

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|------|
| Abbildungsverzeichnis | XIII |
| Tabellenverzeichnis und Verzeichnis der Kästen | XVII |
| Symbolverzeichnis | XIX |
| Abkürzungsverzeichnis | XXI |
| | |
| 1 EINFÜHRUNG | 1 |
| 2 INHALT UND BEDEUTUNG GELDPOLITISCHER STRATEGIEN | 3 |
| 2.1 ZUM BEGRIFF DER „GELDPOLITISCHEN STRATEGIE“ | 3 |
| 2.2 WARUM WERDEN TRANSPARENTE STRATEGIEN GEFORDERT? | 9 |
| 2.2.1 Berechenbarkeit | 9 |
| 2.2.1.1 Berechenbarkeit als Mittel zur Steigerung geldpolitischer Effizienz | 9 |
| 2.2.1.2 Strategien als „Sprache“ und die Gefahren einer „gläsernen“ Notenbank | 16 |
| 2.2.2 Glaubwürdigkeit | 20 |
| 2.2.2.1 Gibt es überhaupt ein Glaubwürdigkeitsproblem? | 20 |
| 2.2.2.2 „Inflation bias“ aufgrund einer asymmetrischen Verlustfunktion | 23 |
| 2.2.2.3 Glaubwürdigkeit als Mittel zur Stabilisierung von Inflationserwartungen | 26 |
| 2.2.2.4 Glaubwürdigkeit im Rahmen der „Neu-Keynesianischen“ Phillips-Kurve | 29 |
| 2.2.2.5 Sollten Notenbanken ihr Beschäftigungsziel offen legen? | 32 |
| 2.3 INFLATION TARGETING UND TAYLOR-REGEL ALS STRATEGIE-BEISPIELE | 33 |
| 2.3.1 Inflation Targeting | 33 |
| 2.3.1.1 Entstehung, Merkmale und Ziele | 33 |
| 2.3.1.2 Theoretische Fundierung | 34 |
| 2.3.1.3 Die Inflationsprognose als Zwischenziel von Inflation Targeting | 36 |
| 2.3.1.4 Drei kritische Fragen an Inflation Targeting | 39 |
| 2.3.2 Taylor-Regel | 43 |
| 2.3.2.1 Komponenten und Eigenschaften | 43 |
| 2.3.2.2 Theoretische Fundierung I: Zinssteuerung und Gleichgewichtszins | 45 |
| 2.3.2.3 Theoretische Fundierung II: Inflations- und Outputvariabilität | 47 |
| 2.3.2.4 Die Taylor-Regel in der geldpolitischen Praxis | 49 |
| 2.3.2.5 Das Problem der Unsicherheit über die Outputlücke | 53 |
| 2.3.3 Vergleich Taylor-Regel und Inflation Targeting | 54 |
| 2.4 RESÜMEE ZUR HEUTIGEN BEDEUTUNG GELDPOLITISCHER STRATEGIEN | 58 |
| | |
| 3 BESCHÄFTIGUNGSZIELE IN DER GELDPOLITIK | 61 |
| 3.1 PREISNIVEAUSTABILISIERUNG – EIN „FREE-LUNCH“ DER GELDPOLITIK? | 61 |
| 3.1.1 Die heutige Dominanz des Preisstabilitätsziels in der Geldpolitik | 61 |
| 3.1.2 Lehren der 70er Jahre aus einer „beschäftigungsfreundlichen“ Politik | 63 |
| 3.1.2.1 Die Kosten der Inflation | 63 |
| 3.1.2.2 Inflation als ein monetäres Phänomen | 66 |
| 3.1.3 Ansatzpunkte einer auf Vollbeschäftigung ausgerichteten Geldpolitik | 69 |
| 3.1.3.1 Eine beschäftigungsorientierte Zielfunktion | 69 |
| 3.1.3.2 Einfache Fallbeispiele einer beschäftigungsorientierten Geldpolitik | 72 |

| | | |
|----------|--|------------|
| 3.1.4 | Warum nur Preisstabilität? | 76 |
| 3.1.4.1 | Geldpolitik erzeugt keine realen Effekte | 76 |
| 3.1.4.2 | Schwierigkeiten bei der Steuerung realwirtschaftlicher Prozesse | 78 |
| 3.1.4.3 | Die Haltung der Inflation Targeter | 82 |
