posten der Bilanz wider.

Tabelle 1: Bilanz der Federal Reserve Banks, 31. Dez. 2000 (in Mill. \$)

Aktiva		Passiva	
Goldreserven	11.046	Federal Reserve Noten	563.450
Devisenforderungen	15.670	Einlagen von Finanzinstituten	19.045
Kredite an Finanzinstitute	110	Einlagen des US-Schatzamtes	5.149
Wertpapiere des US-Schatzamtes	511.703	andere Verbindlichkeiten	12.996
andere Forderungen	44.313	Kapital	13.791
gesamte Aktiva	614.431	gesamte Passiva	614.431

Quelle: BOARD OF GOVERNORS (2001), S. 332, eigene Darstellung.

2.2.1 Offenmarktgeschäfte

Seit den dreißiger Jahren sind die durchgeführten Offenmarkttransaktionen das dominierende Instrument der amerikanischen Geldpolitik.¹⁷ Durch Ankauf und Verkauf von Aktiva wird bei Offenmarktgeschäften die Zentralbankmenge direkt verändert. Die Aktiva, die für solche Geschäfte verwendet werden, sind grundsätzlich Wertpapiere des US-Schatzamtes, so genannte US-Treasury-Securities. Sie werden nicht direkt vom Schatzamt erworben, sondern vom Publikum. Der Begriff ‚offener Markt‘ soll zeigen, dass der Ankauf am öffentlichen Wertpapiermarkt erfolgt.¹⁸ Aus Tabelle 1 geht hervor, dass am Ende des Geschäftjahres 2000 die US-Treasury-Securities mit ungefähr 512 Milliarden US-Dollar über 80 Prozent der gesamten Aktiva des Federal Reserve Systems ausmachten.

Durch Offenmarktgeschäfte greift das Federal Reserve System direkt in den Wertpapiermarkt ein und verändert damit das Volumen der Geldbasis. Die Geldbasis umfasst das gesamte umlaufende Bargeld und die Einlagen der Geschäftsbanken bei den Federal Reserve Banks. Sie ist gleichzusetzen mit dem gesamten Zentralbankgeld. Wenn das Federal Reserve System Wertpapiere kauft, stellt es dem Ver-

¹⁷ Vgl. CAESER (1981), S. 270.

¹⁸ Vgl. SACHS/LARRAIN (1995), S. 331.

käufer einen Scheck aus.¹⁹ Damit kommt es zu einer Bilanzverlängerung bei dem Federal Reserve System und zu einem Aktivtausch beim Publikum. Abgesehen von indirekten Effekten auf Grund von Kursänderungen der Wertpapiere, erfolgt unmittelbar keine Veränderung des Nettovermögens der beiden Akteure.²⁰ Die erhaltenen Schecks zahlen die Wirtschaftssubjekte bei den Geschäftsbanken ein und erhalten im Gegenzug eine Erhöhung ihrer Einlagen. Mit diesen Schecks können dann die Banken bei den Federal Reserve Banks ihre Reserveeinlagen aufstocken. Die Geldbasis steigt in der von dem Federal Reserve System gewünschten Höhe, ohne irgendwo anders zu sinken.

Damit eine sinnvolle Geldpolitik betrieben werden kann, müssen diese Transaktionen schnell und in nahezu unbeschränkter Höhe durchführbar sein, ohne dabei eine Störung oder Verzerrung auf dem Markt selbst zu bewirken, auf dem diese Geschäfte stattfinden. Daher sind die US-Treasury-Securities die optimalen Aktiva für eine Offenmarktpolitik. Täglich werden solche Wertpapiere im Umfang von durchschnittlich circa 200 Milliarden US-Dollar gehandelt. Dieses macht den Markt für US-Treasury-Securities zum ausgeprägtesten und aktivsten Finanzmarkt der Welt.²¹

Die daraus resultierende Möglichkeit der punktuellen Steuerung der Zentralbankgeldmenge macht die Offenmarktoperationen zu einem sehr flexiblen und präzisen Instrument, insbesondere im Zuge einer Neutralisierung anderer geldpolitischer Einflüsse.²² So wird bei einer Devisenmarktintervention routinemäßig der Einfluss auf die Geldbasis durch Offenmarktgeschäfte sterilisiert.²³ Aber auch Änderungen der Geldbasis durch so genannte technische Faktoren, wie z. B. die Höhe des Bargeldumlaufs, werden so neutralisiert.²⁴

Bei der US-amerikanischen Geldpolitik steht jedoch nicht die Steuerung einer Geldmenge im Vordergrund, sondern die Verwendung des Geldmarktzinses als Operating Targeting. Dabei handelt es sich konkret um die Federal Funds Rate, dem Zinssatz, zu dem die Banken sich gegenseitig Zentralbankguthaben für einen Tag

¹⁹ Vgl. BOARD OF GOVERNORS (1994), S. 35.

²⁰ Vgl. SACHS/LARRAIN (1995), S. 333.

²¹ Vgl. DUPONT/SACK (1999), S. 785.

²² Vgl. SACHS/LARRAIN (1995), S. 335.

²³ Vgl. HENNING (1994), S. 104 f.

²⁴ Vgl. BOARD OF GOVERNORS (1994), S. 37 f.

ausleihen. Mit den oben geschilderten Offenmarktgeschäften hält die amerikanische Geldpolitik diesen Zinssatz auf dem von ihr festgelegten Niveau.²⁵

2.2.2 Diskontfenster

Ein weiteres Instrument zur Beeinflussung des Geldangebots ist die Kreditgewährung an Geschäftsbanken am so genannten Diskontfenster. Dort können sich Banken zum festgelegten Diskontsatz Zentralbankgeld von den Federal Reserve Banks leihen. Es existieren drei verschiedene Varianten des Diskontkredits, den Adjustment Credit, den Seasonal Credit und den Extended Credit. Der Adjustment Credit dient dazu, temporäre Liquiditätsengpässe zu beseitigen, die durch kurzfristige Schwankungen ausgelöst werden. Dieser Kredit ist kurzfristig ausgelegt und muss von großen Banken grundsätzlich nach einem Tag getilgt werden. Wohingegen kleineren Banken dieser Kredit für einen längeren Zeitraum zur Verfügung gestellt wird. Für kleinere Banken, die unter saisonalen Schwankungen der Einlagen und Kredite leiden, ist 1973 der Seasonal Credit eingeführt worden. Er ist längerfristiger Natur und dient dazu, diese Schwankungen auszugleichen. Der Extended Credit ist für Banken vorgesehen, die in gravierende Solvenzschwierigkeiten geraten sind. Mit diesem Kredit soll ein Bankenrun verhindert werden.

Daneben existiert noch eine weitere Variante, der so genannte Emergency Credit. Dieser Kredit kann bei „unusual and exigent“²⁶ Umständen vergeben werden, wurde aber seit den dreißiger Jahren nicht mehr gewährt.²⁷

Wie man in Tabelle 1 an dem Verhältnis der Kredite an Finanzinstitute zu den Wertpapieren des US-Schatzamtes erkennen kann, ist die Bedeutung der Diskontpolitik für die Geldpolitik in den USA relativ gering. Das war nicht immer so. In den zwanziger Jahren war das Diskontfenster das primäre Instrument für die Geldpolitik. Mit der Entwicklung des US-Finanzmarktes, wurde wie oben gesehen die Offenmarktpolitik effizienter. Auch die Reichweite der Offenmarktpolitik ist wesentlich höher als die Diskontpolitik, da nur Mitgliedsbanken des Federal Reserve Systems am Diskontfenster Kredite aufnehmen dürfen. Anders als im Europäischen System der Zentralbanken müssen die Geschäftsbanken nicht zwingend Mitglieder sein. Nur

²⁵ Vgl. BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 436.

²⁶ BOARD OF GOVERNORS (1994), S. 12.

²⁷ Vgl. EBENDA (1994), S. 12.

die National Banks sind per Gesetz zu einer Mitgliedschaft verpflichtet.²⁸ Darüber hinaus ist in den letzten Jahren die Nutzung des Diskontfensters immer mehr zu einem Zeichen einer insolventen Finanzsituation geworden. Das Federal Reserve System entscheidet letztlich diskretionär über die Vergabe von Diskontkrediten.²⁹ So wird die Diskontsatzpolitik höchstens als psychologische Waffe eingesetzt. In der Regel folgt der Diskontsatz der Federal Funds Rate mit einem Time Lag.³⁰

2.2.3 Mindestreserveverpflichtung

Als drittes Instrument der Geldpolitik des Federal Reserve Systems dient die Mindestreserveverpflichtung der Banken. Nach dieser Regel müssen die Banken einen gewissen Prozentsatz ihrer Einlagen als Zentralbankgeld bei den Federal Reserve Banks halten. Dieses Instrument spiegelt sich in der Bilanz des Federal Reserve Systems in Tabelle 1 auf der Passivseite wider. Eine Verringerung der Mindestreserveverpflichtung kann dazu führen, dass mehr Geld in die Wirtschaft gelangt. Dies ist eine Form der expansiven Geldpolitik.³¹ Vor 1980 waren nur die Mitgliedsbanken verpflichtet, eine Mindestreserve zu halten. Durch den Monetary Control Act von 1980 ist heutzutage grundsätzlich jede Bank an diese Regel gebunden. Darunter fallen neben den State Banks und den National Banks die Commercial Banks, Savings Banks, Savings and Loan Associations, Credit Unions, Edge Act Corporations sowie die Niederlassungen und Filialen ausländischer Banken. Durch diese Verpflichtung ist die Nachfrage nach der Geldbasis bei Offenmarktgeschäften viel stabiler und besser vorhersehbar, da die Mindestreservequote im Gegensatz zur Bargeldquote nur von der Notenbank determiniert ist und somit im Zeitverlauf stabil ist.³²

Wie auch in Deutschland sind in den USA die Mindestreservesätze kontinuierlich gesenkt worden. Zurzeit sind für Net Transaction Accounts bis 42,8 Millionen US-Dollar drei Prozent und darüber zehn Prozent Mindestreserve zu halten. Banken, deren Einlagen bis zu 5,5 Millionen US-Dollar betragen, sind von diesen Verpflich-

²⁸ Vgl. BOARD OF GOVERNORS (1994), S. 42 f.

²⁹ Vgl. BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 441.

³⁰ Vgl. CAESER (1981), S. 271.

³¹ Vgl. FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY (1996), S. 4.

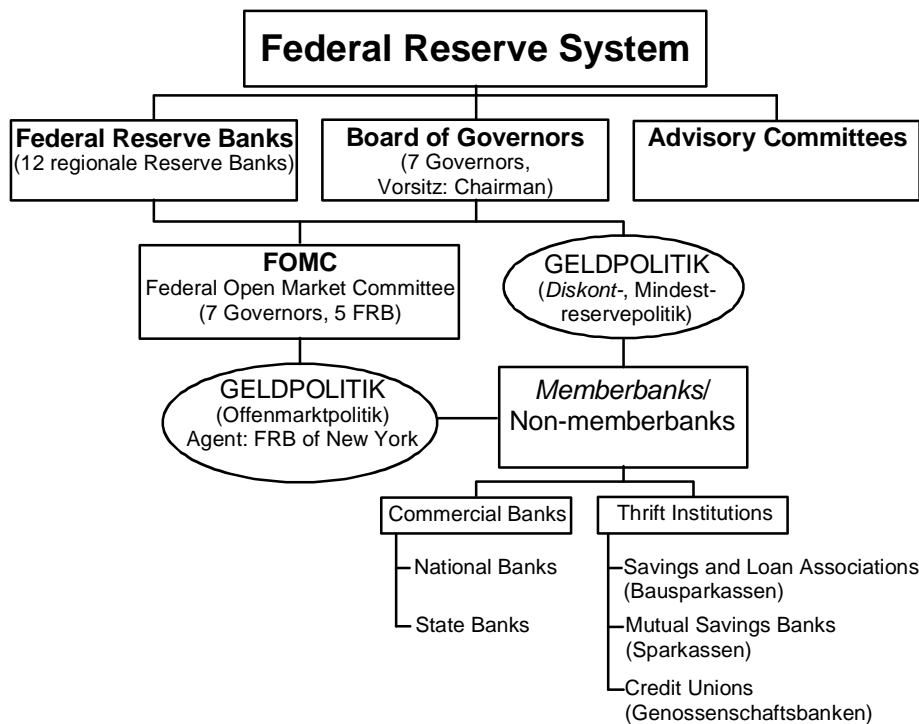
³² Vgl. BOARD OF GOVERNORS (2001), S. 353.

tungen ausgenommen. Für Nonpersonal Time Deposits und Eurocurrency Liabilities ist keine Mindestreserve zu halten.³³

2.3 Träger und Institutionen der US-amerikanischen Geldpolitik

In den USA gibt es keine einzelne Zentralbank, sondern das Federal Reserve System. Die Struktur der geldpolitischen Träger zeigt die Abbildung 2.

Abbildung 2: Struktur des Federal Reserve System



Quelle: In Anlehnung an BORCHERT (2001), S. 280, eigene Darstellung.

Es handelt sich um ein föderatives System – vergleichbar mit der früheren Bank deutscher Länder – mit einem Zentralorgan, dem Board of Governors in Washington DC, und zwölf regionalen Federal Reserve Banks.³⁴ Als gemeinsames Organ dient das Federal Open Market Committee (FOMC), das sich aus Mitgliedern des Board of Governors und der Federal Reserve Banks zusammensetzt.³⁵ Diese drei Institutionen und der Chairman als wichtigste Person in diesem System werden im Folgenden näher betrachtet. Zwei weitere Gruppen, die eine Rolle im Federal Re-

³³ Vgl. BOARD OF GOVERNORS (2001), S. 353.

³⁴ Vgl. BORCHERT (2001), S. 279.

³⁵ Vgl. BOARD OF GOVERNORS (1994), S. 12.

serve System spielen, sollen kurz erwähnt werden. Dies sind zum einen die Geschäftsbanken, die das Verbindungsglied der Geldpolitik zu den Wirtschaftssubjekten bilden. Zum anderen sind dies diverse beratende Komitees, die den einzelnen Organen Empfehlungen bezüglich ihrer verschiedenen Aufgabenbereiche geben. Drei davon sind direkt dem Board of Governors zur Seite gestellt. Das sind der Federal Advisory Council, der sich mit ökonomischen und bankspezifischen Fragen beschäftigt, der Consumer Advisory Council, der zu Konsumentenfragen Stellung bezieht und der Thrift Institutions Advisory Council, der sich um die Belange der Sparkassen, Genossenschaftsbanken und Bausparkassen kümmert.³⁶

2.3.1 Board of Governors

Das Board of Governors ist das oberste Organ im Federal Reserve System und als eine Bundesbehörde konzipiert. Dieses Führungsorgan besteht aus sieben Mitgliedern, die vom Präsidenten der USA ernannt und durch den US-Senat bestätigt werden. Die Amtszeit eines Boardmitglieds beträgt vierzehn Jahre, eine Wiederwahl ist nicht möglich. Die Amtszeiten sind so bemessen, dass jeweils zum 31. Januar eines jeden geraden Jahres die Amtszeit eines Mitglieds ausläuft. Bei einem vorzeitigen Rücktritt wird der Nachfolger nur für die Restzeit der Amtsperiode eingesetzt. Danach muss er sich einer erneuten Wahl stellen.³⁷ Dadurch ist es möglich, dass man über vierzehn Jahre Mitglied im Board of Governors sein kann. Bis 1977 wurden der Chairman und der Vice-Chairman allein vom US-Präsidenten gewählt. Seit Änderung des Federal Reserve Acts müssen sie auch vom US-Senat gebilligt werden.³⁸ Die Amtszeit dieser Posten beträgt vier Jahre, wobei eine Wiederwahl so oft möglich ist, bis die Amtszeit als Boardmitglied zu Ende ist. Weiterhin wird das Board of Governors durch rund 1700 Mitarbeiter unterstützt.

Der Sitz der Institution ist im Gegensatz zur Deutschen Bundesbank und der EZB die Hauptstadt des Landes. Zu den Aufgaben des Boards zählen die Analyse der nationalen und internationalen Entwicklung der Finanzmärkte im Besonderen sowie der Wirtschaft im Allgemeinen, die Formulierung der US-amerikanischen Geldpolitik durch die Setzung der Diskontrate und der Mindestreservesätze, die Aufsicht und

³⁶ Vgl. BOARD OF GOVERNORS (1994), S. 13 ff.

³⁷ Vgl. EBENDA, S. 4.

³⁸ Vgl. BOARD OF GOVERNORS (1978), S. 398.

Regulierung des gesamten Bankensystems inklusive der Federal Reserve Banks und die Überwachung der Zahlungssysteme.³⁹

Die Diskontrate wird de jure durch jede Federal Reserve Bank individuell für ihren Distrikt festgelegt und muss vom Board of Governors bestätigt werden, ist jedoch auf Grund der Entwicklung der Finanzmärkte zu immer effizienteren Märkten mittlerweile in jedem Distrikt gleich und wird daher de facto vom Board of Governors bestimmt.⁴⁰

Die Mitglieder des Board of Governors stehen kontinuierlich mit anderen wichtigen Entscheidungsträgern in Kontakt. So hält jeweils am 20. Februar und am 20. Juli eines jeden Jahres der Chairman einen Vortrag vor dem US-Kongress über die wirtschaftlichen Entwicklungen und die daraus resultierende Geldpolitik. Das Board hat regelmäßig Kontakt zum Wirtschaftsministerium und der Chairman trifft sich häufig mit dem Finanzminister sowie gelegentlich mit dem Präsidenten der USA.

Der Kontakt zur Öffentlichkeit wird auch durch die Veröffentlichung detaillierter Statistiken und anderer Informationen wie dem monatlich erscheinenden Federal Reserve Bulletin gefestigt. Neben dem halbjährlichen Bericht vor dem Kongress muss sich das Board of Governors gegenüber dem General Accounting Office rechtfertigen, das eine jährliche Rechnungsprüfung vornimmt.⁴¹

2.3.2 Federal Reserve Banks

Die Federal Reserve Banks sind eigenständige Banken unter Aufsicht des Board of Governors. Jede Federal Reserve Bank betreut eine bestimmte Region in den USA. Den einzelnen Distrikten ist jeweils eine Nummer zugeordnet. Die genauen geographischen Zuständigkeiten sind in Abbildung 3 dargestellt. Die Aufteilung der USA im Jahr 1913 in zwölf Federal Reserve Banks erfolgte zum Teil auf Grund von wirtschaftlichen Interessen, aber auch aus politischen Erwägungen heraus. So stand Kansas City für den Getreideanbau und Cleveland für die Schwerindustrie. Dem Staat Missouri wurde mit St. Louis und Kansas City als einziger Staat zwei Reserve Banks zugeordnet, um die entscheidende Stimme eines Senators aus Missouri für die Gründung der Notenbank zu bekommen.⁴²

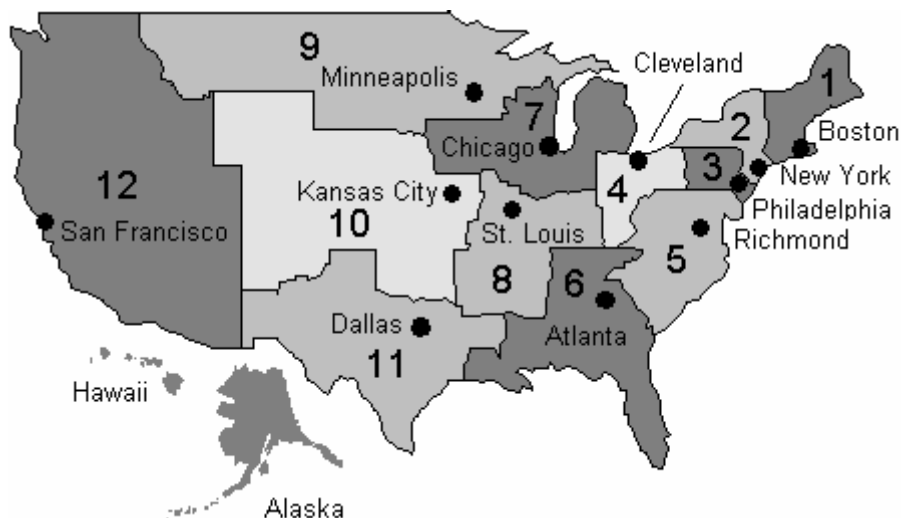
³⁹ Vgl. BOARD OF GOVERNORS (1994), S. 4 f.

