

**Professor Dr. Axel A. Weber**

Präsident

der Deutschen Bundesbank

**Perspektiven europäischer Geldpolitik**

Württembergische Verwaltungs- und Wirtschaftsakademie

in Stuttgart

am 20. Februar 2006

– Es gilt das gesprochene Wort –

## Inhalt

1	Begrüßung .....	2
2	Grundlagen stabilitätsorientierter Geldpolitik .....	3
2.1	Geldpolitik in einem Umfeld niedriger Inflationsraten .....	3
2.2	Die geldpolitische Strategie der EZB .....	10
2.3	Zur Bedeutung solider öffentlicher Finanzen .....	13
3	Aktuelle Geldpolitik .....	14

### 1 Begrüßung

Meine sehr verehrten Damen und Herren, ich freue mich, heute Abend vor Ihnen zum Thema „Perspektiven europäischer Geldpolitik“ referieren zu können.

Was unter „Perspektiven“ verstanden wird, unterscheidet sich je nach Zuhörerkreis: Die Akteure an den Finanzmärkten sind vor allem regelmäßig an der aktuellen Einschätzung der kurzfristigen geldpolitischen Lage interessiert. Für Mitarbeiter beziehungsweise Studenten einer wirtschaftlichen Akademie sind darüber hinaus sicherlich aber auch grundlegende und langfristige Aspekte des Themas von Interesse.

Vor diesem Hintergrund will ich mich bei meinen folgenden Ausführungen zwar auch, jedoch nicht ausschließlich auf die aktuelle Geldpolitik konzentrieren. Vielmehr will ich anfangs noch einmal grundsätzlich den Rahmen aufspannen, innerhalb dessen die stabilitätsorientierte Geldpolitik für den Euroraum gemacht wird. Diesen Rahmen zu kennen macht es einfacher, die europäische Geldpolitik nachzuvollziehen. Daneben hilft diese Kenntnis, zwei maßgebliche Dinge zu verstehen: Zum einen, warum stabiles Geld eine entscheidende Voraussetzung für Wachstum und Beschäftigung ist. Zum anderen, warum es erst die Gewährleistung von Preisniveaustabilität erlaubt, die Geldpolitik auch für die eher kurzfristige Stabilisierung einzusetzen.

Eingehen will ich aber auch auf einige Fragen, die sämtlich mehr oder weniger damit zusammenhängen, dass wir seit einiger Zeit im globalen Maßstab erfreulich niedrige Inflationsraten sehen.

Im Ergebnis sollte so deutlich werden, dass zwischen den langfristigen und den kurzfristigen Perspektiven der Geldpolitik wesentliche Verbindungslinien bestehen: Einmal prägt die grundsätzliche geldpolitische Philosophie immer die Beurteilung der aktuellen Lage, daneben entstehen aber aus den aktuellen Entwicklungen oftmals auch Herausforderungen für das grundlegende geldpolitische Koordinatensystem.

## **2 Grundlagen stabilitätsorientierter Geldpolitik**

### **2.1 Geldpolitik in einem Umfeld niedriger Inflationsraten**

Seit nun mehr als 10 Jahren lässt sich auf globaler Ebene ein Phänomen beobachten, dass ebenso erstaunlich wie erfreulich ist: Die Inflationsraten gehen weltweit trendmäßig deutlich zurück. Noch im Zeitraum 1974 bis 1995 bewegte sich die Inflation im globalen Durchschnitt häufig im zweistelligen Bereich. Von Mitte der 90er-Jahre kam es dann zu einem anhaltenden Rückgang in den mittleren einstelligen Bereich. Die Prognose des IWF für dieses Jahr liegt bei unter 5%.

Auch im Euroraum haben wir einen Grad an Geldwertstabilität erreicht, der von vielen Skeptikern im Vorfeld der Währungsunion nicht für möglich gehalten wurde.

Vor diesem Hintergrund und im Lichte aktueller Entwicklungen drängen sich vor allem zwei Fragen auf:

1. Ist der globale Inflationsrückgang ein Beleg dafür, dass die Inflation endgültig besiegt und somit keine Aufgabe für Notenbanken mehr ist?
2. Falls die Verbraucherpreisinflation weitgehend gebändigt ist: Sollen Notenbanken der Entwicklung von Vermögenspreisen (wie Aktien, Anleihen, aber auch Immobilien) besondere Aufmerksamkeit schenken und auf mögliche „Blasen“ gegebenenfalls geldpolitisch reagieren?

