

# Inhaltsverzeichnis

<b>Abbildungsverzeichnis</b> .....	XIII
<b>Tabellenverzeichnis und Verzeichnis der Kästen</b> .....	XVII
<b>Symbolverzeichnis</b> .....	XIX
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	XXI
 <b>1 EINFÜHRUNG</b> .....	 1
 <b>2 INHALT UND BEDEUTUNG GELDPOLITISCHER STRATEGIEN</b> .....	 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
 <b>3 BESCHÄFTIGUNGSZIELE IN DER GELDPOLITIK</b> .....	 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 „ $\pi$ -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 „Feinststeuerung“ 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 expanziv 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 LANDUNG“ .....	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 BÖRSENBÄSE .....	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 Zinslücke 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