⁴⁰ Vgl. EBENDA, S. 44.

⁴¹ Vgl. EBENDA, S. 6 f.

⁴² Vgl. SICILIA/CRUIKSHANK (2000), S. 36 f.

Abbildung 3: Die Federal Reserve Banks und ihre Distrikte



Quelle: In Anlehnung an Federal Reserve Bank of Chicago (2000), S. 14, eigene Darstellung.

Jede Federal Reserve Bank hat neun Direktoren, die das oberste Entscheidungsgremium bilden. Sie werden von Personen gewählt, die außerhalb der Institution tätig sind. Drei Direktoren repräsentieren die Commercial Banks und werden auch von ihnen direkt gewählt. Die restlichen sechs Direktoren repräsentieren das Publikum, wobei sie zu gleichen Teilen vom Board of Governors und den Commercial Banks gewählt werden. Diese sechs Ämter dürfen nicht von Angehörigen einer Bank bekleidet werden, um die Interessen des Publikums zu wahren. Die Direktoren wählen einen Präsidenten und einen Vizepräsidenten, die vom Board of Governors bestätigt werden müssen.⁴³

Die Hauptaufgabe der Federal Reserve Banks ist die Ausgabe von Münzen und Geldscheinen, das Sammeln von Clearings und Schecks, die Ausgabe von Staatsanleihen und die regionale Bankaufsicht. Neben der Kontrolle durch das Board of Governors werden die Federal Reserve Banks auch vom General Accounting Office überprüft.⁴⁴

Die wichtigste Regionalbank ist die Federal Reserve Bank of New York. Zum einen, weil New York der größte Finanzplatz der USA ist, zum anderen, weil die Reserve Bank als Agent für die Offenmarkttransaktionen des FOMC tätig ist.⁴⁵ Daher hat der

⁴³ Vgl. BOARD OF GOVERNORS (1994), S. 7.

⁴⁴ Vgl. EBENDA, S. 11 f.

⁴⁵ Vgl. HENNING (1994), S. 105.

Präsident der New York Federal Reserve Bank auch einen ständigen Sitz in diesem Organ.

2.3.3 Federal Open Market Committee

Das FOMC setzt sich aus sieben Governors des Board of Governors und fünf Präsidenten der Federal Reserve Banks zusammen. Der New Yorker Präsident hat, wie oben schon erwähnt, einen ständigen Sitz und fungiert auch als Vice-Chairman des Komitees. Die anderen Präsidenten rotieren in einem Ein-Jahres-Turnus. Die restlichen Präsidenten der Federal Reserve Banks nehmen zwar an den Diskussionsrunden teil, haben jedoch kein Stimmrecht. Jedes Jahr sind acht Sitzungen des FOMC offiziell angesetzt. Weitere Sitzungen werden abgehalten, wenn sie von Nöten sind.⁴⁶

Unter der Führung des Chairman des Board of Governors, der auch hier den Vorsitz inne hat, verwirklicht das FOMC die Ziele der Geldpolitik anhand der Offenmarktgeschäfte.⁴⁷ Auf Grund der starken Stellung der Offenmarktgeschäfte für die Geldpolitik ist dieses Organ der wichtigste Bestandteil des Federal Reserve Systems.

2.3.4 Chairman Alan Greenspan

Neben der Entscheidungsgewalt über den Diskontsatz und den Mindestreservesatz hat das Board of Governors durch die Sitzverteilung im FOMC auch die Entscheidungsgewalt über die Offenmarktpolitik. Damit ist es das führende Organ der Geldpolitik in den USA.

Der Chairman des Board of Governors ist de facto die absolut dominierende Figur im Federal Reserve System.⁴⁸ Er ist nicht nur gleichzeitig Vorsitzender des FOMC, sondern hat auch diverse Positionen auf internationaler Ebene inne. Er ist unter anderem Mitglied des Board of Governors of the International Monetary Fund und Mitglied der US-Delegation bei wichtigen Treffen wie dem G7-Gipfel.⁴⁹ Innerhalb des Federal Reserve Systems ist sein Einfluss besonders groß. Dies veranschaulicht

⁴⁶ Vgl. BOARD OF GOVERNORS (1994), S. 12 f.

⁴⁷ Vgl. HENNING (1994), S. 104.

⁴⁸ Vgl. RITTER/SILBER (1977), S. 223.

⁴⁹ Vgl. BOARD OF GOVERNORS (1994), S. 6.

die Tradition, dass sich die Mitglieder des Board of Governors hinter ihren Chairman stellen, solange sie seiner Meinung nicht vollkommen widersprechen.⁵⁰

Diese dominierende Stellung ist im Falle von Alan Greenspan besonders ausgeprägt. Der ehemalige Vice-Chairman Alan Blinder sagte einmal über Greenspans Stellung im Federal Reserve System: „By the time I arrived on the scene, in the middle of 1994, this was Alan Greenspan’s Fed from top to the bottom. It was like the Fed was an orchestra being played by an expert conductor.“⁵¹ Diese Aussage unterstreicht die Notwendigkeit, bei der Beschreibung der Träger der amerikanischen Geldpolitik auch näher auf die Person Greenspan einzugehen.

Alan Greenspan wurde am 6. März 1926 in Manhattan geboren. An der New York University erwarb er 1948 mit summa cum laude den Bachelor in Betriebswirtschaft und zwei Jahre später den Master in Volkswirtschaft. Anschließend begann er einen Promotionsstudiengang an der Columbia University, wo Arthur F. Burns, Chairman der amerikanischen Zentralbank von 1970 bis 1978, sein Mentor war. Sein Vater Herbert Greenspan, ein Börsenmakler, hatte ein Buch mit dem Titel „Recovery Ahead!“ geschrieben, in dem er die großen Regierungsinitiativen von Roosevelts New Deal befürwortete. Auch Alan Greenspan hielt die Effizienz von Regierungsausgaben zunächst für notwendig, vollzog aber durch den Einfluss von Burns eine Kehrtwende und entwickelte sich zu einem Befürworter des Laissez-faire sowie der Begrenzung von Wirtschaftspolitik.⁵² Im Jahre 1954 gab er jedoch sein Promotionsstudium auf und gründete kurze Zeit später mit William Townsend zusammen eine Consultingfirma als deren Chef er quantitative Techniken zur Prognose von Wirtschaftstrends kennen lernte. Von 1974 bis 1977 war er Vorsitzender des Council of Economic Advisors und hatte so seinen ersten einflussreichen Posten inne. Seinen Dokortitel erwarb er nach Wiederaufnahme der Promotion 1977 an der New York University. Anschließend war Greenspan Wahlkampfshelfer beim Präsidentschaftswahlkampf von Ronald Reagan. Seine traditionell konservative Einstellung und seine Konzentration auf die Angebotspolitik brachten ihm eine wichtige politische Rolle im Reagan-Lager ein. Doch einen Regierungsposten bekam er nach dem Wahlsieg nicht. Dennoch kehrte er nach Washington zurück, um der überparteilichen National Commission zur Social Security Reform als Vorsitzender vorzusteu-

⁵⁰ Vgl. WOODWARD (2001), S. 183.

⁵¹ Zitiert in NORTON (1996), S. 46.

⁵² Vgl. MARTIN (2001), S. 57 sowie SICILIA/CRUIKSHANK (2000), S. 21 f.

hen.⁵³ Im Jahre 1987 wurde er schließlich zum Chairman des Federal Reserve Systems gewählt und hat sich seit seinem Amtsantritt beachtlichen Respekt verschafft. Nobelpreisträger MILTON FRIEDMAN sagte im Mai 2000 über Greenspan: „I’m baffled. I find it hard to believe. [...] What I’m puzzled about is whether, and if so how, they suddenly learned how to regulate the economy. Does Alan Greenspan have an insight into movements in the economy and the shocks that other people don’t have?“⁵⁴

⁵³ Vgl. SICILIA/CRUIKSHANK (2000), S. 23 ff.

⁵⁴ Zitiert in MANKIW (2001), S. 1.

3. Optimale Geldpolitik und das Federal Reserve System

Das amerikanische Notenbanksystem diente vielen Staaten als Vorbild für ihre Zentralbank. So ist auch der Aufbau der Deutschen Bundesbank nach dem Zweiten Weltkrieg in wesentlichen Teilen dem Federal Reserve System nachempfunden worden. In ihrer geldpolitischen Konzeptionen unterscheiden sich beide jedoch erheblich. Im Folgenden soll mit Hilfe des in der Einleitung beschriebenen Analyserahmens ein Soll-Ist-Vergleich mit der derzeitig wissenschaftlichen Meinung vorgenommen werden. Ziel ist es, herauszuarbeiten, ob das amerikanische Federal Reserve System einer optimalen Geldpolitik entspricht.

3.1 Makroökonomische Zielsetzung für die Geldpolitik

Die Rolle des Staates in einer Wirtschaft hängt von der jeweiligen Wirtschaftsordnung ab. In einer reinen Marktwirtschaft und in einer reinen Planwirtschaft sind die Funktionen des Staates eindeutig bestimmt. In einer Mischwirtschaft, wie sie in nahezu allen Staaten, so auch in den USA vorliegt, lassen sich die Ziele der Wirtschaftspolitik nach MUSGRAVE in Allokation, Distribution und Stabilisierung unterteilen.⁵⁵ Der Geldpolitik wird dabei eine wichtige Funktion zur Erreichung der Stabilisierungsziele zugeschrieben.⁵⁶ Unter Stabilisierung wird die Verringerung der Schwankungen des Outputs und der Beschäftigung bei Vollbeschäftigungsniveau sowie die Sicherung der Preisniveaustabilität verstanden.⁵⁷ Diese Definition deckt sich mit den Zielen des Federal Reserve Systems.⁵⁸ Ob diese Zielsetzung optimal ist, soll im weiteren Verlauf der Arbeit analysiert werden.

3.1.1 Preisniveaustabilität

Bereits WALTER EUCKEN hat Preisniveaustabilität als vorrangiges Ziel der Wirtschaftspolitik festgelegt, ohne dass alle Bemühungen, eine Wettbewerbsordnung zu verwirklichen, sinnlos sind.⁵⁹ Dabei ist es wichtig, die Preisniveaustabilität – die Stabilität der durchschnittlichen Preisentwicklung, von einer Konstanz aller Preise,

⁵⁵ Vgl. MUSGRAVE (1994), S. 5 f.

⁵⁶ Vgl. EBENDA, S. 14 f.

⁵⁷ Vgl. WAGNER (2001), S. 1.

⁵⁸ Vgl. Kapitel 2.1.

⁵⁹ Vgl. EUCKEN (1952), S. 256.

der Preisstabilität, zu unterscheiden. In einer Marktwirtschaft haben die relativen Preise von Gütern eine Lenkungsfunktion für die Produktionsfaktoren, da sie die jeweiligen Knappheitsverhältnisse anzeigen. Dafür ist eine permanente Anpassung der Preise erforderlich.⁶⁰ Ein anhaltender und nicht einmaliger Anstieg des Preisniveaus wird als Inflation bezeichnet.⁶¹ Warum Preisniveaustabilität ein sinnvolles Ziel ist, lässt sich mit den negativen Folgen von Inflation begründen. Die volkswirtschaftlichen Kosten, die aus einer Inflation entstehen, können in zwei Fälle getrennt werden: Kosten bei antizipierter und nicht antizipierter Inflation.

Antizipierte Inflation

Bei einer korrekt antizipierten Inflation können die Wirtschaftssubjekte, die tatsächliche Inflationsrate jederzeit richtig vorhersehen. Trotzdem entstehen gesamtwirtschaftliche Kosten auf Grund von:

- einer suboptimalen Geldhaltung
- Menu Costs
- und einer Verzerrung durch Steuerprogression.⁶²

Bei zunehmender Inflation geht die Bargeldhaltung zurück. Dadurch kommt es zu einer suboptimalen Geldhaltung. Der Grund hierfür liegt in den Opportunitätskosten des Geldes. Diese steigen mit zunehmenden Inflationsraten, da Bargeld nicht verzinst wird, die Nominalzinsen für Wertpapiere sich jedoch der Inflation anpassen.⁶³ Dementsprechend wird für die Wirtschaftssubjekte das Halten von Geld kostspieliger und die Bargeldnachfrage geht ebenso wie die Kassenhaltung mit steigendem Nominalzins zurück. Als Konsequenz lässt auch die Benutzung von Geld für Transaktionszwecke nach. Die Wirtschaftssubjekte müssen Kosten für vermehrte reale Transaktionen aufbringen, was mit einer Verschwendung von knappen Ressourcen einhergeht. Bei einer überwiegenden Nutzung von Bargeld für Transaktionen zeigt sich dieser Effekt durch die häufigeren Gänge zur Bank. Daher werden diese Kosten auch als ‚shoeleathercosts‘ bezeichnet. In der heutigen Zeit sind diese Kosten auf Grund von moderner Kommunikationsmittel und der Nutzung von Kreditkarten re-

⁶⁰ Vgl. BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 12.

⁶¹ Vgl. BORCHERT (2001), S. 197.

⁶² Vgl. BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 76 ff.

⁶³ Der Nominalzins setzt sich nach der Fisherschen Zinsgleichung aus dem Realzins und der erwarteten Inflationsrate zusammen. Vgl. FISHER (1930), S. 43.

lativ gering. Die Kosten einer suboptimalen Geldhaltung machen sich eher durch Rent-Seeking-Aktivitäten bemerkbar, die zu Lasten von produktiveren Tätigkeiten gehen. Mit steigender Inflation ist es notwendig sein Portfolio via Homebanking oder durch Finanzdienstleister häufiger zu optimieren.⁶⁴ Wenn die Inflationsraten sehr hoch sind, kann das Geld vollständig seine Funktion als Tauschmittel verlieren und die Wirtschaft fällt zurück in den Zustand des Naturaltausches.⁶⁵

Neben diesen Kosten entstehen bei einer korrekt vorhersehbaren Inflation weitere negative Folgen in Form von Menu Costs. Darunter werden Transaktionskosten verstanden, die durch die fortlaufende Anpassung nominal fixierter Größen entstehen, um reale Inflationseffekte zu vermeiden. Solange Geld als Zahlungsmittel verwendet wird, entstehen diese Kosten auch bei einer vollständigen Indexierung aller Preise.⁶⁶ Hierunter fallen Kosten für die Neuerstellung von Preistafeln, den Neudruck von Katalogen, die Neufestsetzung der Löhne, die Umstellungen von Automaten und bei sehr hohen Inflationsraten, die Produktion neuer Banknoten.⁶⁷

Der dritte negative Effekt bei einer korrekt antizipierten Inflation ist die auftretende Verzerrung durch Steuerprogression. Bei einer progressiven Steuer nimmt der Grenzsteuersatz bei einer Inflation permanent zu und es kommt zu einer schleichenden Erhöhung der durchschnittlichen Steuerbelastung, ohne dass eine Zustimmung von Seiten des Parlaments notwendig ist. Dieser Effekt wird auch als ‚kalte Progression‘ bezeichnet. Die ohnehin schon verzerrende Wirkung des Steuersystems wird dadurch noch verstärkt. Die Wirtschaftssubjekte versuchen, der Erhöhung des Steuersatzes auszuweichen, indem sie Arbeit durch Freizeit bzw. Schwarzarbeit substituieren und bei einer progressiven Besteuerung von Zinserträgen, Kapitalbildung zu Gunsten von Konsumtätigkeiten reduzieren.⁶⁸ Falls die ansteigende Steuerlast zu hoch wird, werden institutionelle Anpassungen im Steuerrecht notwendig, die wiederum Kosten verursachen. Darüber hinaus entstehen noch weitere negative Effekte durch die Nominalbesteuerung der Vermögens- bzw. Zinseinkommen.⁶⁹ Diese sollen jedoch nicht weiter vertieft werden, da die Steuerbasis in den USA durch eine Ankopplung an den Preisindex für die Lebens-

⁶⁴ Vgl. ILLING (1997), S. 23 ff.

⁶⁵ Vgl. DRIFFILL/MIZON/ULPH (1990), S. 1017 f.

⁶⁶ Vgl. FISCHER/MODIGLIANI (1978), S. 815.

⁶⁷ Vgl. BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 88.

⁶⁸ Vgl. ILLING (1997), S. 26 f.

⁶⁹ Vgl. LESCHKE (1999), S. 16.

haltung indexiert ist, und die negativen Wirkungen einer kalten Progression somit nicht zum Tragen kommen.⁷⁰

Nicht antizipierte Inflation

Bei einer nicht antizipierten Inflation kommt es vor allem zu Umverteilungseffekten. Beim Vermögen wird eine Umverteilung zu Gunsten der Kapitalnehmer erreicht. Beim Einkommen steigen die Gewinne schneller als die Löhne, sofern die Preise flexibler sind als die Nominallöhne. Gerade bei Beziehern von Kontrakteinkommen wie Studenten, Sozialhilfeempfängern und Rentnern, ist diese Umverteilung sehr groß, da ihnen in der Regel die Verhandlungsmacht fehlt, um die negativen Einkommenseffekte durch den Anstieg der Preise möglichst schnell zu kompensieren.⁷¹ Durch diese unerwarteten Verteilungswirkungen kommt es zu erheblichen allokativen Störungen auf den Geld- und Kapitalmärkten. Die fehlende Möglichkeit der richtigen Prognose von Inflation führt dazu, dass sich die Unsicherheit über die Zukunft erhöht und langfristige Verträge nicht mehr abgeschlossen werden. So gehen unter anderem die Laufzeiten von Wertpapieren zurück, was wiederum dazu führt, dass die Wirtschaftssubjekte Sachwerte als Anlagemöglichkeiten bevorzugen.⁷²

Mit steigenden Inflationsraten erhöht sich die Volatilität der Inflation und damit die Unsicherheit. Dieser Zusammenhang ist zwar theoretisch nicht zwingend, jedoch empirisch messbar.⁷³ Die erhöhte Unsicherheit hat auch negative Folgen auf langfristige Investitionen, da die Unternehmer ihre zukünftigen Absatzmöglichkeiten auf Grund problematischer Kalkulation von Preisen und Mengen nur noch unzureichend prognostizieren können. Darüber hinaus wird die zentrale Funktion der Preise als Indiz für Knappheit von Ressourcen erheblich eingeschränkt, so dass es zu einer Fehlallokation von Ressourcen kommt.⁷⁴

Des Weiteren kommt es zu negativen Auswirkungen auf Grund staatlicher Eingriffe. Ist die Deflationspolitik des Staates nur unzureichend prognostizierbar, steigt die Unsicherheit über zukünftige Preisentwicklungen an. Auch korrekt antizipierte Politik verursacht Kosten, da meist nicht die Ursachen, sondern nur die Symptome

⁷⁰ Vgl. ZSCHIEGNER (1999), S. 1033 ff.

⁷¹ Vgl. ILLING (1997), S. 21 f.

⁷² Vgl. BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 94 f.

⁷³ Vgl. TAYLOR (1981), S. 81.

⁷⁴ Vgl. BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 92 f.

der Inflation bekämpft werden. Dies sind in der Regel marktinkonforme Maßnahmen in Form von Preis-, Lohn-, Miet- und Zinsstopps, die den Preismechanismus zusätzlich beschränken bzw. außer Kraft setzten und somit Knappheitsverhältnisse zusätzlich verzerren.⁷⁵

Definition und Messung von Preisniveaustabilität

Die negativen Auswirkungen von Inflation belegen, dass Preisniveaustabilität ein erstrebenswertes Ziel der Wirtschaftspolitik ist. Es stellt sich jedoch die Frage, in welcher Höhe die Inflationsrate als Ziel festzulegen ist. Im Federal Reserve Act wird keine Definition von Preisniveaustabilität gegeben. GREENSPAN definiert Preisniveaustabilität auf einfache Art und Weise: "We will be at price stability when households and businesses need not factor expectations of changes in the average level of prices into their decisions."⁷⁶ Abgesehen von Neuseeland und der Schweiz, die eine Nullinflation als untere Grenze eines Zielbandes festgelegt haben, liegen die Ziele der meisten Zentralbanken bei zwei Prozent.⁷⁷

Statistische Ungenauigkeiten bei der Messung von Inflation sind ein Grund, warum Inflationsraten von dieser Höhe noch als Preisniveaustabilität gelten. Die Ursachen dafür sind unter anderem Qualitätsänderungen der Güter im Zeitverlauf, die eine Vergleichbarkeit von Warenkörben verschiedener Zeitpunkte erschwert, Probleme bei der Ermittlung der aktuellen Preise, da sich Änderungen von Konditionen der Kaufverträge nicht exakt bestimmen lassen, die jedoch bei der Ermittlung der tatsächlichen Transaktionspreise eine wichtige Rolle spielen, und Zeithorizontprobleme von Preisindices. So werden in einem Preisindex nur neu produzierte Güter erfasst, so dass unterschiedliche Preisentwicklungen von Neu- und Gebrauchsgütern nicht berücksichtigt werden. Diese Effekte führen dazu, dass die gemessene Inflation die tatsächliche überzeichnet. Die Größenordnung der Messfehler beläuft sich auf bis zu einem Prozentpunkt pro Jahr.⁷⁸ Darüber hinaus ist auch ohne Messfehler bei einer angestrebten Inflationsrate von null die Gefahr einer Deflation größer, wenn es zu gewissen Zielabweichungen kommt.