| 3.1.4.4 | Die „inflation bias“-Problematik | 84 |
| 3.2 | REALE EFFEKTE DER GELDPOLITIK: WO STEHEN WIR HEUTE? | 88 |
| 3.2.1 | Die Vorstellungen der Zentralbanken über den Transmissionsprozess | 88 |
| 3.2.2 | Historische und einfache formale empirische Verfahren | 91 |
| 3.2.3 | VAR-Analysen | 95 |
| 3.2.4 | Strukturelle makroökonomische Modelle | 98 |
| 3.3 | VON DER PHILLIPS-KURVE ZUR TRADE-OFF-KURVE VON JOHN TAYLOR | 101 |
| 3.3.1 | Der Trade-off zwischen Inflations- und Outputvariabilität | 101 |
| 3.3.2 | Der Trade-off im „ π -y-Diagramm“ | 106 |
| 3.3.3 | Die Relevanz von Nachfrageschocks für die Taylor-Kurve | 109 |
| 3.3.4 | Eigenschaften der Trade-off-Kurve | 112 |
| 3.3.5 | Kritik an der Taylor-Kurve | 115 |
| 3.4 | SPIELRÄUME DER GELDPOLITIK INFOLGE EINER INSTABILEN NAIRU | 117 |
| 3.4.1 | Die NAIRU als Orientierungsgröße der Geldpolitik | 117 |
| 3.4.2 | Sollte die Geldpolitik der NAIRU „den Laufpass geben“? | 121 |
| 3.4.3 | Geldpolitische Experimente bei sinkender NAIRU | 124 |
| 3.4.4 | Der Vorschlag einer nicht-linearen Regel bei NAIRU-Unsicherheit | 129 |
| 3.5 | HYSTERESIS UND DIE RÜCKKEHR EINER STABILEN PHILLIPS-KURVE | 133 |
| 3.5.1 | Der rätselhafte Anstieg der europäischen Arbeitslosigkeit | 133 |
| 3.5.2 | Hysteresis-Effekte auf dem Arbeitsmarkt | 137 |
| 3.5.3 | Hysteresis-Kanäle und die Wiederkehr der stabilen Phillips-Kurve | 139 |
| 3.5.4 | Bekämpfung struktureller Arbeitslosigkeit mittels Nachfragepolitik? | 144 |
| 3.5.5 | Kritik und geldpolitische Schlussfolgerungen aus der Ball'schen Analyse | 150 |
| 3.5.6 | Folgerungen für die Geldpolitik | 155 |
| 3.6 | EIN ERSTES RESÜMEE ZU GELDPOLITISCHEN BESCHÄFTIGUNGSZIELEN | 157 |
| 4 | WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG UND US-AMERIKANISCHE GELDPOLITIK ZWISCHEN 1987 UND 2004 | 161 |
| 4.1 | GELDPOLITISCHE BESCHLÜSSE IM FOMC | 161 |
| 4.2 | 1987-1990: BÖRSEN-CRASH, AUFSCHWUNG UND GOLFKRISE: GELDPOLITIK ZWISCHEN INFLATIONS- UND REZESSIONSGEFAHR | 164 |
| 4.2.1 | Wirtschaftliche Entwicklung und Geldpolitik 1987-1990 | 164 |
| 4.2.2 | Bewertung der Geldpolitik 1987-1990 | 172 |
| 4.2.2.1 | Die Zieldebatte | 172 |
| 4.2.2.2 | Geldmenge, Wechselkurs, Zinsen und andere Finanzindikatoren | 175 |
| 4.2.2.3 | Die Politik der „Feinsteuerung“ durch Greenspan | 179 |
| 4.2.2.4 | Wie restriktiv war die Fed in den Jahren 1987-1990 wirklich? | 183 |
| 4.2.2.5 | Resümee der Fed-Politik 1987-1990 | 188 |
| 4.3 | 1991-1993: REZESSION, KREDITKLEMME UND NIEDRIGZINSPOLITIK | 189 |
| 4.3.1 | Wirtschaftliche Entwicklung und Geldpolitik 1991-1993 | 189 |
| 4.3.2 | Bewertung der Geldpolitik 1991-1993 | 196 |

| | | |
|----------|--|------------|
| 4.3.2.1 | Die Zieldebatte..... | 196 |
| 4.3.2.2 | Das Ende der Geldmengensteuerung | 198 |
| 4.3.2.3 | Reagierte die Fed adäquat auf die Rezession 1990/1991? | 200 |