Zur ersten Frage: Der globale Inflationsrückgang hat eine Reihe von Ursachen. Maßgeblich ist in diesem Zusammenhang vor allem die stärkere Stabilitätsorientierung der Makropolitiken. Diese Entwicklung ist zu einem guten Teil auf die Rolle stabilitätsorientierter Notenbanken zurückzuführen, wäre ohne sie also gar nicht zu erreichen gewesen. Kurz und knapp formuliert lautet die Erkenntnis: *Institutions matter!*

In diesem Zusammenhang kommt der Unabhängigkeit der Notenbanken eine besondere Bedeutung zu. Die Empirie zeigt eindeutig, dass es einen positiven Zusammenhang zwischen geldpolitischer Unabhängigkeit und Geldwertstabilität gibt, wofür die Geschichte der Bundesbank ein gutes Beispiel abgibt. Als dem Erfolg der Notenbanken zuträglich hat sich daneben in vielen Fällen eine explizite, primär auf Preisniveaustabilität ausgerichtete Strategie erwiesen. Eine solche Strategie verhindert das Überfrachten des Aufgabenkatalogs der Zentralbanken und stärkt somit deren Glaubwürdigkeit. Zusätzlich ist eine transparente Kommunikationspolitik eine wichtige Nebenbedingung für erfolgreiche Geldpolitik.

Neben diesen notenbankspezifischen Faktoren hat noch eine Reihe anderer Einflussgrößen zum Rückgang der globalen Inflationsraten geführt: Von großer Relevanz ist hierbei das Phänomen der Globalisierung. Konkret: Die zunehmende Öffnung von Güter- und Finanzmärkten, die fortschreitende Deregulierung, flexiblere Marktstrukturen als auch das Auf-

kommen neuer Wettbewerber (wie China oder Indien) haben den Preissetzungsspielraum etablierter Produzenten deutlich kleiner werden lassen.

Daneben hat sich die Erkenntnis durchgesetzt, dass es einen langfristigen Zielkonflikt zwischen Inflationsbekämpfung und hohem Beschäftigungsstand nicht gibt. Anders formuliert: Eine vermeintliche Austauschbeziehung (*trade-off*) zwischen Beschäftigung und Inflation, die es der Politik erlauben würde, gegen den Preis höherer Inflation eine niedrigere Arbeitslosigkeit zu erkaufen, existiert in der langen Frist nicht. Dies erklärt, warum inzwischen die allermeisten Notenbanken die Sicherung der Preisniveaustabilität als vorrangiges Ziel verfolgen.

Dies bedeutet aber nicht, dass die Geldpolitik prinzipiell keine Rolle in der kurzfristigen Stabilisierungspolitik spielt. Nur geht es dabei um die Verringerung zyklischer Schwankungen, nicht um den vergeblichen Versuch, die längerfristigen Wachstumsaussichten zu beeinflussen.

Vor diesem Hintergrund der theoretischen und empirischen Erfahrungen in der Geldtheorie und praktischen Geldpolitik hat sich schließlich auch schlicht das Wissen um die Vorteilhaftigkeit der Geldwertstabilität durchgesetzt. Dies hat vielfach zu einer Stabilitätskultur in der Bevölkerung beigetragen hat, welche die Arbeit der Notenbanken entscheidend stützt.

Der globale Rückgang der Inflation ist folglich zu einem guten Teil Ausdruck erfolgreicher Notenbankpolitik. Die Schlussfolgerung, die Inflation endgültig für tot zu erklären, lässt sich hieraus aber definitiv nicht ziehen. Im Gegenteil: Der erreichte Zustand ist vielmehr sowohl Ansporn als auch Herausforderung für Notenbanken, den eingeschlagenen Weg auch in Zukunft entschieden fortzusetzen. Es gibt keinen Grund, sich auf dem Erreichten auszuruhen.

Gerade weil wir in dem glücklichen Zustand leben, seit zahlreichen Jahren keine rapide Geldentwertung mehr erlebt zu haben, ist es angebracht, die vielfältigen Kosten der Inflation nicht aus dem Blick zu verlieren. Die drei bedeutendsten negativen Auswirkungen der Inflation seien deshalb hier erwähnt:

➤ Inflation verzerrt den Preismechanismus.