⁷⁵ Vgl. MODIGLIANI/FISCHER (1978), S. 829 f.

⁷⁶ Zitiert nach MEYER (2001), S. 3.

⁷⁷ Vgl. BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 21.

⁷⁸ Vgl. STRÖBELE (1995), S. 36 ff.

Es stellt sich noch die Frage, ob das Ziel der Preisniveaustabilität mit einer jährlichen Inflationsrate von zwei Prozent dem korrekten wirtschaftspolitischen Träger zugeordnet ist. In diesem Punkt ist sich die wissenschaftliche Theorie weitgehend einig: Sie bescheinigt der Geldpolitik die Fähigkeit, die Inflation langfristig zu stoppen.⁷⁹ Dies basiert auf dem Monetarismus, der hinsichtlich der Geldpolitik als weltweit einflussreichste ökonomische Theorie gilt. In einer seiner Basishypothesen bescheinigt er dem geldpolitischen Sektor einen dominierenden Einfluss auf die Preisentwicklung einer Volkswirtschaft.⁸⁰ Diese Theorie wird durch die erfolgreiche Inflationspolitik der Zentralbanken der Industrienationen in den letzten zwei Jahrzehnten belegt. Demzufolge kann das Ziel des Federal Reserve Systems, Preisniveaustabilität zu erhalten, als optimal angesehen werden.

3.1.2 Beschäftigung und Wirtschaftswachstum

Neben der Preisniveaustabilität und den daraus folgenden moderaten langfristigen Nominalzinsen, ist es das Ziel des Federal Reserve Systems, einen hohen Grad an Beschäftigung zu erreichen und das Wirtschaftswachstum zu fördern. Dieses Ziel führt direkt zur Diskussion über den Trade-off zwischen Inflation und Beschäftigung. Dabei stellt sich die Frage, ob die Geldpolitik unmittelbar reale Effekte erzielen kann.

Phillipskurve

Angefangen hat diese Diskussion im Jahre 1958 mit der empirischen Untersuchung von ALBAN W. PHILLIPS über den Zusammenhang zwischen der Arbeitslosenquote und der Veränderungsrate des Nominallohns. Seine Analyse der Zeiträume 1861 bis 1913 und 1948 bis 1957 in Großbritannien zeigt eine signifikante negative Beziehung zwischen diesen Größen.⁸¹ PHILLIPS Begründung für dieses Ergebnis ist recht einleuchtend: Bei einem konjunkturellen Boom führt der Arbeitskräftemangel zu einem steigenden Wettbewerb der Unternehmer um den knappen Produktionsfaktor Arbeit, was zu einer Erhöhung der Löhne führt. In einer rezessiven Phase verhält es sich umgekehrt. Dann sind die freien Stellen knapp, so dass sich der Wettbewerb

⁷⁹ Vgl. u. a. STRÖBELE (1995), S. 113 und DUWENDAG/KETTERER ET AL. (1999), S. 253.

⁸⁰ Vgl. LESCHKE (1999), S. 65 f.

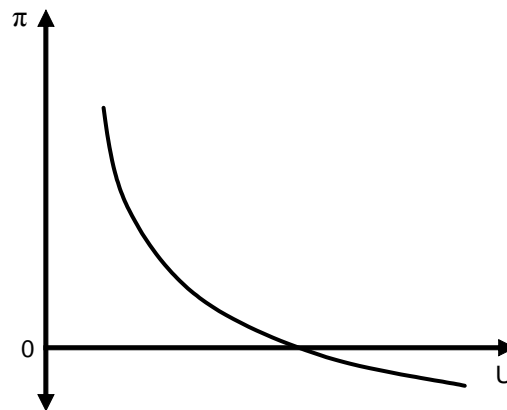
⁸¹ Vgl. PHILLIPS (1958), S. 284 ff.

unter den Arbeitskräften erhöht und ein Sinken der Nominallohne bzw. zumindest zu einer Abschwächung ihres Anstiegs zur Folge hat.⁸²

Statische Erwartungen: Die keynesianische Phillipskurve

Erst durch die Modifizierung von SAMULSON und SOLOW im Jahre 1960 erhielt die Analyse von PHILLIPS theoretische und politische Brisanz. Sie ersetzen die Änderungsrate des Nominallohns durch die Inflationsrate.⁸³ Dieser Zusammenhang, der auch als modifizierte Phillipskurve bezeichnet wird, ist in Abbildung 4 grafisch dargestellt.

Abbildung 4: Modifizierte Phillipskurve



Quelle: In Anlehnung an FELDERER/HOMBURG (1999), S. 265, eigene Darstellung.

Die Argumentation basiert auf der Prämisse statischer Erwartungen seitens der Arbeitskräfte. Sie sehen die Inflationsrate π als exogen an. Kommt es zu einer Erhöhung der Inflation, wird das von den Arbeitskräften nicht antizipiert und somit nicht in ihren Nominallohnforderungen berücksichtigt. Im Gegensatz zu den Unternehmen, die mit den Reallöhnen kalkulieren, unterliegen die Arbeitnehmer einer Geldillusion. Die Konsequenz ist ein Absinken der Reallöhne, wodurch die Gewinne, die Produktion, die Beschäftigung und das Sozialprodukt steigen. Die keynesianische Argumentationskette ist folgende: eine Erhöhung der Geldmenge durch Ankauf von Wertpapieren führt zu einem sinkenden Zinssatz und damit zu einer erhöhten Investitionsgüternachfrage, was letztlich eine Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage bedingt. Wegen der exogenen Inflationserwartungen der Arbeitnehmer ist die gesamtwirtschaftliche Angebotsfunktion positiv geneigt. Das

⁸² Vgl. PHILLIPS (1958), S. 283.

⁸³ Vgl. SAMUELSON/SOLOW (1960), S. 191 f.

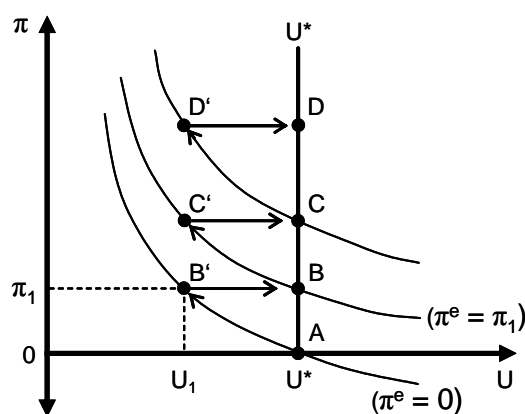
gesamtwirtschaftliche Preisniveau steigt zusammen mit dem Volkseinkommen und der Beschäftigung. Daher befürworteten die Keynesianer, nicht jedoch KEYNES selbst, eine auf die Bekämpfung von Arbeitslosigkeit gerichtete Geldpolitik.⁸⁴

Mit der Theorie über die modifizierte Phillipskurve entstand für die Wirtschaftspolitik eine scheinbare Auswahlmöglichkeit, zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation zu wählen. Damit einher geht der berühmte Ausspruch des damaligen Bundeskanzlers HELMUT SCHMIDT, ihm seien fünf Prozent Inflation lieber als fünf Prozent Arbeitslosigkeit. Dass die Auswahlmöglichkeit nur scheinbar vorhanden ist, zeigte die aufkommende Stagflation in den siebziger Jahren.⁸⁵

Adaptive Erwartungen: Die monetaristische Phillipskurve

Diese Widersprüchlichkeiten führten zur Kritik gegenüber der Argumentation von SAMUELSON und SOLOW. Insbesondere FRIEDMAN und PHELPS hielten die Annahme von statischen Erwartungen eher für unrealistisch.⁸⁶ Sie waren der Ansicht, dass die Wirtschaftssubjekte ihre Erwartungen auf Grund der Prognosefehler der Vergangenheit anpassen würden. Nach dieser Theorie führen diese adaptiven Erwartungen dazu, dass die Nominallöhne der tatsächlichen Inflationsrate mit einer gewissen Zeitverzögerung folgen. In der Abbildung 5 ist diese Argumentation grafisch dargestellt.

Abbildung 5: Monetaristische Phillipskurve



Quelle: In Anlehnung an FELDERER/HOMBURG (1999), S. 268, eigene Darstellung.

⁸⁴ Vgl. LESCHKE (1999), S. 9 f.

⁸⁵ Vgl. VAN SUNTUM (1999), S. 131.

⁸⁶ Vgl. FRIEDMAN (1968), S. 10 f. und PHELPS (1967), S. 255.

In der Ausgangssituation im Punkt A liegt die Unterbeschäftigung bei U^* und die Inflationsrate bei null. Die Wirtschaftssubjekte erwarten auch in Zukunft eine Inflationsrate von null ($\pi^e = 0$). Betreibt nun die Zentralbank eine expansive Geldpolitik, kommt es kurzfristig zu einer Bewegung entlang der kurzfristigen Phillipskurve auf Punkt B'. Die Inflation steigt in Folge der expansiven Geldpolitik auf π_1 , die Nominallöhne bleiben kurzfristig konstant, die Reallöhne sinken und die Arbeitslosigkeit fällt auf U_1 . Nach einer gewissen Zeit passen jedoch die Arbeitsanbieter ihre Inflationserwartungen und damit ihre Nominallohnforderungen den veränderten Inflationsraten an ($\pi^e = \pi_1$). Die Reallöhne steigen wieder und die Beschäftigung fällt auf ihr altes Niveau bei gesteigerter Inflation (Punkt B). Somit ist der Trade-off zwischen Inflation und Beschäftigung nur kurzfristig. Die langfristige Phillipskurve U^*U^* ist unabhängig von monetären Variablen und verläuft senkrecht. Sie wird von FRIEDMAN als natürliche Unterbeschäftigung bezeichnet.⁸⁷ Um diese zu senken, muss es zu permanenten Inflationserhöhungen (so genannter Friedmanscher Akzelerator) kommen.⁸⁸ Da die Monetaristen eine zunehmende Erhöhung der Inflationsrate mit von ihnen nicht näher dargelegten negativen Effekten versehen, lehnen sie eine diskretionäre Geldpolitik zur Stimulierung der Beschäftigung ab.⁸⁹

Rationale Erwartungen: Die neuklassische Phillipskurve

Die Neuklassiker sind mit der monetaristischen Theorie über die Phillipskurve nicht einverstanden. Die von den Monetaristen geänderten Annahmen über die Erwartungsbildung werden ebenfalls, wie die Annahmen über statische Erwartungen, kritisiert. Die Anpassung der Inflationserwartungen lediglich aus den Fehlern der Vergangenheit wird von den Neuklassikern als nicht realistisch angesehen. Sie bescheinigen den Arbeitsanbietern vielmehr rationale Erwartungen. Das heißt, die Wirtschaftssubjekte leiten ihre Erwartungen unter Verwendung aller verfügbaren Informationen aus bestimmten Theorien ab, die als allgemein gültig angesehen werden.⁹⁰ Sie vermeiden systematische Fehler, so dass die erwartete Inflationsrate im Durchschnitt der tatsächlichen entspricht. Somit ist die senkrechte Phillipskurve grundsätzlich gültig. Positive Beschäftigungseffekte können nur durch eine unerwartete Geldmengenzunahme bzw. eine Überraschungsinflation erreicht werden. Dann

⁸⁷ Eine andere Bezeichnung dafür ist die NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment).

⁸⁸ Vgl. FRIEDMAN (1968), S. 10.

⁸⁹ Vgl. LESCHKE (1999), S. 12.

⁹⁰ Zur Theorie der rationalen Erwartungen vgl. MUTH (1961), S. 316 ff.

werden allerdings Preisniveauerhöhungen fälschlicherweise für relative Preissteigerungen gehalten. Dieses Verhalten ist rational, wenn die Informationskosten, die für eine genaueren Marktanalyse zur Unterscheidung zwischen relativer Preisänderung und Veränderungen des Preisniveaus aufgewendet werden müssen, höher sind als die aus der Fehlinterpretation entstandenen Kosten.⁹¹ Diese Informationsunvollkommenheiten führen zu einem kurzfristigen positiven Trade-off zwischen Inflation und Beschäftigung. Bei erwarteter Preisniveausteigerung bleiben reale Effekte auch kurzfristig aus, so dass die Neuklassiker eine auf Wachstum und Beschäftigung ausgelegte Geldpolitik ablehnen.

Transaktionskosten und Preisrigiditäten: Die neo-keynesianische Phillipskurve

Die Argumentation der Neuklassiker wird jedoch unter anderem von Neo-Keynesianern kritisiert, da sie nur die Informationskosten berücksichtigt, nicht jedoch weitere Transaktionskosten, die zu Preis- und Lohnkostenrigiditäten führen. Daraus resultiert, dass die Wirtschaftssubjekte auch bei einer korrekt antizipierten Inflation nicht sofort auf Preissteigerungen reagieren, da viele Verträge über Löhne und Preise über mehrere Perioden abgeschlossen werden und eine Veränderung dieser Verträge Transaktionskosten verursacht. Insbesondere Tarifverträge werden erst nach gewissen Schwellenwerten angepasst. Somit trifft trotz rationaler Erwartungen eine erhöhte gesamtwirtschaftliche Nachfrage auf eine positiv geneigte Angebotsfunktion. Die Konsequenz ist ein positiver Zusammenhang zwischen Preisniveausteigerungen und Beschäftigung, was eine Neuformulierung der Samuelson-Solow-Phillipskurve darstellt. Somit gehen von einer expansiven Geldpolitik im gewissen Rahmen positive reale Effekte auf das Sozialprodukt und die Beschäftigung aus.⁹²

Wie die Zusammenfassung der Ergebnisse in Tabelle 2 verdeutlicht, bescheinigen alle Theorien einer expansiven Geldpolitik wenigstens kurzfristig einen positiven Einfluss auf die Beschäftigung. Jedoch vernachlässigen sie die Kosten der Inflation, die unter Punkt 3.1 erläutert worden sind.

⁹¹ Vgl. LESCHKE/PIES (2001), S. 7.

⁹² Vgl. LESCHKE (1999), S. 13 f.

Tabelle 2: Wirkung der Inflation auf den realen Sektor und das Preisniveau

Denkschule	Produktion und Beschäftigung	Preisniveau
Keynesianismus	+ nachhaltig	+
Monetarismus	+ kurzfristig; 0 langfristig	+ kurzfristig; ++ langfristig
Neuklassik		
– mit Informationsunvollkommenheiten	+ kurzfristig; 0 langfristig	+ kurzfristig; ++ langfristig
– ohne Informationsunvollkommenheiten	0 kurz- und langfristig	++ kurz- und langfristig
Neo-Keynesianismus	+ nachhaltig möglich	+ kurzfristig; ++ langfr. möglich
+: positiver Einfluss; 0: kein Einfluss		

Quelle: In Anlehnung an LESCHKE (1999), S. 14, eigene Darstellung.

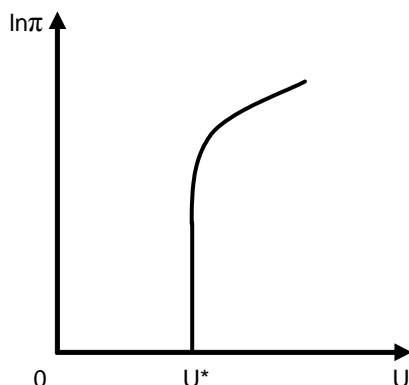
Kosten der Inflation: Die Eucken-Hayek-Kurve

Dieses Manko wird von EUCKEN und VON HAYEK zum Teil schon vor der eigentlichen Diskussion über die Phillipskurve aufgegriffen. Sie bescheinigen der Inflation auf Grund der Kosten einen negativen Zusammenhang zwischen Preisniveau und Beschäftigung. Damit sprechen sie sich gegen eine langfristige Dichotomie zwischen monetärem und realem Sektor aus. Die Umsetzung dieser Argumentation in die Phillipskurven-Darstellung wird erstmals von LESCHKE vorgenommen, wobei die Kosten der Inflation erst ab einer gewissen positiven Inflationsrate auftreten.⁹³ Die so genannte modifizierte Eucken-Hayek-Kurve ist in Abbildung 6 dargestellt. Unterstrichen wird diese Beziehung durch eine empirische Analyse von LESCHKE für sieben europäische Länder (Deutschland, Belgien, Frankreich, Italien, Niederlande, Österreich, Großbritannien) und die USA für den Zeitraum von 1961 bis 1995. Diese Untersuchung zeigt, dass ein langfristiger stabiler Trade-off zwischen Inflation und Beschäftigung nicht besteht. Vielmehr senkt eine steigende Inflationsrate langfristig das Wachstum, das Bruttoinlandsprodukt und folglich die Beschäftigung.⁹⁴ Daher erscheint es ratsam, auf die kurzfristigen positiven Effekte zu verzichten und die Geldpolitik nur mit dem Ziel der Preisniveaustabilität zu betreiben.

⁹³ Vgl. LESCHKE (1999), S. 59 und LESCHKE/PIES (2001), S. 13.

⁹⁴ Vgl. LESCHKE (1999), S. 46.

Abbildung 6: Modifizierte Eucken-Hayek-Kurve



Quelle: In Anlehnung an LESCHKE/PIES (2001), S. 13, eigene Darstellung.