| 4.3.2.4 | Reagierte die Fed zu stark auf einzelne Konjunkturindikatoren?..... | 204 |
| 4.3.2.5 | Wie expansiv war die Fed-Politik wirklich 1991-1993? | 207 |
| 4.3.2.6 | Resümee der Fed-Politik 1991-1993 | 209 |
| 4.4 | 1994/1995: „PREEMPTIVE STRIKE“ UND „WEICHE LANDING“ | 210 |
| 4.4.1 | Wirtschaftliche Entwicklung und Geldpolitik 1994/1995 | 210 |
| 4.4.2 | Bewertung der Geldpolitik 1994/1995 | 215 |
| 4.4.2.1 | Geldpolitische Ziele in der Hochkonjunktur..... | 215 |
| 4.4.2.2 | Die Politik des „preemptive strike“ | 216 |
| 4.4.2.3 | Die Konzeption des „neutralen“ oder „gleichgewichtigen“ Realzinses..... | 220 |
| 4.4.2.4 | Die Fed und die Finanzmärkte | 221 |
| 4.4.2.5 | Wie restriktiv war die Fed in den Jahren 1994/1995 wirklich?..... | 225 |
| 4.4.2.6 | Resümee der Fed-Politik 1994/1995..... | 227 |
| 4.5 | 1996-1998: SINKENDE NAIRU UND „WATCHFUL WAITING“ | 227 |
| 4.5.1 | Wirtschaftliche Entwicklung und Geldpolitik 1996-1998 | 227 |
| 4.5.2 | Bewertung der Geldpolitik 1996-1998 | 233 |
| 4.5.2.1 | Warum plädierte Greenspan für eine Politik des „watchful waiting“? | 233 |
| 4.5.2.2 | Der Meinungsstreit zwischen den „Tauben“ und „Falken“ im FOMC | 241 |
| 4.5.2.3 | Resümee der Fed-Politik 1996-1998 | 245 |
| 4.6 | 1999/2000: FED VERLIERT GEDULD UND PLATZENDE BÖRSENBLASE | 246 |
| 4.6.1 | Wirtschaftliche Entwicklung und Geldpolitik 1999/2000 | 246 |
| 4.6.2 | Bewertung der Geldpolitik 1999/2000 | 250 |
| 4.6.2.1 | Warum gab die Fed ihre Politik des „watchful waiting“ 1999 auf? | 250 |
| 4.6.2.2 | Die Fed und der Aktienboom zwischen 1995 und März 2000 | 256 |
| 4.6.2.3 | Resümee der Fed-Politik 1999/2000..... | 261 |
| 4.7 | 2001-2004: SCHARFE ZINSENKUNG ALS REPLIK AUF DIE REZESSION | 263 |
| 4.7.1 | Wirtschaftliche Entwicklung und Geldpolitik 2001- (Mitte) 2004..... | 263 |
| 4.7.2 | Bewertung der Geldpolitik zwischen 2001- (Mitte) 2004 | 269 |
| 4.7.2.1 | Geldpolitische Konjunkturstabilisierung | 269 |
| 4.7.2.2 | Die Deflationsdebatte..... | 272 |
| 4.7.2.3 | Befindet sich die Fed 2004 in einer „Zinsfalle“ | 278 |
| 4.7.2.4 | Resümee der Fed-Politik 2001- (Mitte) 2004 | 281 |
| 4.8 | EIN ERSTES FAZIT ZUR GELDPOLITIK DER GREENSPAN-ÄRA | 282 |
| 5 | DIE FED-STRATEGIE DER GREENSPAN-ÄRA | 285 |
| 5.1 | DIE ZIELE DER FEDERAL RESERVE..... | 285 |
| 5.1.1 | Das „duale“ Mandat der Federal Reserve | 285 |
| 5.1.2 | Die Zielgewichtung des Offenmarktausschusses..... | 290 |
| 5.2 | DAS DURCHFÜHRUNGSVERFAHREN DER FED | 296 |
| 5.2.1 | Von der Geldmengensteuerung zur Steuerung des realen Wachstums | 296 |
| 5.2.1.1 | Das Ende der Geldmengensteuerung | 296 |
| 5.2.1.2 | Outputlücke, Beschäftigungslücke und Potentialtrend | 297 |

| | | |
|----------|--|-----|
| 5.2.1.3 | Die Zinstücke als neuer Wirkungsindikator der Geldpolitik | 305 |
