

## WIRD DER EUROKURS MANIPULIERT?

### Der Euro im Spannungsfeld abweichender Ausrichtungen von EZB und Federal Reserve

Silke Tober

#### AUF EINEN BLICK

Der schwache Euro ist nicht Resultat von Währungsmanipulation, sondern Folge der Wirtschaftspolitik im Euroraum, die seit der internationalen Finanzkrise nicht expansiv genug und zeitweise sogar restriktiv war. Während die US-Wirtschaft mittlerweile nahezu voll ausgelastet ist, bleibt die Produktion im Euroraum erheblich unter ihren Möglichkeiten und die Arbeitslosigkeit ist hoch. Vor diesem Hintergrund konnte die US-amerikanische Federal Reserve aus der Nullzinspolitik aussteigen. Die Fed befindet sich in einer Phase moderater geldpolitischer Strafung, die die Europäische Zentralbank (EZB) noch gar nicht in Erwägung ziehen kann. Entsprechend haben die höheren Zinsen und die Erwartung weiter

steigender Zinsen in den USA Portfolioumschichtungen zugunsten von US-Anlagen bewirkt und den Außenwert des Euros geschwächt.

Wenn es nicht gelingt, bessere Lebensverhältnisse für die Menschen aller Euroländer in Aussicht zu stellen, droht die Währungsunion zu scheitern. Die hohe Arbeitslosigkeit, die wieder steigenden Renditedifferenziale – trotz massiver Staatsanleihenkäufe der EZB – und die hohen Target2-Salden zeigen einen weiterhin dringenden Handlungsbedarf an. Die Vorteile eines gemeinsamen Währungsraums können nur dann voll ausgeschöpft werden, wenn nicht nur die Währung stabil ist, sondern auch die Staatsanleihen als sicher gelten.

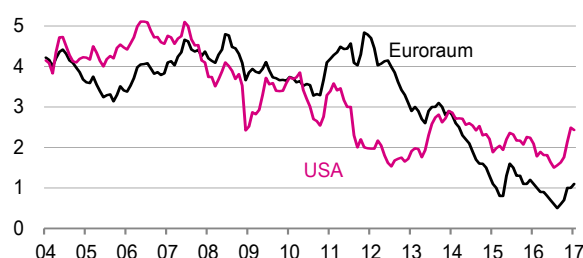
#### Videostatement

Silke Tober



zur Geldpolitik der EZB  
<https://youtu.be/2CJy2az3clA>

Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum  
und in den USA (in %)



1	<b>Auf einen Blick</b>	9	<b>Abwärtsrisiken: Geldpolitik trotz steigender Preise vorsichtig</b>
2	<b>Schwacher Euro nicht Resultat von Währungsmanipulation, ...</b>	10	<b>Sichere Staatsanleihen als Fundament eines stabilen Euroraums</b>
4	<b>... sondern Folge einer unzureichend stabilisierenden Makropolitik</b>	12	<b>Stärkung der Binnenwirtschaft und des Euro</b>
6	<b>Machtverschiebung bei der Federal Reserve</b>	13	<b>Literatur</b>
8	<b>Infobox 1: Stabilitätsorientierte Geldpolitik erfordert Spielraum</b>		

## SCHWACHER EURO NICHT RESULTAT VON WÄHRUNGSMANIPULATION, ...

Die expansive Wirkung der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) hat sich durch die Abwertung des Euro seit Anfang November 2016 nochmals erhöht, obwohl die EZB angekündigt hat, ihre Wertpapierkäufe ab März 2017 von monatlich 80 Mrd. Euro auf 60 Mrd. Euro zu reduzieren. Im Februar 2017 lag der Wert des Euro mit 1,06 US-Dollar um 3,7% unter dem Wert von Oktober 2016 bzw. um 4,4% unter seinem Vorjahreswert. Gegenüber den Währungen eines breiten Länderkreises hat der Euro in den vergangenen zwölf Monaten um 1,8% abgewertet. Der Hauptgrund für die jüngste Abwertung des Euro liegt darin, dass die Perspektiven der US-Wirtschaft positiver eingeschätzt werden und sich die Erwartungen von Zinserhöhungen in den USA erhärten. Demgegenüber hat EZB-Präsident Draghi wiederholt klargestellt, dass die EZB den geldpolitischen Expansionsgrad noch länger beibehalten und gegebenenfalls sogar erhöhen wird (Draghi 2016b, 2017a).