Die aus der Finanzwissenschaft bekannte Ziel-Mittel-Träger-Kompetenzverteilungsregel (ZMT-Regel) unterstreicht diese Konsequenz. Um Konflikte zu vermeiden, fordert die ZMT-Regel, dass nicht harmonisierte Ziele jeweils nur einem Mittel und einem Träger zugeordnet werden.⁹⁵ Wäre die Geldpolitik auch für die Beschäftigung zuständig, müsste sie gleichzeitig für Fehler in der Tarifpolitik aufkommen und die eigentlich Schuldigen würden aus ihrer beschäftigungspolitischen Verantwortung entlassen.⁹⁶

Einige Autoren bestätigen zwar, dass die Geldpolitik die Beschäftigung und die Produktion nicht langfristig erhöhen kann, aber sie fordern demgegenüber, dass die Geldpolitik die Konjunkturschwankungen glätten soll.⁹⁷ Damit bleibt jedoch das Problem der Verantwortung für einen Beschäftigungsrückgang bestehen. Darüber hinaus ist der monetäre Transmissionsprozess sehr komplex und nicht ausreichend bekannt. Das mangelnde Wissen über den Transmissionsprozess, aber auch andere Faktoren wie Informationsdefizite oder geringe Reaktionsgeschwindigkeiten (siehe Abbildung 7) führen zu langen und variablen Wirkungsverzögerungen, die eine vernünftige Steuerung der realen Effekte sehr schwierig machen. Es besteht daher sogar die Gefahr, dass die Geldpolitik die Konjunkturschwankungen noch verstärkt.⁹⁸

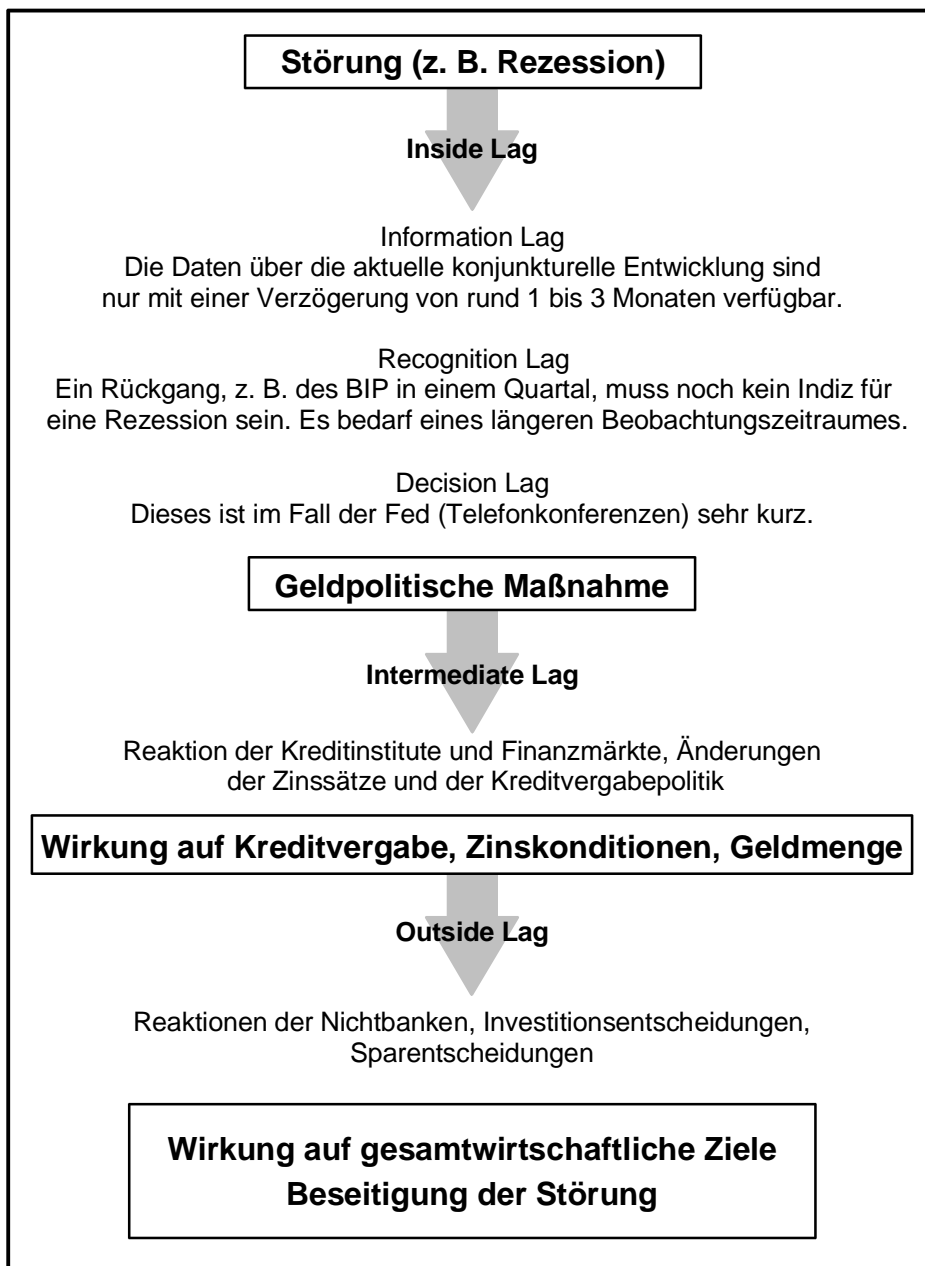
⁹⁵ Vgl. GROSSEKETTLER (1995), S. 544.

⁹⁶ Vgl. BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 105.

⁹⁷ Vgl. MANKIW (2001), S. 15.

⁹⁸ Vgl. BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 104.

Abbildung 7: Wirkungsverzögerungen in der Geldpolitik



Quelle: In Anlehnung an BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 130, eigene Darstellung.

Als Fazit des ersten Analysepunktes kann festgehalten werden, dass die Zielsetzung des Federal Reserve Systems nicht optimal ist. Die amerikanische Zentralbank sollte daher nicht ihr duales Mandat beibehalten, sondern Preisniveaustabilität als einziges Ziel festlegen.

3.2 Die Notenbankverfassung als Grundlage einer stabilitätsorientierten Geldpolitik

3.2.1 Das Problem der Zeitinkonsistenz

Argumente, warum der kurzfristige Trade-off zwischen Beschäftigung und Inflation nicht ausgenutzt werden sollte, generiert ebenfalls das Problem der Zeitinkonsistenz. Damit wird die Analyse in einen institutionellen Rahmen überführt und das Problem der optimalen Geldpolitik zu einem Ordnungsproblem, dessen Lösung im Bereich der Notenbankverfassung liegt. Diesbezüglich soll im Folgenden geklärt werden, welche institutionellen Rahmenbedingungen erforderlich sind, um das Ziel einer Geldwertstabilität zu erreichen.

Zeitinkonsistenz bezeichnet im Zeitablauf ein nicht konsistentes Festhalten an einer Ankündigung eines Entscheidungsträgers. Das bedeutet, dass Anreize fehlen, ein einmal gegebenes Versprechen im Zeitverlauf einzuhalten. Zeitinkonsistenz wird zu einem Problem, wenn die fehlenden Anreize antizipiert werden und es zu einer kollektiven Selbstschädigung kommt. Sowohl derjenige, der das Versprechen gibt, als auch derjenige, der es zu Recht nicht glaubt, ist negativ von dem Problem betroffen.⁹⁹ Im Rahmen der Geldpolitik besteht die Problematik darin, dass die Notenbank mit einer Überraschungsinflation den kurzfristigen Phillipskurven-Trade-off ausnutzt, wenn ihre Zielfunktion einer gesamtwirtschaftlichen Zielfunktion entspricht, die die Kosten von Inflation und die negativen Folgen von Arbeitslosigkeit enthält. Ziel der Notenbank ist es, positive Beschäftigungseffekte zu erzielen. Jedoch wird diese Absicht von den mit rationalen Erwartungen ausgestatteten Wirtschaftssubjekten antizipiert und es ergibt sich eine erhöhte Inflation ohne Beschäftigungseffekte.¹⁰⁰

Spieltheoretisch entspricht das Problem einem Gefangenendilemma, das zu einem Gleichgewicht mit einem pareto-inferioren Ergebnis führt.¹⁰¹ Die Zentralbank verkündet eine stabilitätsorientierte Geldpolitik ($\pi = 0$), von deren Richtigkeit sie überzeugt ist. Wenn sich die Wirtschaftssubjekte an dieser Ankündigung orientieren ($\pi^e = 0$) und langfristige Verträge, wie z. B. Tarifverträge, darauf abstimmen, ist die

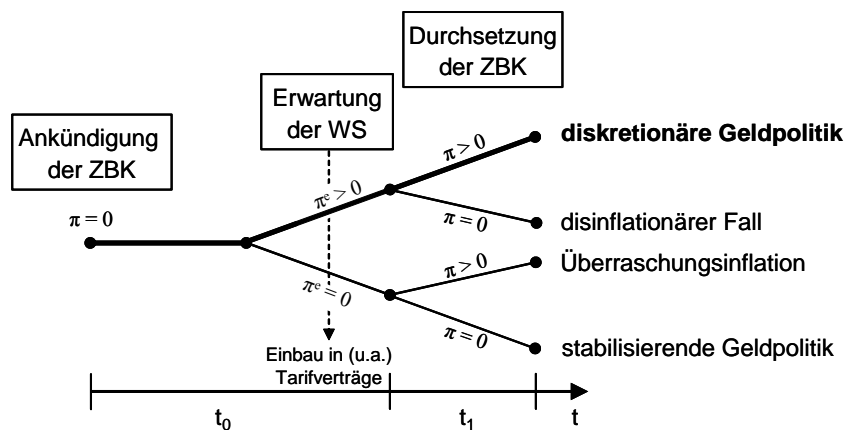
⁹⁹ Vgl. LESCHKE/PIES (2001), S. 14.

¹⁰⁰ Vgl. BORCHERT (2001), S. 215.

¹⁰¹ Die Darstellung des Problems der Zeitinkonsistenz geht auf den Aufsatz von KYDLAND und PRESCOTT (1977) zurück. Mittlerweile hat das Thema auch Eingang in die Lehrbücher gefunden. Vgl. beispielsweise BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 137 ff., ILLING (1997), S. 161 ff. sowie BORCHERT (2001), S. 215 ff.

Strategie der Zentralbank nicht mehr optimal. Für die Notenbank ergibt sich nun die Möglichkeit, über eine Überraschungsinflation ($\pi > 0$) die Reallöhne zu senken und so positive Beschäftigungswirkungen zu erzielen. Da die Wirtschaftssubjekte rationale Erwartungen haben, wissen sie um diese Möglichkeit der Zentralbank und orientieren sich nicht an der Ankündigung der Notenbank, sondern an einer höheren erwarteten Inflationsrate ($\pi^e > 0$), um Kosten auf Grund der Erwartungsfehler zu vermeiden. Dann hat die Zentralbank keine andere Wahl, als die Inflationsrate zu erhöhen ($\pi > 0$), um keine negativen Beschäftigungswirkungen auf Grund von Reallohnsteigerungen zu erzielen. Dieses Dilemma ist als Entscheidungsbaum in Abbildung 8 dargestellt.

Abbildung 8: Entscheidungsbaum bei Zeitinkonsistenz



Quelle: In Anlehnung an LESCHKE/PIES (2001), S. 17, eigene Darstellung.

Der Gleichgewichtszustand ist somit kein optimales Ergebnis, da es keine Beschäftigungseffekte gibt, sondern nur Kosten einer Inflation. Wenn die Phillipskurve von EUCKEN und VON HAYEK gilt, kommt es sogar zu negativen Beschäftigungswirkungen. Das Gleichgewicht ist gegenüber der Situation einer stabilisierenden Geldpolitik eindeutig pareto-inferior. Vor dem Hintergrund des Zeitinkonsistenzmodells wird deutlich, dass makroökonomische Größen nicht von einem Akteur planbar sind, sondern sich aus dem Zusammenspiel aus Privaten und Politik ergeben.¹⁰²

In der Literatur existieren drei Möglichkeiten zur Lösung des Zeitinkonsistenzproblems:

¹⁰² Vgl. LESCHKE/PIES (2001), S. 18.

- Ernennung eines konservativen Zentralbankpräsidenten,¹⁰³
- Schaffung eines optimalen Zentralbankkontraktes mit einer Straffunktion,¹⁰⁴
- Unabhängigkeit der Zentralbank.¹⁰⁵

Mit der Ernennung eines konservativen Zentralbankpräsidenten ist eine Präferenz für niedrige Inflationsraten vorhanden. In seiner Kostenfunktion spielt nur die Preisniveaustabilität eine Rolle, da er kein Interesse hat, die Arbeitslosigkeit zu bekämpfen. Somit wird das Problem der Zeitinkonsistenz theoretisch gelöst. Kritisch anzumerken ist jedoch, dass der Lösungsweg mit Hilfe von Präferenzen erreicht wird und nicht durch Restriktionen, wie es nach der ökonomischen Theorie sinnvoll wäre.¹⁰⁶ Es stellt sich auch die Frage, wie der Zentralbankpräsident auf Druck seitens der Regierung und der Öffentlichkeit reagieren kann. Entweder er ändert seine Präferenzen, oder er muss von seinem Amt zurücktreten, bevor es zu seiner Entlassung kommt. Damit wird dem konservativen Zentralbankpräsidenten die ursprüngliche Zielfunktion aufgedrängt. Das Problem der Zeitinkonsistenz bleibt bestehen.

Der zweite Lösungsvorschlag fordert einen Zentralbankkontrakt, in dem als Ziel eine bestimmte Inflationsrate festgelegt ist. Darüber hinaus ist eine Straffunktion verankert, die bei einer Zielabweichung zu Gehaltskürzungen oder gar zur Entlassung der geldpolitischen Entscheidungsträger führt. Dadurch sind nicht mehr allein die sozialen Kosten in Form von Arbeitslosigkeit und Inflation für die Geldpolitik entscheidend. Es entstehen zusätzliche Kosten bei dem Versuch einer Ausnutzung des kurzfristigen Phillipskurven-Trade-offs. Diese Kosten müssen zusammen mit den Kosten von Inflation den Nutzen aus einer erhöhten Beschäftigung überkompensieren. Die Zentralbank wird sich demnach an ihr Stabilitätsversprechen halten. Allerdings stellt sich die Frage, ob derartige Sanktionen tatsächlich durchgeführt werden, da Politiker auf Grund ihrer Wiederwahlrestriktion an kurzfristigen Beschäftigungswirkungen interessiert sind. Damit ist die Drohung mit Sanktionen nicht sehr glaubwürdig, da kein Kläger vorhanden ist.¹⁰⁷

¹⁰³ Vgl. ROGOFF (1985), S. 1177 ff.

¹⁰⁴ Vgl. LOHMANN (1992), S. 273 ff.

¹⁰⁵ Vgl. BLINDER (1987), S. 406 ff.

¹⁰⁶ Vgl. ERLEI/LESCHKE/SAUERLAND (1999), S. 4 f.

¹⁰⁷ Vgl. MCCALLUM (1997), S. 108 ff.

Daneben geht mit einer vertraglichen Bindung die notwendige Flexibilität verloren, auf exogene Schocks zu reagieren. Denn in der realen Welt ist es sehr schwierig, eine diskretionäre Politik von einer notwendigen Reaktion auf Schocks zu unterscheiden. Diese Unterscheidung ist jedoch zwingend notwendig, um die Sanktionen für ein geldpolitisches Fehlverhalten im Vertrag festzuhalten. Allerdings ist es nicht zu realisieren, alle Ereignisse die möglicherweise eintreten können, in einem Vertrag aufzuführen. Darin zeigt sich erneut die Schwäche des Lösungsvorschlages für die Praxis.¹⁰⁸

Der dritte Lösungsvorschlag hat zum Ziel, die geldpolitischen Befugnisse von der Tagespolitik unabhängig zu gestalten, damit der Zeithorizont der Zentralbank ausgedehnt wird. Ist dies der Fall, wird nicht nur der kurzfristige positive Effekte der Ausnutzung des Phillipskurven-Trade-offs berücksichtigt, sondern auch die langfristigen negativen Wirkungen von Inflation auf die Beschäftigung. Dieses Optimum der Lösungsansätze für das Problem der Zeitinkonsistenz hat sich auch in der Praxis durchgesetzt. Daher soll im Folgenden dargestellt werden, durch welche konkreten Regelungen einer Notenbankverfassung ein möglichst hohes Maß an Unabhängigkeit erreicht werden kann, und ob das Federal Reserve System diesen Anforderungen entspricht.

3.2.2 Unabhängigkeit der Zentralbank

Die Unabhängigkeit einer Zentralbank sollte so konzipiert sein, dass sie kurz- und mittelfristig keinem Einfluss der Regierung unterliegt, also von politischer Einflussnahme abgeschirmt ist.¹⁰⁹ So können die geldpolitischen Entscheidungs-träger auf Grund ihres längerfristigen Zeithorizontes die langen Wirkungsverzögerungen monetärer Impulse in vollem Umfang berücksichtigen.¹¹⁰ Allerdings sind auch dieser Unabhängigkeit Grenzen gesetzt. Beispielsweise muss gewährleistet sein, dass bei einer dauerhaften Nichtbeachtung der Präferenzen des Publikums die geldpolitischen Entscheidungsträger ausgetauscht werden können.¹¹¹ Wie hoch das Maß an Verantwortlichkeit gegenüber dem Publikum ist, hängt vom Demokratieverständnis des jeweiligen Staates ab. In Großbritannien, Neuseeland und Kanada ist die Unabhängigkeit sehr begrenzt. In den USA und den kontinentaleuropäischen Staaten

¹⁰⁸ Vgl. LESCHKE/PIES (2001), S. 21.

¹⁰⁹ Vgl. BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 182.

¹¹⁰ Vgl. EBENDA, S. 187.

¹¹¹ Vgl. FISCHER (1995), S. 205.

wird die Verantwortung gegenüber dem Publikum auf kurze Sicht eher durch informelle Mechanismen wie z. B. öffentliche Kritik durchgesetzt. Auf längere Sicht kann dies etwa durch Verhinderung einer Wiederwahl des amtierenden Zentralbankpräsidenten geschehen. Gegen ein massives Fehlverhalten wird als ultima Ratio durch eine Änderung des Notenbankgesetzes vorgegangen.¹¹²

Nach diesen grundlegenden Aspekten von Unabhängigkeit, soll nun untersucht werden, durch welche konkreten Regeln Unabhängigkeit im Federal Reserve System erreicht wird. Zur Definition von Unabhängigkeit wird die Klassifikation von GRILLI/MASCIANDRO/TABELLINI herangezogen. Dort wird zwischen politischer und ökonomischer Unabhängigkeit unterschieden. Unter politischer Unabhängigkeit wird die Fähigkeit einer Notenbank verstanden, das Ziel der Preisniveaustabilität zu verfolgen, ohne dass es zu informellen oder formellen Weisungen kommt, die diese Fähigkeit beeinträchtigen. Ökonomische Unabhängigkeit liegt dann vor, wenn die geldpolitischen Entscheidungsträger über alle geldpolitischen Transaktionen bestimmen können, die Auswirkungen auf die Geldbasis oder den Geldmarktzins haben.¹¹³

Politische Unabhängigkeit

Um die Notenbank vor informellen oder formellen Weisungen zu schützen sind eine Reihe von Detailregelungen zu beachten. Zuerst einmal muss das Ziel der Preisniveaustabilität im Notenbankgesetz verankert sein. Falls die Notenbank auch andere Ziele verfolgen soll, muss das Ziel der Preisniveaustabilität eindeutig Vorrang besitzen. Dass heißt, die anderen Ziele dürfen nur so weit verfolgt werden, wie sie dem primären Ziel nicht widersprechen.¹¹⁴ Im Gegensatz zur EZB und der Deutschen Bundesbank, die diesen Anforderungen genügen, ist im Federal Reserve Act keine eindeutige Dominanz der Inflationsbekämpfung festgelegt.

Die politische Unabhängigkeit ist relativ hoch, wenn die Amtszeiten möglichst lang und im Notenbankgesetz fixiert sind.¹¹⁵ Je länger die Amtsperioden sind, desto geringer ist die Möglichkeit politischen Druck gegenüber dem Zentralbankgremium durchzusetzen. Können die geldpolitischen Entscheidungsträger jederzeit von Re-

¹¹² Vgl. BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 191.

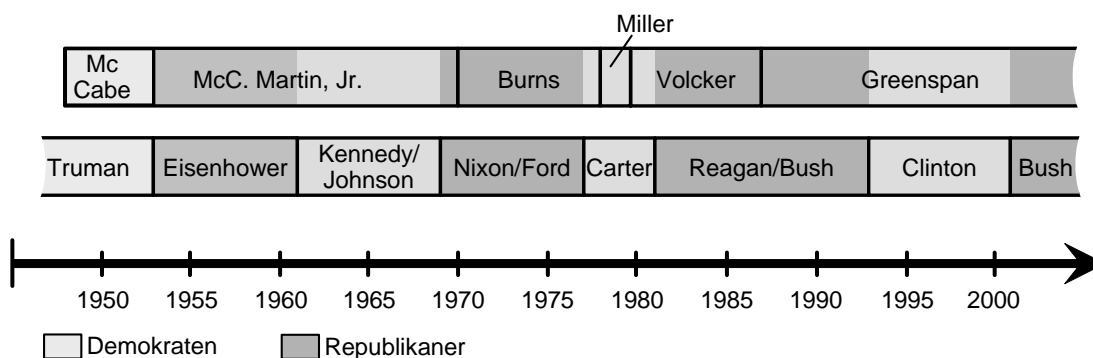
¹¹³ Vgl. GRILLI/MASCIANDRO/TABELLINI (1991), S. 366.

¹¹⁴ Vgl. BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 191.

¹¹⁵ Vgl. GRILLI/MASCIANDRO/TABELLINI (1991), S. 367.

gierungsseite abgesetzt werden, ist eine unabhängige Geldpolitik nicht mehr möglich. In den USA ist die Amtsperiode der Mitglieder des Board of Governors mit vierzehn Jahren relativ lang. Da die Entlohnung für diese Posten im Gegensatz zur freien Wirtschaft sehr gering ausfällt, treten viele Mitglieder vor dem Ablauf der Amtsperiode zurück.¹¹⁶ Für die Mitglieder von 1948 bis heute beträgt die durchschnittliche Amtszeit nur 6,5 Jahre.¹¹⁷ In Folge der relativ kurzen Amtsperiode des Chairman, fällt seine Wahl bzw. Wiederwahl stets in eine neue Legislaturperiode. Die durchschnittliche Amtsdauer der sechs Chairman seit 1948 entspricht mit ungefähr acht Jahren der durchschnittlichen Länge der jeweiligen Regierungszeit einer Partei im Weißen Haus.¹¹⁸ In Abbildung 9 sind die zeitlichen Zusammenhänge zwischen Regierung und Chairman dargestellt. Ein eindeutiger Zusammenhang zwischen Regierungswechsel und neuem Chairman besteht jedoch nicht. So wurden drei der sechs Chairman trotz Machtwechsel im Weißen Haus wiedergewählt.