| 5.2.2 | Von der Geldmengensteuerung zu einem Multi-Indikatorenansatz | 307 |
| 5.2.3 | Die Fed – ein Inflation Targeter? | 316 |
| 5.2.4 | Regelbindung gemäß Taylor-Prinzip? | 321 |
| 5.3 | GLAUBWÜRDIGKEIT UND TRANSPARENZ DER FED AUS SICHT DER AKADEMIKER UND MÄRKTE | 328 |
| 5.3.1 | Die Kritikpunkte an der Strategie der Federal Reserve | 328 |
| 5.3.2 | Wie glaubwürdig ist die Greenspan-Fed in den Augen der Märkte? | 333 |
| 5.3.2.1 | Die Entwicklung der Inflationserwartungen | 333 |
| 5.3.2.2 | Die Marktreaktionen auf die Zinssenkungspolitik im Jahr 2001 | 335 |
| 5.3.3 | Wie transparent ist die Fed für die Märkte? | 338 |
| 5.3.3.1 | Die Vorhersehbarkeit der Zinsentscheidungen der Federal Reserve | 338 |
| 5.3.3.2 | Erklärungsgründe für die guten Zinsprognosen der Märkte | 342 |
| 5.4 | SOLLTE DIE FEDERAL RESERVE ZU INFLATION TARGETING WECHSELN? | 349 |
| 5.4.1 | Inflation Targeting als eine zukünftige Option der Fed-Politik | 349 |
| 5.4.2 | Das Für und Wider eines quantitativen Inflationsziels für die Fed | 350 |
| 5.4.2.1 | Die Argumente der Befürworter eines quantitativen Inflationsziels | 350 |
| 5.4.2.2 | Beschränkt ein quantitatives Inflationsziel die Flexibilität der Fed? | 355 |
| 5.4.3 | „Inflation-and-Output-Gap Targeting“ für die Federal Reserve? | 360 |
| 5.5 | EIN VORLÄUFIGES RESÜMEE ZUR STRATEGIE DER GREENSPAN-ÄRA | 365 |
| 6 | DIE FED-STRATEGIE ALS VORBILD FÜR DIE EZB? | 367 |
| 6.1 | DIE EZB-STRATEGIE: INHALT, KRITIK UND VERGLEICH MIT FED-STRATEGIE | 367 |
| 6.1.1 | Die EZB und die Fed als Notenbanken großer Währungsräume | 367 |
| 6.1.2 | Das gesetzliche Mandat der EZB | 367 |
| 6.1.3 | Die Zielfunktion der EZB | 370 |
| 6.1.4 | Die Zielfunktionen von EZB und Fed im Vergleich | 373 |
| 6.1.5 | Unterschätzt die EZB die Wachstumsrate des Produktionspotentials? | 375 |
| 6.1.6 | Die Zwei-Säulen-Strategie | 379 |
| 6.1.6.1 | Die „wirtschaftliche Analyse“ | 379 |
| 6.1.6.2 | Die „monetäre Analyse“ | 381 |
| 6.2 | EZB VERSUS FED AM ENDE DES „NEW ECONOMY“-BOOMS | 386 |
| 6.3 | WARUM HAT DIE FED AUF DEN GLOBALEN ABSCHWUNG IM JAHR 2001 AGGRESSIVER REAGIERT ALS DIE EZB? | 388 |
| 6.3.1 | Die Zinsreaktionen im Vergleich | 388 |
| 6.3.2 | Unterschiede in der Konjunkturdynamik? | 389 |
| 6.3.3 | Unterschiedliche Rollenverteilung zwischen Geld- und Fiskalpolitik? | 392 |
| 6.3.4 | Überschreitungen des Inflationsziels im Euroraum | 393 |
| 6.3.5 | Unterschiede im geldpolitischen Transmissionsprozess? | 400 |
| 6.3.6 | Ist die Fed-Politik zu aktivistisch? | 407 |
| 6.3.7 | Anderes Mandat und geldpolitische Philosophie der Fed? | 412 |
| 6.3.8 | Die empirische Analyse: Wie restriktiv war die EZB tatsächlich? | 415 |
| 6.4 | EIN VORLÄUFIGES RESÜMEE: WAR DIE EZB 2001-03 ZU RESTRIKTIV? | 420 |
| 7 | SCHLUSSBETRACHTUNG | 422 |