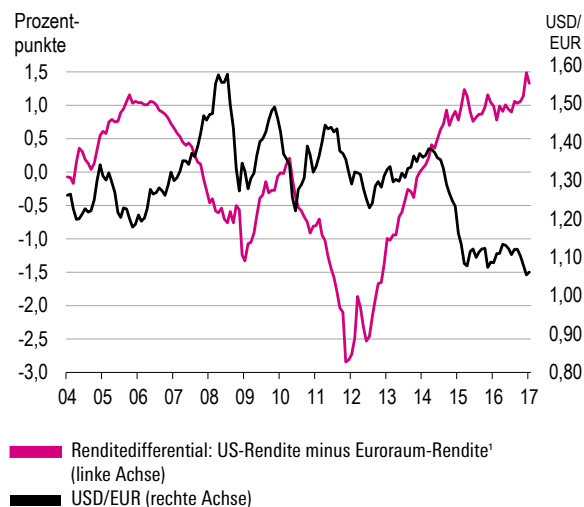
Die Leitzinsen der EZB liegen seit Mitte März 2016 bei 0% bzw. -0,4% und der Drei-Monats-Interbankenzins (Euribor) beträgt bereits fast ebenso lang -0,3%. Demgegenüber hat die Federal Reserve ihren Leitzins, die Federal Funds Rate, bereits zweimal – im Dezember 2015 und im Dezember 2016 – um jeweils einen viertel Prozentpunkt erhöht (**Abbildung 2**), und für dieses Jahr wird allgemein mit drei weiteren Schritten gleicher Größenordnung gerechnet. Zuvor lag die Federal Funds Rate allerdings sieben Jahre lang bei 0%, was ein Grund für die schnellere und kräftigere Erholung in den USA ist. Die Federal Reserve reagierte im Jahr 2008 wesentlich zügiger auf die hereinbrechende Finanzkrise als die EZB.<sup>1</sup> Diese unterschiedliche geldpolitische Reaktion hatte zur Folge, dass der Euro seinerzeit auf 1,58 US-Dollar aufwertete (**Abbildung 1**).

Die EZB senkte den Leitzins erst Mitte Juli 2012 unter 1% und kündigte Wertpapierkäufe erstmals

im Juni 2014 an und damit ein halbes Jahr, bevor die Federal Reserve ihr sechs Jahre währendes Programm der quantitativen Lockerung einstellte (**Abbildung 3**). Die erwartete Geldpolitik stellt damals wie heute den entscheidenden Einflussfaktor für Wechselkursänderungen dar.<sup>2</sup>

Abbildung 1

### US-Dollar/Euro-Wechselkurs und Renditedifferential bei zehnjährigen Staatsanleihen



1 Deutschland, Frankreich, Niederlande, Belgien, Österreich, Finnland, Irland, Portugal, Spanien, Italien und Griechenland

Quellen: Deutsche Bundesbank; Federal Reserve.