Abbildung 9: Chairman und Präsidenten in den USA seit 1948



Quelle: BOARD OF GOVERNORS (2001), S. 304 ff., eigene Darstellung.

Der indirekte Einfluss der Regierung kann auch dadurch minimiert werden, dass die geldpolitischen Entscheidungsträger nicht allein von der Regierung bestimmt werden. Diese Diversifikation der Nominierungsinstanzen ist typisch für föderative Staaten wie den USA. Da nur die Mitglieder der Federal Reserve Banks direkt vom Publikum bestimmt werden und sie über wenig Einfluss auf die Geldpolitik verfügen, kann dieser Effekt auf die politische Unabhängigkeit in den USA aber vernachlässigt werden. Entscheidend ist die Tatsache, dass das Federal Reserve System unabhän-

¹¹⁶ Vgl. HENNING (1994), S. 197.

¹¹⁷ Vgl. BOARD OF GOVERNORS (2001), S. 304 f., eigene Berechnung.

¹¹⁸ Vgl. HENNING (1994), S. 107.

gig von Weisungen der Regierung ist.¹¹⁹ Diese Unabhängigkeit wird durch die Drohung der Notenbank, bei Druck von der Regierungsseite das Gegenteil der Weisungen zu tun, noch verstärkt.¹²⁰

Ein weiterer entscheidender Faktor für eine politische Unabhängigkeit ist die zeitliche Überlappung der Amtszeiten. Dadurch kann vermieden werden, dass vor einer Parlamentswahl die gesamte Notenbankleitung ausgewechselt wird.¹²¹ In den USA ist diese revolvierende Nominierung im Board of Governors gewährleistet, da sich auch bei einem vorzeitigen Rücktritt die Nominierungstermine nicht verschieben und alle zwei Jahre ein neues Mitglied gewählt wird.

Um zu verhindern, dass die Regierung informellen Einfluss ausüben kann, indem sie den geldpolitischen Entscheidungsträgern gut bezahlte Posten in anderen Bereichen des öffentlichen Sektors anbietet, wird gefordert, dass die Gehälter der Mitglieder der Notenbank deutlich höher sind als in vergleichbaren Positionen.¹²² In den USA sind die Gehälter zwar nicht sehr hoch, da aber das Federal Reserve System eine der angesehensten öffentlichen Einrichtung weltweit ist, ist es für die Notenbankmanager kein Problem, eine Anstellung in der freien Wirtschaft zu finden, so dass die Gefahr einer Bestechung durch Jobangebote im öffentlichen Bereich nicht hoch ist. Allerdings sollte im Notenbankgesetz fixiert sein, dass während der Amtszeit keine andere Tätigkeit in der Privatwirtschaft, im öffentlichen Dienst und in politischen Parteien erlaubt ist. Dies ist im Federal Reserve System zwar nicht explizit fixiert, jedoch musste Greenspan seine Consultingfirma bei Amtsantritt auf Druck des Senatausschusses für Bankangelegenheiten schließen, um Interessenskonflikte zu vermeiden.¹²³

Des Weiteren ist es für die politische Unabhängigkeit notwendig, dass die Notenbank auch finanziell unabhängig ist.¹²⁴ Die Budgets des Board of Governors und der Federal Reserve Banks werden nicht vom Kongress oder der Regierung kontrolliert. Mit den Einnahmen können sowohl das Tagesgeschäft als auch die Gehälter der

¹¹⁹ Vgl. GRILLI/MASCIANDRO/TABELLINI (1991), S. 367 f.

¹²⁰ Vgl. WOODWARD (2000), S. 75.

¹²¹ Vgl. BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 194.

¹²² Vgl. EBENDA, S. 195.

¹²³ Vgl. MARTIN (2001), S. 219 f.

¹²⁴ Vgl. BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 197.

Notenbanker ausreichend finanziert werden. Der jährliche, nicht unerhebliche, Überschuss wird anschließend dem US-Schatzamt überwiesen.¹²⁵

Ökonomische Unabhängigkeit

Die ökonomische Unabhängigkeit wird vor allem dadurch bestimmt, ob die Regierung die Höhe der Notenbankkredite an öffentliche Haushalte beeinflussen kann und inwieweit die geldpolitischen Instrumente unter der Kontrolle der Notenbank stehen. Wenn die Regierung den Umfang und die Konditionen der Kredite beeinflussen kann, hat das auch Auswirkungen auf die Geldbasis. In den USA ist das Kreditlimit klar beschränkt und die Kreditkonditionen liegen in der Hand der Notenbank.¹²⁶ Die Verfassung der EZB geht darüber hinaus und verbietet eine Gewährung von Krediten an öffentliche Einrichtung.¹²⁷ Die geldpolitischen Instrumente liegen alle in der Hand des Federal Reserve Systems. Die Währungspolitik wird neben dem Federal Reserve System auch vom US-Schatzamt kontrolliert. Da bei Interventionen aber eine automatische Sterilisationspolitik betrieben wird, hat diese geteilte Verantwortung kein Einfluss auf die Geldpolitik.¹²⁸

Insgesamt betrachtet genügt die amerikanische Notenbank grundsätzlich den Anforderungen für eine stabilitätsorientierte Politik. Kritisch ist die fehlende Verankerung der Preisniveaustabilität als dominierendes Ziel im Federal Reserve Act und die relativ kurze Amtsperiode des Chairman anzumerken. In Studien zur Unabhängigkeit von Zentralbanken vor der Gründung der EZB werden meistens nur die Zentralbanken der Schweiz und der Bundesrepublik Deutschland als unabhängiger angesehen.¹²⁹ Die EZB erfüllt alle Anforderungen zur ökonomischen und politischen Unabhängigkeit und ist daher unabhängiger als die Deutsche Bundesbank.¹³⁰

¹²⁵ Vgl. HENNING (1994), S. 109.

¹²⁶ Vgl. GRILLI/MASCIANDRO/TABELLINI (1991), S. 386 f.

¹²⁷ Vgl. Art. 104 EGV.

¹²⁸ Vgl. HENNING (1994), S. 109 ff.

¹²⁹ Vgl. ALESINA/SUMMERS (1993), S. 160 und GRILLI/MASCIANDRO/TABELLINI (1991), S. 368 f.

¹³⁰ Vgl. BORCHERT/KÖSTERS/LESCHKE/POLLEIT (2001), S. 6 ff.

3.3 Notenbanktechniken zur konkreten Ausgestaltung der Geldpolitik

3.3.1 Geldpolitische Konzeption im engeren Sinne

Die geldpolitischen Entscheidungsträger werden kontinuierlich mit einer Vielzahl makroökonomischer Daten wie z. B. Arbeitslosenquote, Bruttoinlandsprodukt oder Nettoinvestitionen konfrontiert. Im Idealfall besitzen sie ein umfassendes und zuverlässiges gesamtwirtschaftliches Modell, um damit die für die Geldpolitik relevanten Daten zu identifizieren, den Einfluss von Änderungen dieser Parameter auf das Endziel der Preisniveaustabilität zu ermitteln und festzulegen, wie das Operating Target (in diesem Fall die Federal Funds Rate) geändert werden muss, um das Endziel zu erreichen. Ein Modell, das diesen Anforderungen entspricht, gibt es jedoch nicht: „There is, regrettably, no simple model of the American economy that can effectively explain the levels of output, employment, and inflation. In principle, there may be some unbelievably complex set of equations that does that. But we have not been able to find them, and do not believe anyone else has either.“¹³¹ Trotzdem können die aus diesem Prozess abgeleiteten Entscheidungen nur dann konsistent sein, wenn eine geldpolitische Konzeption im engeren Sinne verfolgt wird. Darunter versteht man Handlungsanweisungen, die auf Vorstellungen über den Transmissionsprozess monetärer Impulse basieren. Ausgerichtet sind diese Handlungsanweisungen an einem expliziten nominellen Anker wie dem Wechselkurs, der Inflationsrate oder einem monetären Aggregat. Dass sich die Geldpolitik an einer bestimmten Konzeption ausrichtet, hat folgende Vorteile: Im Innenverhältnis muss nicht ständig eine Grundsatzdiskussion über geldpolitische Wirkungszusammenhänge geführt werden. Im Außenverhältnis kann die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik erhöht werden. Dadurch, dass die Notenbank bekannt gibt, an welcher Konzeption sie sich ausrichtet, wird das Publikum in seinen Erwartungen stabilisiert. Es kann frühzeitig erkennen, ob die Maßnahmen der Geldpolitik weiterhin stabilitätsorientiert sind oder die Notenbank eine Überraschungsinflation durchführen will. Durch dieses frühzeitige Erkennen wird die geplante Politikänderung jedoch unmöglich. Die Notenbank bindet sich dadurch selbst.¹³² Dies ist ein weiterer Beitrag zur Lösung des Zeitinkonsistenzproblems.

¹³¹ GREENSPAN (1996), S. 5.

¹³² Vgl. BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 242 f.

Die amerikanische Geldpolitik unter Greenspan hat keinen nominellen Anker. Es wurde bis jetzt auch noch kein expliziter geldpolitischer Rahmen kommuniziert.¹³³ Die Strategie, die das Federal Reserve System verfolgt, ist ein vorsichtiges Beobachten von Signalen einer zukünftigen Inflation, verbunden mit periodischen Präventivmaßnahmen gegen eine drohende Inflation. Es kann somit als eine ‚just-do-it‘-Politik beschrieben werden.¹³⁴ Bei dieser Art der Politik steht und fällt der Erfolg mit der Qualität der Mitarbeiter, insbesondere des Chairman: „I think it is fair to say that right now the nominal anchor in the United States is Alan Greenspan.“¹³⁵ Da die Amtszeit von Greenspan spätestens 2006 endet, sollte das Federal Reserve System sich selbst eine geldpolitische Konzeption im engeren Sinne auferlegen. In der Praxis sind überwiegend drei verschiedene Konzeptionen, das Exchange-Rate Targeting, das Monetary Targeting und das Inflation Targeting anzutreffen.

Exchange-Rate Targeting

Der Wechselkurs als nomineller Anker, d. h. eine Anbindung der heimischen Währung an eine fremde Währung, hat eine lange Tradition. Damit werden die oben aufgezeigten Entscheidungen an einen anderen geldpolitischen Entscheidungsträger delegiert, der als besonders glaubwürdig angesehen wird.¹³⁶ Gerade die Renaissance der Currency Boards in den vergangenen Jahren zeigt, dass feste Wechselkurse als geldpolitische Konzeption dienen können.¹³⁷ Exchange-Rate Targeting ist jedoch nur für kleine, offene Volkswirtschaften eine Möglichkeit, die Geldpolitik zu gestalten.¹³⁸ Für die USA ist diese Konzeption irrelevant, daher wird sie hier nicht näher erläutert.

Monetary Targeting

Eine weitere Alternative ist das Konzept des Monetary Targeting. Hierbei wird das Preisniveau über die Geldmenge gesteuert. Als theoretischer Hintergrund für dieses Konzept dient die Quantitätsgleichung:

$$M \cdot V = HV \cdot P$$

¹³³ Vgl. MANKIW (2001), S. 50.

¹³⁴ Vgl. BERNANKE/LAUBACH/MISHKIN/POSEN (1999), S. 307.

¹³⁵ MISHKIN (2000), S. 9.

¹³⁶ Vgl. MISHKIN (1999), S. 2.

¹³⁷ Zur näheren Erläuterung zum Currency Board vgl. z. B. DIECKHEUER (2001), S. 280 ff.

¹³⁸ Vgl. MISHKIN (1999), S.12.

M ist die Geldmenge in einer Volkswirtschaft, V die Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge, HV das reale Handelsvolumen und P der Preisindex der durchgeführten Transaktionen. Wenn man davon ausgeht, dass sich das reale Handelsvolumen einer Volkswirtschaft proportional zum realen Volkseinkommen entwickelt, kann man die Gleichung wie folgt aufstellen:

$$M \cdot V = Y \cdot P$$

Bis jetzt beschreibt diese Gleichung nur eine Tautologie und noch keine Theorie. Zur Quantitätstheorie kommt es erst durch zwei Annahmen: Zum einen wird davon ausgegangen, dass die Umlaufgeschwindigkeit im Zeitablauf relativ konstant ist. Sie wird bestimmt durch institutionelle Settings, z. B. Zahlungssitten, aber auch durch die Technologie des Zahlungsverkehrs. Zum anderen wird unterstellt, dass auch das reale Volkseinkommen konstant ist. Somit kann das Preisniveau perfekt durch die Geldmenge gesteuert werden.

$$M \cdot \bar{V} = \bar{Y} \cdot P$$

Die Quantitätstheorie wird realistischer, wenn man die Quantitätsgleichung in Wachstumsraten ausdrückt und annimmt, dass die Veränderungsrate der Umlaufgeschwindigkeit und die Wachstumsrate des Volkseinkommens lediglich exogen gegeben sind. Wird darüber hinaus davon ausgegangen, dass die Wachstumsrate des Volkseinkommens auf langer Sicht konstant ist, folgt das Volkseinkommen langfristig einem Pfad. Der Pfad wird auch als Produktionspotenzial bezeichnet.

$$m + v^{ex} = y^{ex} + \pi \text{ bzw. nach } m \text{ umgestellt: } m = y^{ex} + \pi - v^{ex}$$

Die Veränderungs- bzw. Wachstumsraten der einzelnen Größen werden mit dem jeweiligen Kleinbuchstaben bezeichnet. Eine Ausnahme bildet die Veränderungsrate des Preisniveaus, die nichts anderes als die Inflationsrate darstellt.¹³⁹ Die Deutsche Bundesbank, die bis zur Schaffung der EZB die Strategie des Monetary Targeting verfolgte, ermittelte an Hand dieser Gleichung ihren durchschnittlichen Zielwert für die Geldmengensteigerung. Ein Zahlenbeispiel soll dies verdeutlichen: Bei einer sinkenden Umlaufgeschwindigkeit von 1 Prozent, einer Steigerung des Produktionspotenzials um 2,5 Prozent und einer Zielinflation von 2 Prozent liegt das Geldmengenziel bei 5,5 Prozent.¹⁴⁰

¹³⁹ Vgl. BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), 248 ff. und 473 ff., sowie 550 ff.

¹⁴⁰ Diese Daten entsprechen den Werten der Deutschen Bundesbank von 1994 und 1996.

In den USA wurde für eine gewisse Zeit auch nach dem Konzept des Monetary Targeting gehandelt. Das Problem für die USA bestand jedoch in einer mangelnden Stabilität der Umlaufgeschwindigkeit. Durch die aufkommenden Finanzinnovationen wurde diese Größe sehr volatil.¹⁴¹ Daher stellt das Monetary Targeting mittlerweile keine Option mehr für das Federal Reserve System dar.

Inflation Targeting

Als Alternative bleibt daher das Inflation Targeting. Diese Strategie einer direkten Steuerung verfolgte erstmals die Notenbank Neuseelands im Jahre 1989. Diesem Beispiel folgten Kanada (1991), Großbritannien (1992), Schweden (1992), Finnland (1992 bis 1998) und Spanien (1994 bis 1998). Alle Länder hatten zuvor schlechte Erfahrungen mit dem Monetary oder dem Exchange-Rate Targeting gemacht und entschieden sich deshalb für einen Wechsel zur Politik des Inflation Targeting.

Bei einem Inflation Targeting wird von der Notenbank ein bestimmtes Inflationsziel verkündet, das mit allen der Notenbank zur Verfügung stehenden Mitteln erreicht werden soll. Der entscheidende Faktor sind dabei die Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte. Sie werden durch die Veröffentlichung von Inflationsprognosen und der Veränderung des Geldmarktzinses beeinflusst, wodurch die Notenbank Einfluss auf das Nachfrage- und Preissetzungsverhalten des Publikums nimmt. Der zugehörige Transmissionsprozess ist in Abbildung 10 dargestellt.

Abbildung 10: Das Phasenschema des Inflation Targeting

Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 3	Phase 4
Erstellung von Inflationsprognosen durch die Zentralbank	a) Veränderung des nominalen und realen Geldmarktsatzes b) Verkündung des Inflationsziels bzw. der -prognose	Veränderung der Inflationserwartungen	Anpassung des Nachfrage- und Preissetzungsverhaltens an geänderte Erwartungen	Veränderungen der Inflationsrate

Quelle: In Anlehnung an LESCHKE (1999), S. 201, eigene Darstellung.

Gelingt es der Notenbank, die Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte zu beeinflussen, so werden die Erwartungen zu so genannten ‚Self-Fulfilling-Prophe-

¹⁴¹ Vgl. FRIEDMAN/KUTTNER (1996), S. 110 ff.

cies'. Hierzu müssen jedoch die Inflationsprognosen fundiert, regelmäßig und leicht verständlich sein. Eine nachvollziehbare Inflationsdiagnose vergangener Inflationsentwicklungen ist ebenfalls notwendig. Das Inflation Targeting ist dabei, im Gegensatz zum Monetary Targeting, nicht an einen bestimmten Indikator gebunden. Es stellt vielmehr eine Mantel-Strategie dar. Der Mantel beeinflusst und stabilisiert die Erwartungen nach außen. Im Inneren lässt diese Strategie der Notenbank Freiräume zu, um flexibel und nach neuesten Erkenntnissen Inflationsprognosen und -diagnosen zu erstellen.¹⁴²

Die bisherigen Erfahrungen mit Inflation Targeting waren sehr erfolgreich, wobei es bis dato noch zu keiner kritischen Situation gekommen ist. In den neunziger Jahren erreichten fast alle Industriestaaten niedrige Inflationsraten, egal welche geldpolitische Strategie sie verfolgten.¹⁴³ Inflation Targeting wird von diversen Autoren als bessere Alternative zur ‚just-do-it‘-Politik des Federal Reserve Systems und zum Monetary Targeting erachtet.¹⁴⁴

3.3.2 Geldpolitisches Instrumentarium

Das geldpolitische Instrumentarium sollte so beschaffen sein, dass die Notenbank in der Lage ist, das Ziel der Geldwertstabilität innerhalb ihrer gewählten Konzeption zu erreichen. Folgenden Anforderungen müssen die Instrumente gerecht werden: Die Geschäftsbanken müssen permanent mit Zentralbankgeld versorgt werden, die sie für den Bargeldumlauf, als Working Balance und zur Deckung ihrer Mindestreserveverpflichtung benötigen.¹⁴⁵ Diese Dauerrefinanzierung erfolgt in den USA überwiegend durch Offenmarktgeschäfte sowie am Diskontfenster. Weiterhin müssen die Instrumente so beschaffen sein, dass genügend Sterilisationspotenzial für eine interventionsbedingte Veränderung der Geldbasis zur Verfügung steht. Seit dem Zweiten Weltkrieg enthält das Portfolio des Federal Reserve Systems derart umfangreiche und vielfältige Bestände an US-Treasury-Securities, dass ein Mangel an Mitteln zur Sterilisation fast undenkbar ist.¹⁴⁶ Gleichzeitig ist es Aufgabe des geldpolitischen Instrumentariums, die Banken an die Zentralbank zu binden. Dies

¹⁴² Vgl. LESCHKE (1999), S. 200 ff.

¹⁴³ Vgl. BORCHERT (2001), S. 245.

¹⁴⁴ Vgl. BERNANKE/LAUBACH/MISHKIN/POSEN (1999), S. 309 ff.

¹⁴⁵ Vgl. BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 383.

¹⁴⁶ Vgl. CEASER (1981), S. 274.

wird durch die Mindestreservepolitik gewährleistet, die 1980 noch ausgeweitet wurde.