Walter Eucken, einer der geistigen Väter der Sozialen Marktwirtschaft, hat schon vor knapp 60 Jahren zu recht „die *Herstellung eines funktionsfähigen Preissystems [..]*“ zum „*wirtschaftsverfassungsrechtlichen Grundprinzip*“ erklärt. Welche Überlegungen stehen hinter dieser Aussage?

Preise üben in einer Volkswirtschaft die entscheidende Signalfunktion für Anbieter und Nachfrager aus, indem sie Knappheiten anzeigen. Marktpreise lenken somit die knappen Produktionsfaktoren in ihre jeweils produktivste Verwendung (Funktion der Ressourcenallokation).

Inflation hingegen verzerrt den Preismechanismus, also das Anpassen der relativen Preise an die sich ändernden Knappheitsverhältnisse. Die Ressourcenlenkung verläuft dann nur suboptimal.

➤ Inflation entfaltet ungewollte Verteilungswirkungen.

Von Inflation negativ betroffen sind insbesondere die Besitzer von Geldvermögen und die Gläubiger nominal determinierter Forderungen. Den Verschlechterungen dieser Gruppe stehen entsprechende Besserstellungen der Schuldner gegenüber. Im Ergebnis kommt es bei Inflation zu einer erheblichen und ungewollten Änderung der Einkommens- und Vermögensverteilung.

Die Erfahrung zeigt, dass insbesondere die „kleinen Sparer“ oft nur schlecht in der Lage sind, sich gegen inflationsbedingte Geldvermögensverluste zu schützen. Stabiles Geld erfüllt somit eine zutiefst soziale Funk-

tion: Diejenigen, die sich kaum gegen die negativen Wirkungen der Inflation wehren können, werden davor geschützt, schleichend enteignet zu werden.

➤ Inflation wirkt wie eine Zusatzsteuer.

In Deutschland wie auch in den allermeisten Ländern macht das Steuersystem an nominalen Größen fest, die nicht jährlich der allgemeinen Preisentwicklung angepasst werden.

Inflation führt nun dazu, dass die effektive Steuerbelastung der Bürger und Unternehmen schleichend, aber beständig ansteigt. Die sogenannte „kalte Progression“ ist die Folge.

Preisniveaustabilität zu gewährleisten ist aufgrund der negativen Wirkungen der Inflation folglich der wichtigste Beitrag, den die Geldpolitik zum wirtschaftlichen Wohlstand und zur Erreichung eines hohen Wachstums- und Beschäftigungsniveaus leisten kann.

Dies bedeutet – wie bereits gesagt – nicht, dass die Geldpolitik keine Rolle bei der kurzfristigen Stabilisierung spielt. Hier gilt es aber deutlich zu machen, dass dies nur dann effektiv geleistet werden kann, wenn über das Primärziel der Geldwertstabilität keine Kontroverse besteht.

Zur zweiten Frage: Zur Frage, ob Notenbanken auf bestimmte Vermögenspreisentwicklungen (wie den „*New Economy*“-Boom am Aktienmarkt) zinspolitisch reagieren sollen, lässt sich trefflich und ausführlich streiten. Ich will mich hier jedoch nur auf paar grundsätzliche Gedanken konzentrieren.

Zentralbanken sehen sich beim möglichen Wunsch der „Blasenbekämpfung“ zwei Herausforderungen gegenüber, die unter den Begriffen „Identifikationsproblem“ und „Handlungsoptionen“ subsumiert werden.

Zum Identifikationsproblem: Blasen an Finanz- oder Immobilienmärkten sind alles andere als leicht zu erkennen und verlangen vom Beobachter Antworten auf zwei Fragen: Welche Preisentwicklungen sind fundamental begründet? Welche lassen sich auf Übertreibungen und die „Irrationalität“ der Marktteilnehmer zurückführen?

Notenbanken bräuchten zur „Blasenfrüherkennung“ Instrumente, die sie in die Lage versetzen, mit Sicherheit das fundamental gerechtfertigte Bewertungsniveau von Vermögenspreisen zu ermitteln. Aber: Haben Notenbanken bessere Kenntnisse und Methoden als der Markt? Soll die Einschätzung der Notenbank bezüglich korrekter Bewertungsniveaus an die Stelle derjenigen einer Vielzahl von Marktteilnehmern treten? Ich bin skeptisch bei diesen Fragen.