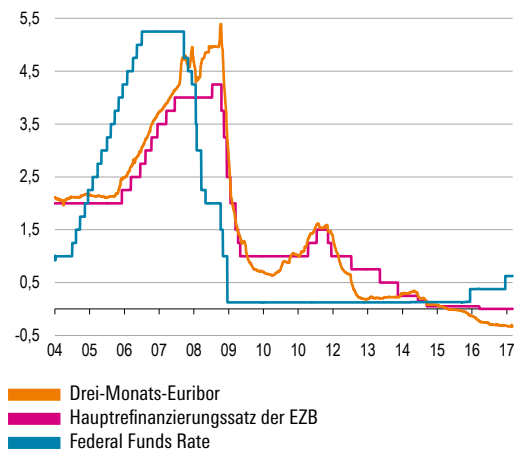


2 Wird beispielsweise in den USA eine Straffung der Geldpolitik erwartet, steigen die langfristigen Zinsen dort und der US-Dollar wertet auf. Durch die Portfolioumschichtungen in Richtung US-Anlagen steigen auch die langfristigen Zinsen im Euroraum, aber weniger stark. In dem Renditedifferential spiegeln sich erwartete Wechselkursänderungen wider, in diesem Fall eine Aufwertung des Euro. Weitere Einflussfaktoren sind sich ändernde Risikoeinschätzungen, die sich als Risikoprämien in den langfristigen Zinsen niederschlagen. Der empirische Nachweis dieser theoretischen, um Risikoprämien erweiterten ungedeckten Zinsparität wird grundsätzlich durch die Heterogenität von Erwartungen, mögliche spekulative Blasen und die Reaktion der Erwartungen auf aktuelle Nachrichten erschwert (Balakrishnan et al. 2016, Deutsche Bundesbank 2005, Prieue 2016).

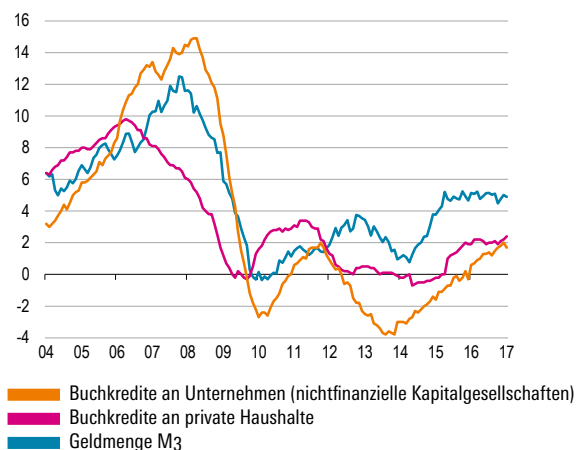
1 Während die Fed den Leitzins im Verlauf von 2008 von 4,25% auf 0% senkte, schnellten die kurzfristigen Zinsen im Euroraum noch im September 2008 auf knapp 5% empor, weil die EZB den Banken keine ausreichende Liquidität bereitstellte und den Leitzins sogar erhöhte.

## Wirkung der Geldpolitik auf Zinsen, Wechselkurse und Kredite

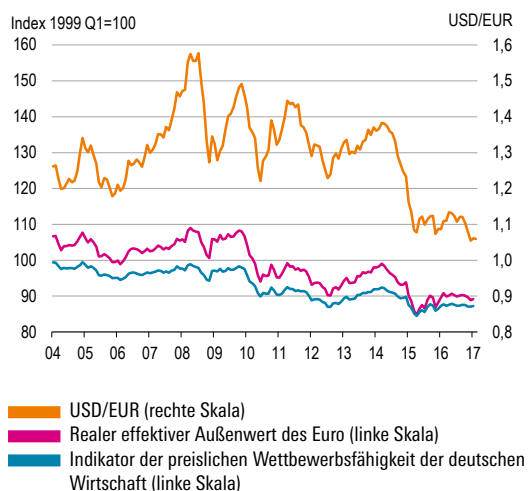
Leitzinsen im Euroraum und in den USA  
in %



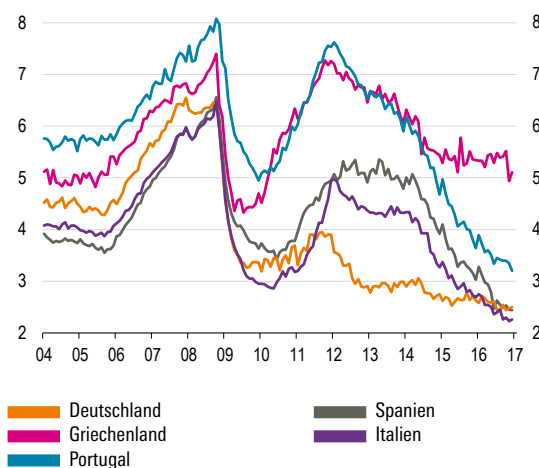
Geldmenge M3 und Kreditvolumen  
Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Wechselkurse und realer effektiver Außenwert<sup>1</sup>



Zinsen für Unternehmenskredite - anfängliche Zinsbindung  
bis 1 Jahr (Neugeschäft), bis 1 Mio. Euro, in %



<sup>1</sup> Auf Basis der Verbraucherpreise, gegenüber 38 Ländern (Euroraum) bzw. 56 Ländern (Deutschland), 1. Quartal 1999=100. Sinkende Werte bedeuten eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit.