Neben diesen Anforderungen darf der Einsatz der Instrumente außerdem zu keinerlei allokativen Verzerrungen führen. Wenn es nämlich zu Marktinkonformitäten kommt, werden die Wirtschaftssubjekte auf Grund der äußerst geringen Transaktionskosten auf den Geld- und Kreditmärkten in andere Bereiche des nationalen Finanzmarktes oder in ausländische Märkte ausweichen. Unter Maßnahmen, die direkt in den Marktprozess eingreifen, fallen unter anderem Zinsobergrenzen und quantitative Beschränkungen für die Geschäftstätigkeiten. In den letzten zwanzig Jahren wurde sowohl in den USA als auch in Europa auf diese Maßnahmen verzichtet. So wurde die Regulation Q, die eine feste Obergrenze für die Verzinsung von Termin- und Spareinlagen vorschrieb, in den achtziger Jahren aufgehoben.¹⁴⁷

Damit entsprechen die Instrumente des Federal Reserve Systems den hier aufgeführten Anforderungen. Als Kritikpunkt ist jedoch zu erwähnen, dass die geringe Stellung von direkten Kreditfazilitäten wie dem Diskontfenster ein sehr aktives Eingreifen der Notenbank am Geldmarkt erforderlich macht, um die Zinsen zu steuern. Es handelt sich deshalb um kein besonders effizientes Konzept.¹⁴⁸

3.4 Transparenz in der Geldpolitik

Nach der kritischen Analyse der amerikanischen Geldpolitik in Anlehnung an BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER, wird dieser Analyserahmen nun verlassen und die Transparenz in der Geldpolitik betrachtet. Setzt man Transparenz mit einer Bereitstellung von möglichst vielen Informationen und einer hohen Detailliertheit dieser Informationen gleich, mündet das Streben nach möglichst hoher Transparenz in einem Informationsüberfluss. Die Wirtschaftssubjekte stoßen in diesem Fall schnell an ihre kognitiven Grenzen.¹⁴⁹ Die Informationen müssen daher strukturiert veröffentlicht und verständlich interpretiert werden, damit die Wirtschaftssubjekte die Informationen verarbeiten können. Deshalb soll hier unter Transparenz "a measure of genuine understanding and successful communication"¹⁵⁰ verstanden werden.

¹⁴⁷ Zur näheren Informationen über die Regulation Q vgl. BOFINGER (1987), S. 260 f.

¹⁴⁸ Vgl. BOFINGER/REISCHLE/SCHÄCHTER (1996), S. 443.

¹⁴⁹ Vgl. WINKLER (2000), S. 18.

¹⁵⁰ EBENDA, S. 26.

3.4.1 Nutzen und Grenzen der Transparenz

Der Vorteil von mehr Transparenz in der Geldpolitik ist die bessere Beeinflussung der Erwartungen der Marktteilnehmer. Die Inflationserwartungen sinken, wenn die Notenbank die Öffentlichkeit von ihren Stabilitätswillen in Bezug auf das Preisniveau überzeugen kann. Gelingt ihr das nicht, muss sie eine restriktive Geldpolitik einschlagen, um die überschießenden Inflationserwartungen zu bekämpfen. Die Folgen sind sowohl hohe kurzfristige Zinsen auf Grund der restriktiven Politik, als auch hohe langfristige Zinsen wegen der hohen Inflationsaufschläge. Dies führt zu negativen Effekten auf die Investitionstätigkeiten und das Wachstum.¹⁵¹

Durch fehlende Transparenz kann auch die Lösung des Zeitinkonsistenzproblems mit Hilfe der Unabhängigkeit der Notenbank scheitern. Denn wenn sowohl die Regierung als auch die Privaten durch mangelnde Kommunikation die Vorstellungen über den Phillipskurvenzusammenhang nicht mit der Notenbank teilen, wird der Druck auf die Notenbank zur Ausnutzung der *naiven Phillipskurve* immer größer. Keine noch so unabhängige Zentralbank kann eine Politik gegen eine gefestigte Mehrheitsmeinung auf Dauer durchsetzen.¹⁵²

Darüber hinaus muss ein unabhängiges Exekutivorgan in einer Demokratie über seine Handlungen Rechenschaft ablegen. Daher ergibt sich die Notwendigkeit von Transparenz auch aus Gründen der offiziellen Berichtspflichten heraus.¹⁵³

Der Transparenz sind jedoch Grenzen gesetzt. Eine vollständige Transparenz ist nicht möglich, da die Zusammenhänge von geldpolitischen Maßnahmen und makroökonomischen Größen komplex sind. Die Unsicherheit über die Wirkungszusammenhänge wird noch durch die langen und variablen Time Lags erhöht. Somit ist auch das Wissen über sämtliche Zusammenhänge innerhalb der Notenbank nur begrenzt vorhanden.¹⁵⁴ NIEHANS bringt dieses Problem auf den Punkt: „Die Wirtschaftswissenschaft darf jedoch nicht der Illusion verfallen, dass die Zentralbankpolitik je zu einer Wissenschaft wird. [...] Wie weit die Geldtheorie auch fortschreiten mag, die Zentralbankpolitik wird wahrscheinlich eine Kunst bleiben.“¹⁵⁵

¹⁵¹ Vgl. DEUTSCHE BUNDESBANK (2000), S. 17.

¹⁵² Vgl. LESCHKE (1999), S. 63.

¹⁵³ Vgl. DEUTSCHE BUNDESBANK (2000), S. 16.

¹⁵⁴ Vgl. EBENDA, S. 18.

¹⁵⁵ NIEHANS (1980), S. 336.

3.4.2 Implikation von Transparenz

Wie die Transparenz in der Geldpolitik konkret erhöht werden kann, ist nicht eindeutig. Es können zur Bewertung jedoch gewisse Kriterien herangezogen werden, die in Tabelle 3 aufgelistet und für einige wichtige Notenbanken überprüft worden sind. Die Kriterien spiegeln auch die Stellung der Transparenz im Analyserahmen in Abbildung 1 wider, wonach sie auf allen drei Ebenen anzusiedeln ist. Grundvoraussetzung für die Transparenz von Entscheidungen ist eine klare Definition der anvisierten Ziele. Am einfachsten kann Transparenz von Entscheidungen erreicht werden, wenn nur ein Ziel existiert. Bei mehreren Zielen sollte eine eindeutige Gewichtung der verschiedenen Ziele erfolgen. Die Klarheit lässt sich durch eine Quantifizierung der Ziele noch erhöhen, wobei jedoch eine zu enge Definition die Messprobleme unberücksichtigt lässt.¹⁵⁶

Um Transparenz zu schaffen, müssen die geldpolitischen Entscheidungsträger außerdem offen legen, mit welchen Mitteln sie ihre Ziele erreichen wollen. Daher sollten sie sich auf eine bestimmte geldpolitische Strategie festlegen und das Publikum davon überzeugen, dass das angestrebte Ziel mit der gewählten Konzeption erreicht werden kann. Auf Grund der komplexen Wirkungszusammenhänge ist eine möglichst einfache Entscheidungsregel jedoch problematisch. Trotzdem sollte die Strategie, nach der sich die Notenbank verhält, offen gelegt werden, damit die Wirtschaftssubjekte die Geldpolitik beurteilen können.¹⁵⁷

Die Veröffentlichung von Daten und Prognosen sowie die Bekanntgabe von Zinsentscheidungen sind weitere wichtige Bestandteile einer an Transparenz ausgerichteten Geldpolitik. Zum einen sollten die Veröffentlichungen möglichst frühzeitig erfolgen, zum anderen sollten nicht unbedingt alle Daten, sondern primär die entscheidungsrelevanten Größen zur Verfügung gestellt werden.¹⁵⁸

Als letztes Kriterium ist noch die Kommunikation zwischen der Notenbank und dem Publikum zu nennen. Hier sollte in regelmäßigen Abständen eine Einschätzung der Lage der Wirtschaft und der Geldpolitik erfolgen. Darüber hinaus sollten gegenüber dem Publikum auch die geldpolitischen Entscheidungen erläutert werden.¹⁵⁹

¹⁵⁶ Vgl. DEUTSCHE BUNDESBANK (2000), S. 21.

¹⁵⁷ Vgl. EBENDA, S. 22 f.

¹⁵⁸ Vgl. EBENDA, S. 24 f.

¹⁵⁹ Vgl. EBENDA, S. 28.

Tabelle 3: Transparenz in der Geldpolitik

	Federal Reserve	Eurosystem	Bank of England	nachrichtlich: Bundesbank
Ziele				
Festlegung eines vorrangigen Endziels	Nein	Preisniveau-stabilität	Preisniveau-stabilität	Preisniveau-stabilität
Quantifizierung des Endziels	Nein	Quantitative Def. durch EZB-Rat	Inflationsziel der Regierung	Mittelfristige Preisan-nahme ¹⁾
Strategie				
Bekanntgabe und Begründung der geldpolitischen Strategie	Nein	Zwei-Säulen-Strategie	Inflation Targeting	Geldmengen-steuerung
Bekanntgabe eines Zwischenziels	Nein	Nein	Inflationsprognose als Zwischenziel	Geldmengen-ziel
Bekanntgabe herausgehobener Indikatoren	Zielbereiche für Geldmen-gen- und Kreditwachstum ²⁾	Referenz-wert für M3-Wachstum	Keine spezifischen	–
Daten und Prognosen				
Veröffentlichung von Daten über Zwischenziele/-Indikatoren und Erläuterung möglicher Abweichungen	Ja ²⁾	Ja	Ja	Ja
Veröffentlichung einer Inflationsprognose und Erläuterung von Zielabweichungen	Zweimal im Jahr ³⁾	Wird disku-tiert	¼-jährlich	Nein
Entscheidungen				
Bekanntgabe der geldpoliti-schen Beschlüsse	Ja	Ja	Ja	Ja
Richtungsaussagen zur künftigen Zinspolitik	Zinsbias des FOMC; in-zwischen ab-gelöst durch Risikobewer-tung	Gelegent-lich	Nein	Nein
Kommunikationsmittel				
Parlamentarische Anhörung	Mindestens zweimal im Jahr	Mindestens viermal im Jahr	Regelmäßig ⁴⁾	Nein
Berichte zur Wirtschaftslage und zur Geldpolitik ⁵⁾	Halbjahresbe-richt (Monats-bericht)	Monats-bericht	¼-jährlicher Inflationsbericht	Monatsbe-richt
Pressekonferenz zur Wirtschaftslage und zur Geldpolitik	Nein	Monatlich ⁶⁾	¼-jährlich zum Inflationsbericht	Zu be-stimmten Anlässen ⁷⁾
Publikation der Sitzungsprotokolle	Nach 6 bis 8 Wochen	Nein	Nach 2 Wochen	Nein
Publikation des Abstimmungsverhaltens der einzelnen Mitglieder	Nach 6 bis 8 Wochen	Nein	Nach 2 Wochen	Nein

¹⁾ Im Rahmen der Ableitung des Geldmengenziels; ²⁾ Per Gesetz vorgeschrieben, in der Praxis heute jedoch unbedeutend; ³⁾ Im Rahmen des Humphrey-Hawkins-Berichts, der vor dem Kongress abzugeben ist; ⁴⁾ Außerdem eine Rechenschaftspflicht des Zentralbankgouverneurs gegenüber der Regierung, wenn die Inflation das Zielband verlässt; ⁵⁾ Alle hier aufgeführten Notenbanken veröffentlichen zudem einen Jahresbericht; ⁶⁾ Unmittelbar im Anschluss an die erste EZB-Ratssitzung eines jeden Monats; ⁷⁾ Zur Bekanntgabe und Überprüfung des Geldmengenziels sowie nach wichtigen geldpolitischen Beschlüssen.

Quelle: DEUTSCHE BUNDESBANK (2000), S. 20.

Wie aus Tabelle 3 ersichtlich, weist das Federal Reserve System im Gegensatz zur EZB, der Bank of England und der Deutschen Bundesbank unter dem Gesichtspunkt der Transparenz starke Defizite im Bereich der Ziele und Strategien auf. Zwar werden jährlich Zielvorgaben für das Geldmengen- und Kreditwachstum veröffentlicht, jedoch ist dies ein Überbleibsel der Geldmengenpolitik und die Bedeutung dieser Zielvorgaben ist so weit gesunken, dass praktisch eine diskretionäre Politik betrieben wird. Diese Folgerung unterstreicht auch die Kritik und die Änderungsvorschläge der vorherigen Analysepunkte. Im Bereich der Veröffentlichung von Daten und Prognosen, der Bekanntgabe von Zinsentscheidungen und der Kommunikation, ist die Transparenz der aufgeführten Notenbanken, mit Ausnahme der Bundesbank, vergleichbar hoch. Allerdings werden die geldpolitischen Entscheidungen in den USA erst seit 1994 offiziell veröffentlicht.

Abschließend kann zur Transparenz festgehalten werden, dass der Trend zu mehr Transparenz im Federal Reserve System zwar erkennbar ist, jedoch noch weiter ausbaufähig ist. Hierfür kann als positives Zeichen gedeutet werden, dass sich Greenspan freiwillig zu einer Weiterführung der Berichte vor dem Kongress bereit erklärt hat, obwohl diese Klausel im Humphrey-Hawkins-Act Anfang 2000 erloschen ist.¹⁶⁰

¹⁶⁰ Vgl. WOODWARD (2001), S. 315.

4. Effizienz der Geldpolitik in der Ära Greenspan

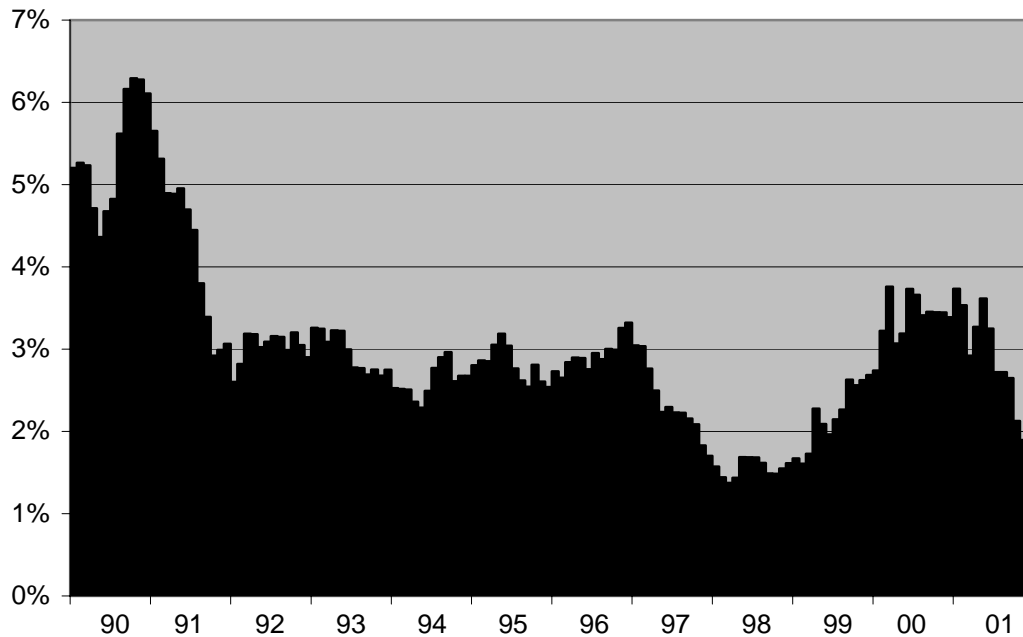
Im vorangegangenen Kapitel wurde die Geldpolitik des Federal Reserve Systems anhand theoretischer Erkenntnisse analysiert und kritisiert. Gegenstand dieses Kapitels ist die Effizienz der Geldpolitik. Es soll untersucht werden, ob die Politik der amerikanischen Notenbank trotz der konzeptionellen Kritik erfolgreich ist. Dazu sollen die makroökonomischen Größen Inflation, Wirtschaftswachstum und Beschäftigung herangezogen werden. Es wird sowohl ein Zeitvergleich als auch ein Ländervergleich zur Ära Greenspan vorgenommen. Auf Grund der Wirkungsverzögerungen in der Geldpolitik beginnt die untersuchte Periode nicht mit der Amtsübernahme von Greenspan, sondern ungefähr zwei Jahre später mit dem Beginn der neunziger Jahre. Die Vergleichszeiträume entsprechen den einzelnen Dekaden ab der Nachkriegszeit. Als Vergleichsland wird Westdeutschland herangezogen, da es im Gegensatz zu anderen Ländern die Geldpolitik in den neunziger Jahren konzeptionell nicht wesentlich geändert hat. So wurde die EZB nach dem Vorbild der Deutschen Bundesbank geschaffen. Sie betreibt zwar keine reine Geldmengenpolitik, aber die Konzeption der Deutschen Bundesbank ist ein wesentlicher Bestandteil ihrer Zwei-Säulen-Strategie. Die neuen Bundesländer bleiben dabei ausgeklammert, weil sie im Bereich Wachstum und Beschäftigung auf Grund der Transformation von einer Planwirtschaft in eine soziale Marktwirtschaft eine spezielle Entwicklung vollzogen haben. Zwar hat die Wiedervereinigung auch auf Westdeutschland einen wirtschaftlichen Einfluss gehabt, aber in der Realität gibt es keine Ceteris-Paribus-Situationen, die gewährleisten, dass die anderen Einflussfaktoren auf die Wirtschaft identisch sind.

Neben diesen Vergleichen wird darüber hinaus geprüft, ob in der Amtszeit von Greenspan mit Hilfe der Geldpolitik Krisensituationen bewältigt worden sind.

4.1 Inflationsbekämpfung

Preisniveaustabilität, als dominierendes Ziel der Geldpolitik, ist der erste Untersuchungsgegenstand. Als Inflationsindikator dient der Konsumpreisindex vom US-Arbeitsministerium bzw. der Preisindex für die Lebenshaltung des Statistischen Bundesamtes. Abbildung 11 zeigt, dass mit Ausnahme der frühen neunziger Jahre moderate Inflationsraten erreicht wurden.

Abbildung 11: Veränderung des Konsumpreisindexes in den USA im Vergleich zum Vorjahr¹⁶¹



Quelle: US-Department of Labour, Bureau of Labour Statistics.

In Tabelle 4 ist die Inflationsperformance der USA ab 1950 und für Westdeutschland ab 1990 dargestellt.

Tabelle 4: Inflationsdaten für die USA und Westdeutschland

	USA					West- deutschland
	1950er	1960er	1970er	1980er	1990–	1990–
Durchschnittliche Inflationsrate	2,07 %	2,33 %	7,09 %	5,56 %	3,05 %	2,29 %
Standardabweichung der Inflationsrate	2,43 %	1,48 %	2,71 %	3,51 %	1,04 %	1,11 %
Höchstwert der Inflationsrate	9,4 %	6,2 %	13,3 %	14,8 %	6,3 %	4,9 %
Datum des Höchstwerts	Feb ` 51	Dez ` 69	Dez ` 79	Mär ` 80	Okt ` 90	Juli ` 91

Quelle: US-Department of Labour, Bureau of Labour Statistics, Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen.

¹⁶¹ Als Konsumpreisindex ist der vom US-Department of Labour herausgegebene Consumer Price Index for All Urban Consumer ohne Saisonbereinigung verwendet worden.

Es lässt sich feststellen, dass die durchschnittliche Inflation seit 1990 mit 3,05 Prozent zwar deutlich niedriger ist als in den zwei Jahrzehnten vorher, aber sowohl die Durchschnittswerte der fünfziger und sechziger Jahre in den USA als auch die in Westdeutschland ab 1990 übersteigt. Durchweg positiv zu bewerten sind die niedrigen Schwankungen der Inflationsraten im Untersuchungszeitraum. Sie erreichten unter Greenspan mit einer Standardabweichung von 1,04 Prozent Rekordtiefe. Wenn also eine niedrige Inflation das Ziel ist, kann man der Geldpolitik unter Greenspan nur einen durchschnittlichen Erfolg gegenüber seinen Vorgängern attestieren. Ist aber eine stabile Inflation das Ziel, so stellt die jetzige Politik die erfolgreichste der Nachkriegszeit dar. Aus der Diskussion über die Kosten der Inflation in Kapitel 3.1 lässt sich ableiten, dass sowohl die Höhe als auch die Volatilität Kosten verursacht, denn mit einer steigenden Volatilität ist es schwieriger, die Inflation zu prognostizieren. Die Kosten einer nicht antizipierten Inflation steigen danach mit zunehmender Volatilität an. Auf Grund der niedrigen Volatilität der Inflation und der geringen Inflationsraten ist die Geldpolitik in der Ära Greenspan bezüglich der Preisniveaustabilität als erfolgreich einzustufen. Es stellt sich jedoch die Frage, ob das auf die gute Politik des Federal Reserve Systems zurückzuführen ist, oder ob das Ziel relativ einfach erreicht werden konnte, weil die Rahmenbedingungen für niedrige und stabile Inflationsraten gerade günstig waren.