Selbst wenn sich das Identifikationsproblem in akzeptabler Weise lösen ließe, stellt sich die Frage nach den Handlungsoptionen: Wie kann man die Luft aus Blasen entweichen lassen? Haben Notenbanken hierzu die geeigneten Instrumente?

Hier sind besonders die Grenzen der zinspolitischen Möglichkeiten zu beachten: Falls Anleger mit großen Überrenditen rechnen, werden selbst größere Leitzinserhöhungen kaum eine dämpfende Wirkung auf die entsprechende Vermögensklasse entfalten. Sie würden aber den Rest der Wirtschaft massiv treffen und dort hohe gesamtwirtschaftliche Kosten verursachen. Kurzum: Zinspolitische Entscheidungen sind häufig ein zu unspezifisches Instrument, um sanft die Luft aus Blasen entweichen zu lassen.



Die beschriebenen Schwierigkeiten legen ein vorsichtiges, jedoch kein rein passives Verhalten der Notenbanken nahe, falls sie mögliche Übertreibungen auf den Vermögenmärkten zu erkennen glauben. Ein empfehlenswerter Weg ist, dass Notenbanken den Blick der Marktteilnehmer möglichst frühzeitig auf Bereiche lenken, in denen sich potentiell Ungleichgewichte aufbauen.

Ein passender Rahmen, um blasenartige Entwicklungen (kritisch) zu kommentieren, können zum einen öffentliche Äußerungen von Zentralbankvertretern sein (siehe Greenspans Warnung vor „*irrational exuberance*“ 1996), zum anderen auch Stabilitätsberichte mit ihrem Fokus auf Risikoszenarien. Diese haben ihre Funktion auch darin, das Risikobewusstsein der Marktteilnehmer zu schärfen, wenn Marktüberschwang durch Herdentrieb droht. Zusätzlich sind zum Beispiel erhöhte Anforderungen an das Risikomanagement der Marktteilnehmer denkbar, falls bestimmte Entwicklungen Anlass zur Sorge geben. Und schließlich sollte man auch hier beachten: Eine an der Sicherung von Preisniveaustabilität ausgerichtete Geldpolitik trägt mit dazu bei, dass Übertreibungen an den Finanzmärkten begrenzt bleiben.

Aktuell ist hier vor allem die Entwicklung der Immobilienpreise im Euro-Raum als Beispiel zu erwähnen. Mit der gebotenen Vorsicht aufgrund nicht-harmonisierter Daten und Problemen der fundamental gerechtfertigten Bewertung deutet dennoch einiges darauf hin, dass es hier auf nationalen Teilmärkten Anzeichen preislicher Übertreibungen geben könnte. Diese gilt es angesichts der dynamischen Kreditentwicklung und der gesamtwirtschaftlichen Bedeutung der Immobilienmärkte sorgfältig zu beobachten.

Zusammenfassend lässt sich folglich festhalten:

- Niedrige Inflationsraten sind keine Selbstverständlichkeit.

- Zur Reaktion der Notenbanken auf Vermögenspreisentwicklungen ist ein zurückhaltendes Agieren angebracht.
- Nicht in Frage steht, dass eine primär an der Bewahrung von Preisniveaustabilität ausgerichtete Politik unverändert das Kernmandat der Geldpolitik bilden sollte.

Vor diesem Hintergrund will ich im folgenden näher auf die geldpolitische Strategie der EZB eingehen.

## **2.2 Die geldpolitische Strategie der EZB**

Für die europäische Geldpolitik trägt das ESZB (Europäische System der Zentralbanken) die Verantwortung. Dieses besteht aus der EZB und den nationalen Zentralbanken der EU-Mitgliedsländer. Die Länder, die den Euro als gemeinsame Währung eingeführt haben, bilden den gegenüber dem ESZB kleineren Kreis des Eurosystems.

Die Bundesbank ist als Zentralbank der Bundesrepublik Deutschland integraler Bestandteil des ESZB und wirkt an der Erfüllung seiner Aufgaben mit. Entgegen dem nicht zuletzt in Deutschland teilweise zu hörenden Vorurteil sind die nationalen Notenbanken also keineswegs überflüssig. Dies gilt nicht nur für den Kernbereich der Geldpolitik sondern auch für andere Tätigkeitsfelder wie Bankenaufsicht, Zahlungsverkehr und Bargeldversorgung.