Quellen: Eurostat; Europäische Zentralbank; Federal Reserve.

IMK

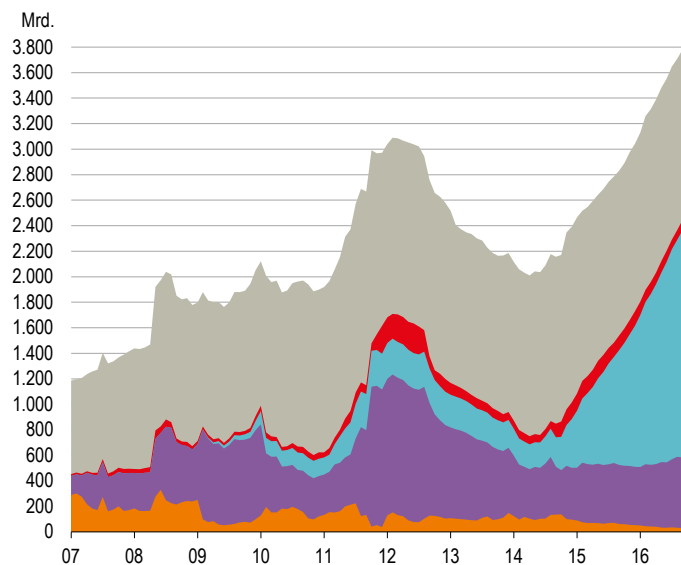
Im Durchschnitt der Jahre 2008 bis 2013 lag der Wechselkurs des Euro bei 1,37 US-Dollar und die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen war im Euroraum um durchschnittlich einen Prozentpunkt höher als in den USA. Seit Frühjahr 2014 wertet der Euro gegenüber dem US-Dollar ab, insgesamt mittlerweile um 23%. Bemerkenswerterweise führte die erwartete Straffung der US-amerikanischen Geldpolitik zunächst nicht zu einer Abwertung des Euro. Im Gegenteil, die durch den damaligen Präsidenten der Fed, Ben Bernanke, im Mai 2013 ausgelöste Erwartung einer Verringerung der Wertpapierkäufe der Fed löste eine Panik aus (Taper Tantrum). Diese bewirkte zugleich einen sprunghaften Anstieg der Renditen in den USA – um einen Prozentpunkt bei zehnjährigen Staatsanleihen von April 2013 bis Sep-

tember 2013 – und eine Abwertung des US-Dollar – um 2,5%. Erst als sich die Anzeichen mehrten, dass die EZB ihren geldpolitischen Expansionsgrad durch einen negativen Einlagenzins und Wertpapierkäufe erhöhen und die Fed den Ausstieg aus der quantitativen Lockerung mit Blick auf die konjunkturelle Entwicklung nur langsam vollziehen würde, wertete der US-Dollar gegenüber dem Euro ab Mai 2014 auf und das Renditedifferenzial kehrte sich um (**Abbildung 1**).

Für den Zeitpunkt einer Wechselkursänderung sind weniger die geldpolitischen Schritte an sich entscheidend, als die Erwartungen der Marktteilnehmer über diese Schritte (Balakrishnan et al. 2016). Werden diese Erwartungen enttäuscht, kommt es zu einer Wechselkurskorrektur: So wertete der US-Dollar im Verlauf des Dezembers 2015 um