Tabelle 5: Teuerungsraten für Energie und Nahrungsmittel in den USA¹⁶²

		1960er	1970er	1980er	1990–
Nahrungs- mittel	Mittelwert	2,28 %	8,07 %	4,61 %	2,74 %
	Standardabweichung	1,88 %	4,66 %	2,30 %	1,20 %
Energie	Mittelwert	1,27 %	10,55 %	4,39 %	3,17 %
	Standardabweichung	1,29 %	9,53 %	12,19 %	7,14 %

Quelle: US-Department of Labour, Bureau of Labour Statistics, Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen.

Die Stagflation in den siebziger Jahren wird häufig mit den Angebotsschocks im Bereich Nahrungsmittel und Energie erklärt.¹⁶³ Wenn es zu einem Angebotsschock kommt, z. B. zu einem Anstieg der Weltmarktpreise für Öl, erhöhen sich die Kosten

¹⁶² Als Teuerungsrate ist der vom US-Department of Labour herausgegebenen Consumer Price Index Energy for All Urban Consumer und der Consumer Price Index Food for All Urban Consumer ohne Saisonbereinigung verwendet worden

¹⁶³ Vgl. BLINDER (1979), S. 73 ff.

der Unternehmer und damit auch ihre Preise. Das führt zu einer Inflation und bei gegebener aggregierter Nachfrage zu rezessiven Tendenzen. Die geldpolitischen Entscheidungsträger können dann entscheiden, ob sie versuchen, die Rezession durch expansive Geldpolitik zu bekämpfen oder ob sie die Inflation durch eine kontraktive Geldpolitik eindämmen wollen. Die Folge ist ein Trade-off für die Geldpolitik zwischen Stabilisierung der Inflation und Stabilisierung des Wirtschaftswachstums.¹⁶⁴ Daher sind in Tabelle 5 die Teuerungsraten für diese Produktklassen dargestellt. Es ist erkennbar, dass der Untersuchungszeitraum von diesen Angebotsschocks im Wesentlichen verschont geblieben ist, so dass die Geldpolitik unter guten Voraussetzungen von dieser Seite aus gegen die Inflation agieren konnte.

4.2 Wirtschaftswachstum und Beschäftigungsniveau

Der zweite makroökonomische Untersuchungsaspekt ist neben dem monetären der reale Bereich. Als Indikator soll zum einen das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts herangezogen werden, zum anderen die Arbeitslosenquote. Aus Kapitel 3.1.2 ist ersichtlich geworden, dass mit Hilfe der Geldpolitik keine langfristigen Niveauverbesserungen dieser Größen möglich sind. Stattdessen vermindert eine auf Preisniveaustabilität ausgelegte Geldpolitik die Kosten der Inflation und verhindert dadurch negative Effekte auf den realen Bereich. Die Determinanten für geringe Arbeitslosigkeit und hohes Wachstum sind anderer Natur. Hierunter fallen unter anderem Arbeitsmarktflexibilitäten, demografische Strukturveränderungen, Mindestlöhne und andere Markteingriffe sowie als wichtigste Determinante für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum der technische Fortschritt. Ein kurzfristiger Einfluss der Geldpolitik auf das Wachstum und die Beschäftigung ist jedoch nicht von der Hand zu weisen. Dementsprechend kann der Geldpolitik die Möglichkeit zugesprochen werden, durch aktives Handeln die Wirtschaft zu stabilisieren. Die Probleme, die sich aus einer solchen Zielsetzung ergeben, sind bereits unter Kapitel 3.1.2 analysiert worden. Darüber hinaus soll im Folgenden analysiert werden, ob das Ziel, die Wirtschaft zu stabilisieren, tatsächlich erreicht worden ist. In Tabelle 6 sind das Wirtschaftswachstum, dargestellt als Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts, sowie die Arbeitslosigkeit in den USA und in Westdeutschland aufgeführt. Auch bei dem Ziel, das Wirtschaftswachstum zu stabilisieren, kann dem Federal

¹⁶⁴ Vgl. MANKIW (2001), S. 19 f.

Reserve System eine erfolgreiche Politik bescheinigt werden. Zwar sind die Wachstumsraten im Ländervergleich höher, nicht aber im Zeitvergleich. Die Schwankungen sind jedoch relativ gering. Sie liegen knapp 40 Prozent unter dem Wert der schwankungsärmsten früheren Dekade. Wie schon bei der Inflationsbekämpfung, waren die makroökonomischen Rahmenbedingungen für eine auf Stabilisierung des Wirtschaftswachstums und des Preisniveaus ausgerichtete Geldpolitik durch die relativ geringen Angebotsschocks in den Bereichen Nahrungsmittel und Energie günstig.

Tabelle 6: Wirtschaftswachstum und Arbeitslosigkeit in den USA und in Westdeutschland¹⁶⁵

	USA					West- deutschland
	1950er	1960er	1970er	1980er	1990–	1990–
Durchschnittliche Wachstumsrate des realen BIP	4,18 %	4,43 %	3,28 %	3,02 %	3,01 %	2,20 %
Standardabweichung der Wachstumsrate	3,84 %	2,11 %	2,77 %	2,65 %	1,52 %	2,36 %
Durchschnittliche Arbeitslosenquote	4,5 %	4,8 %	6,2 %	7,3 %	5,5 %	8,8 %
Standardabweichung der Arbeitslosenquote	1,28 %	1,06 %	1,16 %	1,48 %	1,11 %	0,59 %

Quelle: US-Department of Labour, Bureau of Labour Statistics, Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen.

Die Schwankungen der Arbeitslosenquote in den USA im Zeitraum von 1990 bis heute sind im Gegensatz zu früheren Dekaden zwar relativ gering, jedoch sind die Unterschiede nicht so stark ausgeprägt wie bei dem Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts. Gegenüber Westdeutschland ist die Standardabweichung sogar fast doppelt so hoch. Eine mögliche Erklärung ist der hohe Einfluss anderer Faktoren auf dem Arbeitsmarkt, der die Impulse der Geldpolitik abschwächt. Darunter fallen unter anderem strukturelle Faktoren wie Mobilitätshemmnisse oder mangelnde Qualifikationen.¹⁶⁶ Daher darf die Effizienzbewertung der Geldpolitik an Hand der Arbeitslosigkeit nicht überbewertet werden.

¹⁶⁵ Die Berechnung der Wachstumsraten basiert auf den Quartalswerten des realen Bruttoinlandsprodukt. Die herangezogene Arbeitslosenquote entspricht dem Verhältnis der gemeldeten Arbeitslosen zu allen abhängigen zivilen Erwerbspersonen. Die Berechnungen der Standardabweichung der Arbeitslosenquote basieren auf Monatswerten.

¹⁶⁶ Vgl. DIECKHEUER (2003), S. 269.

Als Fazit ist festzuhalten, dass der Zeitraum von 1990 bis heute eine sehr stabile wirtschaftliche Phase gewesen ist und deshalb die Ziele des Federal Reserve Systems unter Greenspan erreicht worden sind.

4.3 Bewältigung von Krisensituationen

Neben dem Tagesgeschäft des Federal Reserve Systems, das Gegenstand der letzten beiden Kapitel war, spiegelt sich eine erfolgreiche Geldpolitik auch in der Bewältigung von Krisensituationen wider. In der Amtszeit von Greenspan sind bisher fünf große Krisen aufgetreten: der Börsencrash von 1987, die Mexikokrise 1994, die Asienkrise 1997, die Zahlungsunfähigkeit Russlands und die damit verbundenen Probleme mit dem Long Term Capital Management (LTCM) im Herbst 1998 sowie die Terroranschläge vom 11. September 2001 in Verbindung mit dem momentanen wirtschaftlichen Abschwung in der USA. Mexiko und Asien werden von der Untersuchung der Krisen ausgeklammert, da sie nur indirekt Auswirkungen auf die nationalen Märkte hatten und eher in den Verantwortungsbereich der Währungs- und nicht der Geldpolitik fallen.¹⁶⁷ Die anderen Krisen werden im Folgenden kurz analysiert.

Am 19. Oktober 1987, nur wenige Wochen nach Greenspans Amtsantritt, wurde das Federal Reserve System erstmals mit einer Krisensituation konfrontiert. An diesem Tag erlebte der Dow Jones Industrial Index mit einem Verlust von 508 Punkten den stärksten Rückgang seiner Geschichte. Dieser Rückgang von 22,6 Prozent war fast doppelt so hoch wie jener vom Schwarzen Freitag am 25. Oktober 1929.¹⁶⁸ Zum einen ist die Konsequenz eines solchen Börsencrashes der so genannte Vermögenseffekt, bei dem der nominelle Vermögensverlust der Wirtschaftssubjekte durch den Verfall der Aktienkurse einen negativen Einfluss auf das Konsumverhalten haben kann. Das führt über eine geringere Nachfrage zu einer wirtschaftlichen Kontraktion. Dieser Effekt war jedoch nicht sehr ausgeprägt, weil das reale Wirtschaftswachstum mit 3,4 Prozent 1987 und 4,2 Prozent 1988 relativ hoch war.¹⁶⁹ Zum anderen ist bei einem solch starken Rückgang der Aktienkurse die Gefahr einer Destabilisierung des Finanzsystems besonders groß. Wie die Banken halten auch die diversen Finanzintermediäre an den Aktien- und Anleihemärkten nur in einem rela-

¹⁶⁷ Für Informationen über die Mexikokrise siehe SACHS/TORNELL/VELASCO (1999). Die Asienkrise wird detailliert beschrieben von CORSETTI/PESENTI/ROUBINI (1998a) und (1998b).

¹⁶⁸ Vgl. WOODWARD (2000), S. 37 f.

¹⁶⁹ Vgl. PARRY (1997), S. 1.

tiv geringen Umfang Kapital. Kommt es zu einem plötzlichen Abzug einer hohen Kapitalmenge, sind diese Unternehmen zahlungsunfähig. Es kommt wie bei einem Bankenrun zu Panikreaktionen auf sämtlichen Geld- und Kapitalmärkten. Bei der Bekämpfung dieser systemimmanenten Risiken kommt die Rolle der Zentralbank als ‚Lender of Last Resort‘ zum Tragen.¹⁷⁰ Bevor am 20. Oktober die Märkte öffneten, dämmte das Federal Reserve System die Panik mit folgender Erklärung ein: „The Federal Reserve System, consistent with its responsibilities as the nation’s central bank, affirmed today its readiness to serve as a source of liquidity to support the financial and economic system.“¹⁷¹ Flankiert wurden diese beruhigenden Worte durch eine Zinssenkung der Federal Funds Rate von 7,5 Prozent vor dem Börsencrash auf 6,5 Prozent im frühen November, eine Liberalisierung der Anforderungen an die Entleiher von Wertpapieren aus dem Portfolio der Notenbank, eine erhöhte Kommunikation mit Banken und anderen Finanzintermediären sowie Teilnehmern des Marktes für US-Treasury-Securities und eine Erhöhung der Echtzeit-Informationen durch Platzierung von Beobachtern in den wichtigsten Bankinstituten, um potenzielle Bankenruns zu identifizieren. Mit diesen Maßnahmen wurden die systemimmanenten Risiken der Märkte auf die Banken und letzten Endes auf die Notenbank transferiert. Damit blieben die befürchteten Zusammenbrüche aus und die Krise konnte bewältigt werden.¹⁷²

Die zweite zu betrachtende Krise aus dem Herbst 1998 umfasst die Schwierigkeiten des amerikanischen Hedge-Fonds LTCM. Bei Hedge-Fonds werden durch spekulative Anlagestrategien hohe Risiken eingegangen, um so überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. Hierbei werden Wertpapiere mit Krediten von Banken gekauft und dienen als Sicherheiten für weitere Bankkredite. Mit diesem Kapital wird dann mit Finanzderivaten spekuliert. LTCM verfügte zeitweise über ein Kapital von ungefähr fünf Milliarden US-Dollar. Damit wurden Wertpapierpositionen von bis zu 200 Milliarden US-Dollar gehalten, die zusammen mit den Derivaten schätzungsweise 1,25 Billionen US-Dollar umfassten. LTCM investierte jedoch nicht in risikoreichen Emerging Markets, sondern in festverzinslichen Staatsanleihen europäischer Industrieländer, um auf eine Renditeangleichung durch die nahende Einführung des

¹⁷⁰ Vgl. PARRY (1997) S. 2.

¹⁷¹ GREENSPAN (1987), zitiert in PARRY (1997), S. 2.

¹⁷² Vgl. PARRY (1997), S. 2 f.

Euros zu spekulieren.¹⁷³ Am 17. August 1998 verkündete Russland ein 90-tägiges Aussetzen der Zinszahlungen und Tilgungen der Auslandsschulden der russischen Banken.¹⁷⁴ Die Zahlungsunfähigkeit Russlands trieb die Zinsen in Europa auseinander. Die unter vielen Aspekten gerechtfertigten Erwartungen einer Renditeangleichung wurden nicht erfüllt, und LTCM drohte der Bankrott.¹⁷⁵ Solch ein Kollaps kann verheerende Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben. Ein Notverkauf der Staatsanleihen in solch hohem Umfang könnte eine Kettenreaktion weiterer Verkäufe auslösen. Dadurch würde das Vertrauen der Investoren sinken und zu Kapitalabzügen auf anderen Märkten führen.¹⁷⁶ Um dies zu verhindern, wurde eine von der New Yorker Federal Reserve Bank koordinierte Auffangaktion unter Mitwirkung von Greenspan im Umfang von 3,5 Milliarden US-Dollar durchgeführt. Fünfzehn weltweit führende Finanzinstitute waren daran beteiligt. Flankiert wurde diese Rettungsaktion durch zwei Zinssenkungen der Federal Funds Rate um jeweils ein Viertel Prozentpunkt innerhalb von zwei Wochen. Damit konnte auch diese Krise bewältigt werden.¹⁷⁷

Am 11. September 2001 wurden die USA von den größten Terroranschlägen der Geschichte erschüttert. Die vollständigen Auswirkungen auf die Wirtschaft und Politik durch die Zerstörung des World Trade Centers in New York und die Attacken auf das Pentagon in Washington DC sind noch nicht abzusehen. Die direkten materiellen Schäden belaufen sich auf rund 30 Milliarden US-Dollar, die Schäden im Bereich der technischen Infrastruktur der Finanzinstitute im World Trade Center werden auf weitere 16 Milliarden US-Dollar geschätzt. Dazu kommen noch wirtschaftliche Outputverluste in den Sektoren Kommunikation, Sicherheit, Gaststätten, Hotels, Fluggesellschaften und anderen Transporteinrichtungen im Umfang von ungefähr 40 Milliarden US-Dollar. Dies führt nach Schätzungen von MARK M. ZANDI, Chefökonom der Economy.com, Inc. in Philadelphia zu einer Reduzierung des Bruttoinlandsprodukts von 0,2 Prozent für das Jahr 2001 und 0,3 Prozent für 2002. Dabei sind indirekt entstandene Kosten durch die Menschenverluste noch unberücksichtigt. So

¹⁷³ Vgl. RESZAT (1998), S. 568.

¹⁷⁴ Vgl. WOODWARD (2000), S. 272.

¹⁷⁵ Vgl. RESZAT (1998), S. 568.

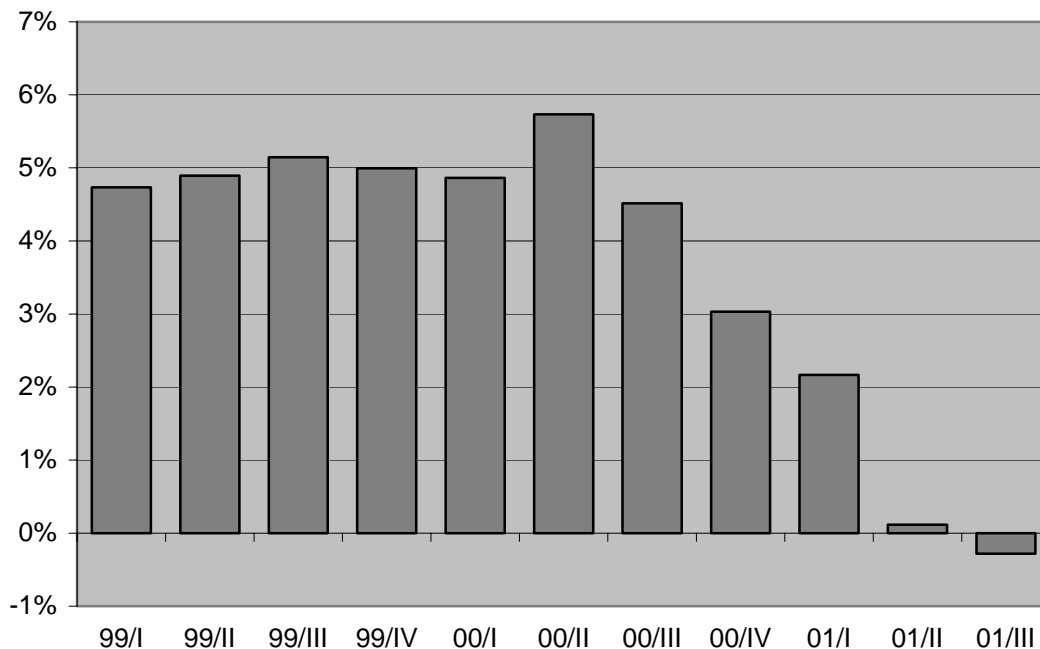
¹⁷⁶ Vgl. WOODWARD (2000), S. 280.

¹⁷⁷ Vgl. EBENDA, S. 285 ff.

dürfte das Humankapital der ungefähr 6000 Toten im World Trade Center und im Pentagon überdurchschnittlich hoch gewesen sein.¹⁷⁸

Auf den Märkten kam es weltweit zu Schockreaktionen. Der Ölpreis stieg zwischenzeitlich stark an und der Handel an der Wall Street wurde erst nach vier Tagen wieder aufgenommen.¹⁷⁹ Der Verbraucherindex, der die Konsumentenstimmung wiedergibt, sank gegenüber dem August 2001 von 114,0 auf 97,6 Punkte.¹⁸⁰ Diese negativen Auswirkungen fallen zeitlich mit einem Abschwung der amerikanischen Wirtschaft zusammen. Das Wirtschaftswachstum ist, wie in Abbildung 12 dargestellt, in den letzten Quartalen deutlich gesunken.

Abbildung 12: Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts der USA im Vergleich zum Vorjahresquartal



Quelle: US-Department of Labour, Bureau of Labour Statistics, eigene Darstellung.

Die Reaktionen des Federal Reserve Systems sind stark ausgeprägt. Seit Anfang des Jahres wurde die Federal Funds Rate durch zehn Zinsschritte von 6,5 Prozent auf zwei Prozent gesenkt.¹⁸¹ Der Erfolg dieser expansiven Politik ist bisher nicht erkennbar. Bei führenden deutschen Volkswirten stößt die amerikanische Geldpoli-

¹⁷⁸ Vgl. OSTERKAMP (2001), S. 11 f.

¹⁷⁹ Dies war die längste Unterbrechung seit dem ersten Weltkrieg.

¹⁸⁰ Seit Oktober 1990 gab es keinen solch starken Rückgang. Vgl. LEIBFRITZ/NIERHAUS (2001), S. 13 f.

¹⁸¹ Dies ist der niedrigste Wert seit 1961.

tik auf immer größere Kritik. MICHAEL HÜTHER, Chefvolkswirt der DGZ Dekabank kritisiert die fehlende Beachtung der Wirkungsverzögerungen von geldpolitischen Impulsen: „Die Fed arbeitet mit einer Kurzatmigkeit, ohne sich zu vergewissern, ob die bisherigen Zinsschritte im Ansatz erkennbar gewirkt haben.“¹⁸² KLAUS FRIEDRICH, Chefökonom der Dresdner Bank, zweifelt sogar an der möglichen realen Wirkung der Impulse der amerikanischen Notenbank: „Was ist, wenn Greenspan sein gesamtes Pulver verschossen hat und die reale Wirtschaft immer noch keine Reaktion zeigt?“¹⁸³ Zum jetzigen Zeitpunkt lässt sich über Erfolg oder Misserfolg dieser Geldpolitik nicht abschließend urteilen. Allerdings gibt das aggressive Verhalten des Federal Reserve Systems zu denken.