Höchstes Entscheidungsgremium im Eurosystem ist der EZB-Rat, in dem das EZB-Direktorium und die Präsidenten der nationalen Zentralbanken zusammenkommen, um unter anderem über die Geldpolitik zu entscheiden. Die prominenteste Aufgabe des EZB-Rates ist, für Geldwertstabilität zu sorgen. Art. 105 EG-Vertrag formuliert: „Das vorrangige Ziel des ESZB ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten.“

Erstes Element der geldpolitischen Strategie der EZB ist eine quantitative Definition dessen, was unter Preisniveaustabilität zu verstehen ist. Gemäß Definition des EZB-Rates ist hiermit ein „... Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter, aber nahe 2% gegenüber dem Vorjahr“ gemeint. Die so verstandene Preisniveaustabilität soll mittelfristig erreicht werden.

Die explizite Definition von Geldwertstabilität dient drei Zielen: Zum einen wird die europäische Geldpolitik transparenter, da ihr Endziel klar formuliert wird. Zum anderen bekommt die Öffentlichkeit die Gelegenheit, den Erfolg der europäischen Geldpolitik an einer klaren und objektiv nachprüfbar Größe zu messen. Schließlich dient diese Definition als Orientierungshilfe für die Inflationserwartungen in der Bevölkerung.

Geldpolitische Entscheidungen des EZB-Rates werden auf der Basis einer umfassenden Analyse der Risiken für die Preisniveaustabilität getroffen. Das Rahmenwerk hierzu ist die sog. 2-Säulen-Strategie. Hierbei handelt es sich um zwei einander ergänzende Analyseansätze, welche die kurz-, mittel- und langfristigen Inflationsrisiken umfassend beleuchten.

Zur ersten Säule (wirtschaftliche Analyse): Die wirtschaftliche Analyse konzentriert sich vor allem auf die Beurteilung der aktuellen konjunkturellen und finanziellen Entwicklung sowie der impliziten kurz- bis mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität. Sie trägt der Tatsache Rechnung, dass die Preisentwicklung über diese Zeithorizonte hinweg weitgehend vom Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage an den Güter-, Dienstleistungs- und Faktormärkten beeinflusst wird.

In der ersten Säule werden unter anderem folgende Entwicklungen analysiert: Die gesamtwirtschaftliche Produktion, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und ihre Komponenten, die Finanzpolitik, eine breite Palette von Preis- und Kostenindikatoren als auch die Wechselkursbewegungen.

Zur zweiten Säule (monetäre Analyse): Die EZB hat der Geldmenge eine besondere Rolle in ihrem Analyserahmen zugewiesen. Dieses Vorgehen entspricht dem Umstand, dass in der längerfristigen Betrachtung Geldmengenwachstum und Inflation eine hohe Korrelation aufweisen. Die sogenannte zweite Säule konzentriert sich nun auf diesen längeren Horizont und den langfristigen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisen. Aus der Analyse eines weit gefassten Geldmengenaggregats (M3) lassen sich so Rückschlüsse auf Risiken für die Preisniveaustabilität über einen längeren Zeitraum ziehen.

Zusätzlich dient die monetäre Analyse dazu, die Erkenntnisse aus der ersten Säule gegenzuprüfen (*cross-checking*), um zu einer angemessenen Gesamtbeurteilung der Inflationsrisiken zu kommen. Es ist wichtig zu betonen, dass die monetäre Analyse selbst eine komplexe Sammlung an Analysewerkzeugen und keine vereinfachende Anwendung der Quantitätsgleichung ist.

Die Komplexitäten entstehen beispielsweise dadurch, dass die Geldmengenentwicklung nicht selten von Schocks betroffen ist, zum Beispiel in Folge von Portfolioumschichtungen oder makroökonomischer Unsicherheit. Gerade deshalb ist der Nutzen einer ausgefeilten monetären Analyse aber auch unabhängig von der Frage, ob die Geldmengenentwicklung ein endogener oder exogener Prozess ist. Dieser Aspekt wird in der öffentlichen Diskussion über die monetäre Analyse des Eurosystems oft nicht hinreichend verstanden.

Der 2-Säulen-Ansatz stellt somit sicher, dass bei der Bewertung der Inflationsrisiken keine relevanten Informationen verlorengehen. Er verringert hierdurch die Gefahr geldpolitischer Fehleinschätzungen infolge einer zu starken Fixierung auf nur einen Indikator oder ein Modell.

Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems stellt eine überaus wichtige Grundlage für eine erfolgreiche Geldpolitik in Europa dar. Um dauerhaft erfolgreich zu sein, muss sie jedoch durch eine stabilitätsorientierte Finanzpolitik ergänzt werden.

### **2.3 Zur Bedeutung solider öffentlicher Finanzen**

Neben einer auf Preisniveaustabilität ausgerichteten Geldpolitik sind solide öffentliche Finanzen der zweite Baustein einer nachhaltigen Stabilitätspolitik. Eine unsolide Finanzpolitik hingegen erschwert es der Geldpolitik, ihr Ziel dauerhaft zu erreichen.

Der Hintergrund ist, dass unsolide öffentliche Finanzen immer die Gefahr eines Konflikts zwischen Geld- und Haushaltspolitik bergen. Die Unabhängigkeit der Notenbanken des Eurosystems wirkt diesem Prozess zwar entgegen. Geldpolitische Unabhängigkeit muss aber unterstützt werden durch eine Regelbindung der Finanzpolitik. Dies gilt insbesondere im institutionellen Gefüge der Währungsunion.

Solide öffentliche Haushalte sind daher eine wesentliche Voraussetzung dafür, dass die Zentralbank frei von politischer Einflussnahme dauerhaft Geldwertstabilität sicherstellen kann und dass die Marktteilnehmer das Bestreben der Notenbank als glaubwürdig ansehen.

Bei soliden öffentlichen Haushalten denkt man mit Blick auf Europa sofort an den europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP). Die Bundesbank hat sich zu diesem Themenkomplex schon häufig zu Wort gemeldet, so dass ich mich hierzu heute sehr kurz fassen werde.

Der Pakt gehört zu den Kernelementen der Währungsunion und ist daher in seiner Bedeutung kaum zu überschätzen. Er ist entgegen anderslau-

tender Vorwürfe keine ökonomische Zwangsjacke, die wirtschaftliche Stagnation und finanzpolitische Handlungsunfähigkeit impliziert.

Den im letzten Jahr eingeschlagenen Weg der Reform des Pakts haben wir Notenbanken im Eurosystem mit Skepsis betrachtet, da der reformierte Pakt zahlreiche Ausnahmebestimmungen im Vergleich zum ursprünglichen Regelwerk enthält. Für die Zukunft entscheidend ist deshalb, die veränderten Regeln nun auch konsequent anzuwenden. Europäische Kommission, Rat und die Mitgliedstaaten sollten sich ihrer Verantwortung für die Währungsunion bewusst sein. Nur so kann verhindert werden, dass bereits kurz nach der Verabschiedung der Änderungen des Paktes neue Präzedenzfälle für Regelverletzungen geschaffen werden.

Mit Blick auf Deutschland, dem hier eine zentrale Bedeutung zukommt, bedeutet dies zuallererst die Rückführung der übermäßigen Defizite unter die 3%-Grenze. Dieses Ziel ist wegen der vergleichsweise günstigen Defizitzahlen bereits in diesem Jahr erreichbar und sollte nicht aus den Augen verloren werden. Die konjunkturelle Entwicklung steht dem nicht entgegen.

Vor dem Hintergrund dieser grundsätzlichen Ausführungen will ich abschließend auf die aktuelle Geldpolitik eingehen.

### **3 Aktuelle Geldpolitik**

Wie sie alle wissen hat der EZB-Rat Anfang Dezember den Leitzins im Euroraum um 0,25% auf nun 2,25% angehoben. Dieser Schritt war notwendig und angemessen, um frühzeitig den zunehmenden Risiken für die Geldwertstabilität zu begegnen. Welche Herausforderungen und Risiken existieren im gegenwärtigen Umfeld, gut 2 ½ Monate nach dem ersten Zinsschritt?