**Bilanz des Eurosystems**

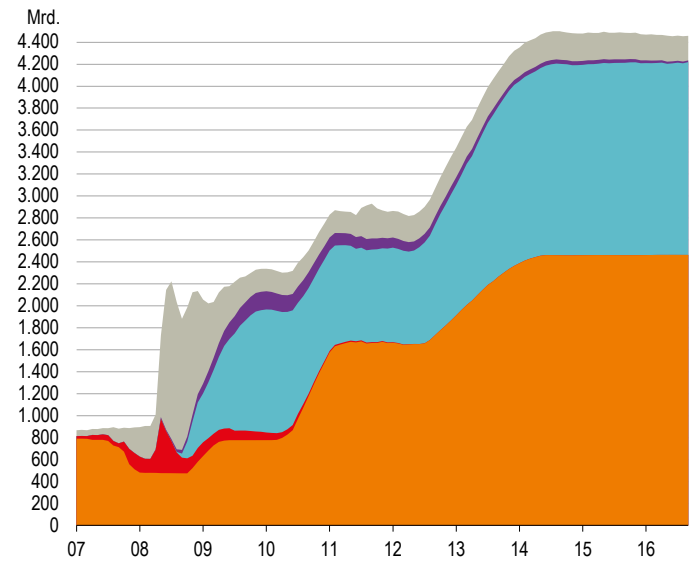
Juni 2007 – Februar 2017



— andere Aktiva (Gold, Fremdwährungen etc.)  
 — Notkredite (ELA)  
 — Wertpapierkäufe (geldpolitisch motiviert)  
 — sonstige Refinanzierungsgeschäfte (LTRO-TLTRO)  
 — Hauptrefinanzierungsgeschäfte (MRO)

**Bilanz des Federal Reserve Systems**

Juni 2007 – Februar 2017



— andere Aktiva (Gold, Fremdwährungen etc.)  
 — Kredite und Repos  
 — Hypotheken-besicherte Wertpapiere (MBS)  
 — Wertpapiere anderer US-Körperschaften  
 — Staatsanleihen (Treasuries)

Im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt 2016 betrug das Volumen geldpolitisch relevanter Aktiva in der Bilanz des Eurosystems 23 % (darunter Wertpapiere: 17 %). Die Bilanz des Federal Reserve Systems insgesamt betrug 24 % des Bruttoinlandsprodukts (darunter für geldpolitische Zwecke erworbene Wertpapiere: 23 %).

Quellen: Europäische Zentralbank, konsolidierte wöchentliche Ausweise des Eurosystems; Board of Governors of the Federal Reserve System.

IMK

2,7% ab, obwohl der US-amerikanische Leitzins am 16. Dezember 2015 erhöht wurde, weil sich abzeichnete, dass die Fed die Zinsen weniger stark anheben würde als erwartet. Auch die Aufwertung des US-Dollar im Dezember 2016 stand nicht in unmittelbarem Zusammenhang mit der bereits seit Monaten erwarteten Zinserhöhung, sondern vielmehr mit der Erwartung größerer Zinsschritte 2017, gekoppelt mit der Ankündigung Draghis, den Expansionsgrad der EZB-Politik aufrechtzuerhalten. Die Wertpapierkäufe der EZB schwächten den Eurokurs lange bevor sie tatsächlich umgesetzt wurden.<sup>3</sup> So wertete der Euro allein am Tag der Ankündigung des großangelegten Aufkaufprogramms, dem 22. Januar 2015, und am Tag danach um insgesamt 2,7% gegenüber dem US-Dollar ab und hatte bereits Anfang März 2015 den Wert von 1,11 US-Dollar erreicht, den er im Durchschnitt und ohne große Schwankungen bis zur Präsidentschaftswahl im November 2016 hielt.

<sup>3</sup> So kommt auch eine Untersuchung der Deutschen Bundesbank zu dem Schluss, dass die Wertpapierkäufe der EZB kaum Einfluss auf den Wechselkurs hatten, sondern vielmehr bereits die Ankündigung der Programme eine Abwertung des Euro bewirkte (Deutsche Bundesbank 2017).