Als Fazit einer Betrachtung der Effizienz der US-amerikanischen Geldpolitik unter Alan Greenspan lässt sich festhalten, dass die Ziele des Federal Reserve Systems erreicht worden sind. Die Wirtschaft wurde in diesem Zeitraum stabiler. Auch die Krisensituationen von 1987 und 1998 wurden überwiegend positiv bewältigt. Unterstützt wurde die Geldpolitik von günstigen makroökonomischen Rahmenbedingungen. Erst seit Ende 2000 verliert die amerikanische Wirtschaft an Stabilität und erste Zweifel gegenüber der US-amerikanischen Geldpolitik kommen auf.

¹⁸² Zitiert in o. V. (2001), S. 23.

¹⁸³ Zitiert in EBENDA, S. 23.

5. Zusammenfassung und Ausblick

Von theoretischer Seite her hat das Federal Reserve System keine optimale geldpolitische Konzeption. Einerseits ist mit Preisniveaustabilität auf Grund der Kosten der Inflation und der Fähigkeit der Geldpolitik, langfristig diese Größe zu bestimmen, ein sinnvolles Ziel gesetzt worden, andererseits ist die gleichzeitige Ausrichtung auf die Ziele Vollbeschäftigung und Wirtschaftswachstum als problematisch anzusehen. Im Rahmen der Phillipskurvendiskussion wird der Geldpolitik nur ein kurzfristiger positiver Einfluss auf reale Größen zugeschrieben. Die Wirkungsverzögerung monetärer Impulse macht eine genaue Steuerung schwierig. Darüber hinaus werden die realwirtschaftlichen Größen von vielen anderen Faktoren determiniert, so dass die Verantwortung für diese Größen mit dieser Zielsetzung unberechtigterweise der Notenbank zugeschrieben wird.

Zudem besteht als Lösung für das Zeitinkonsistenzproblem die Notwendigkeit einer politischen und ökonomischen Unabhängigkeit der Geldpolitik. Dieser Anforderung wird das Federal Reserve System gerecht, wobei die relativ kurze Wahlperiode des Chairman negativ zu sehen ist. Im Rahmen der Notenbanktechnik zur konkreten Ausgestaltung der Geldpolitik ist es sinnvoll, eine Ausrichtung der Geldpolitik an einer bestimmten geldpolitischen Konzeption im engeren Sinne vorzunehmen. Damit besteht für die Geldpolitik die Möglichkeit, konsistente Entscheidungen zu treffen. Mit Hilfe eines nominellen Ankers wie dem Wechselkurs, der Inflationsrate oder einem monetären Aggregat, können im Innenverhältnis der Notenbank ständige Grundsatzdiskussionen über geldpolitische Grundzusammenhänge vermieden werden. Zusätzlich werden die Erwartungen im Außenverhältnis stabilisiert und die Notenbank kann besser kontrolliert werden, ob sie sich gemäß ihrer Ziele verhält. Diese Selbstbindung hilft auch, das Zeitinkonsistenzproblem zu lösen. Eine eindeutige geldpolitische Konzeption im engeren Sinn ist beim Federal Reserve System nicht zu erkennen. Eine vollständige Erläuterung der US-amerikanischen Geldpolitik ist bis heute noch nicht erfolgt. Diese diskretionäre Politik, bestimmt durch die Entscheidungen des Chairman, wird daher auch als ‚just do it‘-Politik bezeichnet.

Die Anforderungen an das geldpolitische Instrumentarium werden innerhalb des US-amerikanischen Zentralbanksystems erfüllt. Durch das Diskontfenster und die Offenmarktgeschäfte wird eine permanente Versorgung mit Zentralbankgeld gewährleistet. Die Mindestreserveverpflichtung bindet die Banken an das Notensystem und das Portfolio des Federal Reserve Systems bietet genug Sterilisations-

potenzial zur Neutralisierung diverser Einflussfaktoren auf die Geldbasis. Auch Marktinkonformitäten wie Zinsobergrenzen wurden abgebaut. Lediglich die geringe Bedeutung der direkten Kreditfazilitäten ist kritisch zu sehen, da eine starke Orientierung an der Offenmarktpolitik ein aktives und damit aufwendiges Eingreifen der Zentralbank erfordert.

Unter der Forderung nach Transparenz fallen neben der Veröffentlichung von Daten und Prognosen, sowie geldpolitischer Entscheidungen, die Bekanntgabe einer vornehmlichen Strategie und die Festlegung eines vorrangigen Endziels, sowie dessen eindeutige Quantifizierung. Zwar ist dem Federal Reserve System ein klarer Trend zu mehr Transparenz zu erkennen, jedoch mangelt es an einer geldpolitischen Konzeption im engeren Sinne und der Dominanz eines bestimmten Ziels.

Trotz dieser Kritik, die sich an einer optimalen Geldpolitik orientiert, leistete das Federal Reserve System unter Alan Greenspan überwiegend erfolgreiche Arbeit. Nicht nur die Inflation wurde niedrig gehalten, auch die Inflationsschwankungen wurden stark eingedämmt. Der kurzfristige positive Einfluss auf reale Größen wie Beschäftigung und Wirtschaftswachstum spiegelt sich in den geringen Schwankungen dieser Werte wider. Die Konjunkturausschläge waren geringer als in den Dekaden zuvor. Auch in Krisensituationen zeigte sich die US-amerikanische Geldpolitik souverän. So wurden die Auswirkungen des Börsencrash von 1987 eingedämmt und eine Gefährdung des nationalen Finanzmarktes auf Grund der Probleme mit LTCM abgewendet. Die jüngsten wirtschaftlichen Entwicklungen in den USA sind jedoch nicht so positiv zu beurteilen und durch die drastischen Zinssenkungen gerät das Federal Reserve System zunehmend in Kritik.

Die theoretischen und empirischen Ergebnisse werfen die Frage auf, ob die geldpolitische Konzeption geändert werden soll, obwohl die Politik überwiegend erfolgreich war: „If it ain't broke, why fix it?“¹⁸⁴ Das Problem ist die starke personelle Ausrichtung der US-amerikanischen Geldpolitik, die auf einer bedeutenden Stellung des Chairman im Federal Reserve System beruht. Die fehlende Gewichtung der einzelnen Ziele und die nicht vorhandene Quantifizierung dieser Ziele in Kombination mit der ‚just do it‘-Politik ermöglichen es Greenspan, eine diskretionäre Geldpolitik zu betreiben, die überwiegend von seinem Urteilsvermögen und seinen persönlichen Präferenzen abhängt. Ökonomische Probleme sollten jedoch nicht durch Präferenzen, sondern durch Restriktionen gelöst werden. Es stellt sich die Frage, ob die

¹⁸⁴ MISHKIN (1999). S. 28.

Nachfolge Greenspans mit ähnlichen Fähigkeiten und Präferenzen des Vorgängers verknüpft ist und ob die Wirtschaftssubjekte dem Greenspan-Nachfolger ebenfalls eine stabilitätsorientierte Geldpolitik zutrauen bzw. ob das Vertrauen in Greenspan bei einer fehlgeschlagenen Politik bezüglich der momentanen Probleme anhält. Die Erfahrungen aus der Vergangenheit haben gezeigt, dass eine aufgebaute Reputation schnell verspielt werden kann.¹⁸⁵ So konnte nach den erfolgreichen sechziger Jahren die inflationäre Politik und die damit verbundenen hohen Inflationserwartungen der siebziger Jahre nur durch eine entschieden restriktive Politik unter Chairman Paul Volcker bekämpft werden.

Daher sollte das Konzept der US-amerikanischen Geldpolitik möglichst schnell überarbeitet werden. Als Empfehlung für die zukünftige Ausrichtung des Federal Reserve Systems ist eine nur auf Preisniveaustabilität ausgerichtete Geldpolitik zu nennen. Dieses Ziel sollte explizit definiert werden und die amerikanische Notenbank sollte durch eine eindeutige geldpolitische Konzeption im engeren Sinne ihre Strategie klar umschreiben. Dabei ist es nicht allzu wichtig, ob sie ein Inflation Targeting oder eine andere sinnvolle Alternative verfolgt, solange die Wirtschaftssubjekte sich an etwas ausrichten können. Als Vorbild kann dabei die EZB dienen, bei deren Schaffung diese Diskussion Grundlage der konzeptionellen Gestaltung war.

¹⁸⁵ Vgl. MISHKIN (2000), S. 12.

Literaturverzeichnis

- ALESINA, ALBERTO & LAWRENCE H. SUMMERS (1993): Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence; in: Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 25, No. 2, S. 150-162.
- BERNANKE, BEN S., THOMAS LAUBACH, FREDERIC S. MISHKIN & ADAM S. POSEN (1999): Inflation Targeting: Lessons from the International Experience; Princeton.
- BLINDER, ALAN S. (1979): Economic Policy and the Great Stagflation; New York.
- BLINDER, ALAN S. (1987): Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy; in: Weltwirtschaftliches Archiv, Band 123, S. 399-414.
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (2001): 87th Annual Report – 2000; Washington, DC.
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (1994): The Federal Reserve System – Purposes & Functions; Washington, DC.
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (1978): 64th Annual Report – 1977; Washington, DC.
- BOFINGER, PETER (1987): Geldpolitische Regulierungen und Finanzinnovationen; in: Außenwirtschaft, 42. Jg., S. 117-140.
- BOFINGER, PETER, JULIAN REISCHLE & ANDREA SCHÄCHTER (1996): Geldpolitik – Ziele, Institutionen, Strategien und Instrumente; München.
- BORCHERT, MANFRED (2001): Geld und Kredit: Einführung in die Geldtheorie und Geldpolitik; 7. Auflage, München u. a. O.
- BORCHERT, MANFRED, WIM KÖSTERS, MARTIN LESCHKE & THORSTEN POLLEIT (2001), Inflationperspektiven im Euro-Raum; in: ECB Observer: Anmerkungen zur Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, Nr. 1, 19. April 2001.
- CAESER, ROLF (1981): Der Handlungsspielraum von Notenbanken – Theoretische Analyse und internationaler Vergleich; Baden-Baden.
- CORSETTI, GIANCARLO, PAOLO PESENTI & NOURIEL ROUBINI (1998a): What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: A Macroeconomic Overview; NBER Working Paper Series, Working Paper No. 6833, Cambridge.

- CORSETTI, GIANCARLO, PAOLO PESENTI & NOURIEL ROUBINI (1998b): What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part II: The Policy Debate; NBER Working Paper Series, Working Paper No. 6834, Cambridge.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (2000): Transparenz in der Geldpolitik; in: Deutsche Bundesbank Monatsbericht März 2000, S. 15-30.
- DIECKHEUER, GUSTAV (2003): Makroökonomik; 5. Auflage, Berlin u. a. O.
- DIECKHEUER, GUSTAV (2001): Internationale Wirtschaftsbeziehungen; 5. Auflage, München u. a. O.
- DUPONT, DOMINIQUE & BRIAN SACK (1999): The Treasury Securities Market: Overview and Recent Developments; in: Federal Reserve Bulletin December 1999, S. 785-806.
- DUWENDAG, DIETER, KARL-HEINZ KETTERER, WIM KÖSTERS, RÜDIGER POHL & DIETHARD B. SIMMERT (1999): Geldtheorie und Geldpolitik in Europa; 5. Auflage, Berlin u. a. O.
- DRIFFILL, JOHN, GRAYHAM E. MIZON & ALISTAIR ULPH (1990): Costs of Inflation; in: Friedman, Benjamin M. & Frank H. Hahn (Eds.), Handbook of Monetary Economics, Vol. II, Amsterdam: North Holland, S. 1011-1066.
- ERLEI, MATHIAS, MARTIN LESCHKE & DIRK SAUERLAND (1999): Neue Institutionenökonomik; Stuttgart.
- EUCKEN, WALTER (1952): Grundsätze der Wirtschaftspolitik; Tübingen.
- FEDERAL RESERVE BANK OF CHICAGO (2000): The Fed: Our Central Bank; Chicago.
- FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY (1996): The Federal Reserve and the Kansas City Fed – What They Mean to You; Kansas City.
- FELDERER, BERNHARD & STEFAN HOMBURG (1999): Makroökonomik und neue Makroökonomik; 7. Auflage, Berlin u. a. O.
- FISCHER, STANLEY & FRANCO MODIGLIANI (1978): Towards an Understanding of the Real Effects and costs of Inflation; in: Weltwirtschaftliches Archiv, Band 114, S. 810-833.
- FISCHER, STANLEY (1995): Central-Bank Independence Revisited; in: The American Economic Review – Papers and Proceedings, Vol. 85, S. 201-206.

- FISHER, IRVING (1930): *The Theory of Interest*; Macmillan, New York.
- FRIEDMAN, BENJAMIN M. & KENNETH N. KUTTNER (1996): *A Price Target for U.S. Monetary Policy? Lessons from the Experience with Monetary Growth Targets*; in: *American Economic Review, Papers and Proceedings*, Vol. 86, S. 77-146.
- FRIEDMAN, MILTON & ANNA JACOBSON SCHWARTZ (1963): *A Monetary History of the United States – 1867 – 1960*; Princeton.
- FRIEDMAN, MILTON (1968): *The Role of Monetary Policy*; in: *The American Economic Review*, Vol. 58, S. 1-17.
- GREENSPAN, ALAN (1996): *The Challenge of Central Banking in a Democratic Society; Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Annual dinner and Francis Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research*, Washington DC, 5. December 1996.
- GRILLI, VITTORIO, DONATO MASCIANDRO & GUIDO TABELLINI (1991): *Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries*; in: *Economic Policy*, Vol. 13, S. 341-392.
- GROSSEKETTLER, HEINZ (1995): *Öffentliche Finanzen*; in: *Vahlens Kompendium der Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik 1*, 6. Auflage, München, S. 483–637.
- HENNING, C. RANDALL (1994): *Currencies and Politics in the United States, Germany, and Japan*; Washington, DC.
- HILLERY, PAULA V. & STEPHEN E. THOMPSON (2000): *The Federal Reserve Banks as Fiscal Agents and Depositories of the United States*; in: *Federal Reserve Bulletin* April 2000, S. 251-259.
- ILLING, GERHARD (1997): *Theorie der Geldpolitik – Eine spieltheoretische Einführung*; Berlin u. a. O.
- INTERNATIONALER WÄHRUNGSFONDS, ABTEILUNG GELD- UND WÄHRUNGSPOLITIK (2000): *Beigleitdokument zum Verfahrenskodex zur Transparenz der Geld- und Finanzpolitik*; Washington, DC.
- KRUSE, HENNING, UND HOLGER ZSCHÄPITZ (2001): *Greenspans magisches Image hat tiefe Kratzer*; in: *Die Welt*, 18. Juli 2001, S. 19.

- KYDLAND, FINN E. & EDWARD C. PRESCOTT (1977): Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans; in: *Journal of Political Economy*, Vol. 85, S. 473-291.
- LEIBFRITZ, WILLI & WOLFGANG NIERHAUS (2001): Die Terroranschläge in den USA und die Folgen für die Weltwirtschaft: Ein Vergleich mit der wirtschaftlichen Situation während des Golfkrieges 1990/1991; in: *ifo Schnelldienst* 18/2001, 54. Jahrgang, S. 13-18.
- LESCHKE, MARTIN (1999): *Geldmengenpolitik in Deutschland und Europa*; Wiesbaden.
- LESCHKE, MARTIN & INGO PIES (2001): *Arbeitslosigkeit versus Inflation? – Ordnungstheoretische Betrachtungen zu einem vermeintlichen Trade-off*; unveröffentlichtes Manuskript.
- LOHMANN, SUSANNE (1992): *Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility Versus Flexibility*; in: *American Economic Review* Vol. 82, S. 273-286.
- MANKIW, N. GREGORY (2001): *U.S. Monetary Policy During the 1990's*; NBER Working Paper Series, Working Paper No. 8477, Cambridge.
- MARTIN, JUSTIN (2001): *Alan Greenspan: Der Hohepriester des Geldes*, Stuttgart u. a. O.
- MCCALLUM, BENNETT T. (1997): *Crucial issues concerning central bank independence*; in: *Journal of Monetary Economics*, Vol. 39, S. 99-112.
- MEYER, LAURENCE H. (2001): *Inflation Targets and Inflation Targeting*; Remarks by Governor Laurence H. Meyer at the University of California at San Diego Economics Roundtable, San Diego, California, 17. July 2001.
- MISHKIN, FREDERIC S. (1999): *International Experiences with Different Monetary Policy Regimes*; NBER Working Paper Series, Working Paper No. 7044, Cambridge.
- MISHKIN, FREDERIC S. (2000): *What Should Central Banks Do?*; Prepared for the Homer Jones Lecture, 30. March 2000, in: *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, November/December 2000, S. 1-13.
- MUSGRAVE, RICHARD A., PEGGY B. MUSGRAVE & LORE KULLMER (1994): *Die öffentlichen Finanzen in Theorie und Praxis*; Band 1, 6. Auflage, Tübingen.
- MUTH, JOHN F. (1961): *Rational Expectations and the Theory of Price Movements*; in: *Econometrica*, Vol. 29, S. 315-335.

- NIEHANS, JÜRIG (1980): *Theorie des Geldes: Synthese der monetären Mikro- und Makroökonomie*; Bern u. a. O.
- NORRIS, FLOYD (1999): *Who Needs Gold When We Have Greenspan?*; in: *The New York Times*, 4. Mai 1999, S. 1.
- NORTON, ROB (1996): *In Greenspan We Trust*; in: *Fortune*, 18. März 1996, S. 39-47.
- O. V. (2001): *Kritik an drastischen Zinsschritten in den USA*, in: *Handelsblatt* Nr. 216, 8.11.2001, S. 23.
- OSTERKAMP, RIGMAR (2001): *Die Terroranschläge in den USA und die Folgen für die Weltwirtschaft: Materielle Kosten der Anschläge vom 11. September und kurzfristige Wirkungen auf die US-Wirtschaft*; in: *ifo Schnelldienst* 18/2001, 54. Jahrgang, S. 11-12.
- PARRY, ROBERT T. (1997): *The October `87 Crash Ten Years Later*; *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter* 97-32.
- PHELPS, EDMUND S. (1967): *Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time*; in: *Economica*, Vol. 34, S. 254-281.
- PHILLIPS, ARTHUR W. (1958): *The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957*; in: *Economica*, No. 25, S. 283-299.
- RESZAT, BEATE (1998): *Banken im Aus*; in: *HWWA Wirtschaftsdienst* 10/1998, 78. Jahrgang, S. 568.
- RITTER, LAWRENCE S. & WILLIAM L. SILBER (1977): *Principles of Money, Banking, and Financial Markets*; New York.
- ROGOFF, KENNETH (1985): *The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target*; in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, S. 1169-1190.
- SACHS, JEFFREY D. & FELIPE LARRAIN B. (1995): *Makroökonomik – In globaler Sicht*; München u. a. O.
- SACHS, JEFFREY D., AARON TORNELL & ANDRES VELASCO (1999): *The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?*; in: *Currency Crises: Lessons From Mexico, NBER Project on Exchange Rate Crises in Emerging Market Countries*, S. 15-63.

- SAMUELSON, PAUL A. & ROBERT M. SOLOW (1960): Problem of Achieving and Maintaining a Stable Price Level – Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy; in: American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 50, S. 177-194.
- SICILIA, DAVID B., & JEFFREY L. CRUIKSHANK (2000): Alan Greenspan: Die Macht der Worte; Frankfurt am Main u. a. O.
- STRÖBELE, WOLFGANG (1995): Inflation: Einführung in Theorie und Politik; 4. Auflage, München u. a. O.
- SUNTUM, ULRICH VAN (1999): Die unsichtbare Hand: ökonomisches Denken gestern und heute; Berlin u. a. O.
- TAYLOR, JAMES B. (1981): On the Relation between the Variability and the Average Inflation Rate; in: Carnegie–Rochester Conference on Public Policy, Vol. 15, S. 57–85.
- WAGNER, HELMUT (2001): Stabilitätspolitik: theoretische Grundlagen und institutionelle Alternativen; 6. Auflage, München u. a. O.
- WINKLER, BERNHARD (2000): Which Kind of Transparency? On the Need for Clarity in Monetary Policy-Making; European Central Bank Working Paper Series, Working Paper No. 26.
- WOODWARD, BOB (2001): Greenspan – Dirigent der Weltwirtschaft; Hamburg u. a. O.
- ZSCHIEGNER, HANS (1999): Inflationäre Anpassung für 1999 und 2000 bei Einkommenssteuerrecht der USA; in: Internationale Wirtschaftsbriefe – NWB, Steuerrecht USA, Fach 8, Gruppe 2, S. 1033-1036.