Im Lichte der aktuellen ökonomischen und monetären Entwicklung bestehen unverändert Inflationsrisiken fort. Die Ölpreise hatten im Januar erneut angezogen, waren jüngst etwas gefallen und bleiben vorläufig sicher weiterhin volatil. Zunehmende geopolitische Unsicherheiten wirken potentiell weiter preistreibend und tragen nicht zur Entspannung der Situation bei. Daneben üben die angekündigten Erhöhungen administrierter Preise und indirekter Steuern einen gewissen Inflationsdruck aus. In beiden Fällen ist es insbesondere die anhaltende Gefahr von Zweitrundeneffekten, die geldpolitische Wachsamkeit erfordert. Hinzu kommt das anhaltend starke Geldmengen- und Kreditwachstum, das aufmerksamer Beobachtung bedarf, da es möglichen Preisdruck auf mittlere bis längere Frist anzeigt.

Die realwirtschaftliche Entwicklung signalisiert eine Festigung des konjunkturellen Aufschwungs. Die gilt ungeachtet der etwas schwächeren Entwicklung im vierten Quartal, denn die Verlaufsdaten des Bruttoinlandsprodukts sind oftmals sehr volatil. Der grundlegende Trend ist aber durchaus positiv, wenngleich übertriebene Konjunktüreuphorie fehl am Platze ist. Die Grundtendenz lässt sich wie folgt umschreiben: Festigung der realwirtschaftlichen Entwicklung bei gleichzeitig bestehenden Preisrisiken, anhaltend lebhafter Geldmengendynamik und großzügiger Liquiditätsausstattung im Euroraum.

Vor dem Hintergrund der anhaltenden Risiken für die Preisniveaustabilität ist es von entscheidender Bedeutung, die Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte weiterhin auf einem Niveau zu verankern, das mit der Definition des EZB-Rats von Geldwertstabilität vereinbar ist. Dies macht eine vorausschauende Geldpolitik erforderlich, die frühzeitig möglichen inflatorischen Entwicklungen entgegentritt.

Die Handlungsmaxime des EZB-Rats wird auch weiterhin sein, die relevanten ökonomischen und monetären Entwicklungen zu bewerten und

entsprechend zu handeln, um Preisniveaustabilität auf mittlere Frist zu gewährleisten.

In diesem Zusammenhang ist die Kommunikation im Rahmen unserer Strategie von zentraler Bedeutung. Sie hilft den Marktteilnehmern nachzuvollziehen, in welcher Weise die Geldpolitik aktuelle Entwicklungen analysiert und bewertet – und welche Faktoren daher für die zukünftige geldpolitische Entscheidung von besonderer Relevanz sein werden.

Gegenwärtig ist – nicht zuletzt durch die Kommunikation der US-Notenbank – eine öffentliche Debatte im Gange, ob und wie Notenbanken den Märkten ihren zukünftigen Kurs kommunizieren sollen. Hier eröffnen sich eine Reihe interessanter und schwieriger Fragen, die den Rahmen meiner heutigen Erörterungen sprengen würden. Lassen Sie mich aber einen Aspekt herausgreifen: Die Kommunikation eines zukünftigen geldpolitischen Kurses kann immer nur auf die zukünftige realwirtschaftliche und monetäre Entwicklung konditioniert sein.

Es ist offensichtlich, dass die Vermittlung eines solchen konditionierten Politikpfades keine einfache Aufgabe ist. Sie wird aber bedeutend einfacher – und dies ist mein zentraler Punkt – wenn die Geldpolitik einer transparenten Strategie folgt. Hierzu zählt die Operationalisierung eines mittelfristigen Stabilitätsziels genauso wie die klare Kommunikation bezüglich des Analyserahmens, innerhalb dessen neue Informationen bewertet werden.

Genau dies soll die Strategie des Eurosystems leisten. Und betrachtet man empirische Untersuchungen zum Grad der Vorhersagbarkeit geldpolitischer Entscheidungen, dann ist dies dem Eurosystem innerhalb des kurzen Zeitraums seines Bestehens bisher sehr gut gelungen. Mit anderen Worten: Analysten sind sicherlich sehr gut beraten, bei der Prognose der zukünftigen Geldpolitik weniger auf bestimmte Signalworte zu achten als



vielmehr den analytischen Überbau der geldpolitischen Strategie in das Zentrum ihrer Überlegungen zu rücken. Nur wer diesen Analyserahmen kennt und ernst nimmt, kann unser geldpolitisches Gesamtbild richtig interpretieren.

Im Vergleich zu Notenbanken ohne eine explizit kommunizierte geldpolitische Strategie sollte das Eurosystem damit weniger darauf angewiesen sein, die Markterwartungen über eine verbale Feinsteuerung zu beeinflussen.

\* \* \*