### ... SONDERN FOLGE EINER UNZUREICHEND STABILISIERENDEN MAKROPOLITIK

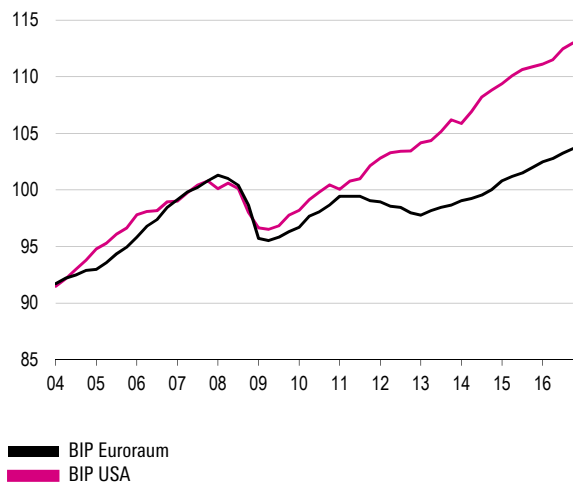
Die Abwertung des Euro auf mittlerweile nur noch 1,06 US-Dollar ist somit Folge einer nicht angemessenen Makropolitik in der Vergangenheit. Neun Jahre nach Beginn der internationalen Finanzkrise sind 9,6% der Erwerbspersonen im Euroraum arbeitslos, verglichen mit 4,8% in den USA. Die Kerninflationsrate lag auch im Februar 2017 bei lediglich 0,9 % und die Produktion übersteigt das Niveau von 2007 nur um 3,2 %, was einer jahresdurchschnittlichen Wachstumsrate von 0,3% entspricht, verglichen mit jahresdurchschnittlich 1,3% in den USA (Abbildung 4).<sup>4</sup> Aus diesem Grund kann die EZB aktuell noch keinen Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik in Erwägung ziehen, während die Fed nicht nur ihre Wertpapierkäufe bereits eingestellt hat, sondern die Zinsen bereits zweimal erhöhte.

<sup>4</sup> Auch das durchschnittliche Pro-Kopf-Wachstum war im Euroraum mit jährlich 0,05% im Zeitraum 2008-2016 deutlich niedriger als in den USA (0,5 %) (AMECO-Datenbank, Stand 13.02.2017).

Abbildung 4

### Bruttoinlandsprodukt im Euroraum und in den USA

Index 2007=100



Quellen: Eurostat; Federal Reserve Economic Data.



Die Arbeitslosen im Euroraum, die Sparer, die Unternehmen mit notleidenden Krediten und auch die Exporteure in den USA zahlen den Preis dafür, dass die Geldpolitik im Euroraum in der Vergangenheit nicht entschlossen genug reagiert hat und die Fiskalpolitik in den Jahren 2011 bis 2014, statt makroökonomisch stabilisierend zu wirken, einen Austeritätskurs verfolgte und dabei insbesondere auch die öffentlichen Investitionen zurückschraubte (Engler et al. 2017, Horn et al. 2012). Der entscheidende Grund für die in fast allen Euroländern kontraktive Fiskalpolitik war, dass die Vertrauenskrise im Euroraum nicht wirksam bekämpft wurde, sondern versucht wurde, mit Konsolidierungsprogrammen das Vertrauen zurückzugewinnen. Die Vertrauenskrise schwelt auch heute noch, die Bedingungen ihrer Überwindung haben sich aber wegen des gewachsenen Misstrauens verschlechtert.

Im Jahr 2009, als die internationale Finanzkrise in die Eurokrise überging, hatte Griechenland eine Staatsverschuldung von 301 Mrd. Euro bzw. 126,7% des BIP. Im Jahr 2016 belief sich die Staatsverschuldung auf 316,9 Mrd. Euro bzw. 176,3% des BIP: Die Staatsschulden erhöhten sich im Zuge eines Teufelskreises aus steigenden Risikoprämien, mehreren Austeritätsprogrammen und einer kollabierenden wirtschaftlichen Entwicklung. Trotz eines Schuldenschnittes im Jahre 2012 stiegen die Schulden um 5%, das Bruttoinlandsprodukt schrumpfte um 25,8%. Heute wie damals belaufen sich die Staatsschulden Griechenlands auf nur rund 3% des Euroraum-BIP. Eine Garantie der Schulden damals hätte die Eurokrise im Keim erstickt und Griechenland in die Lage versetzt seine Schulden zu bedienen. Stattdessen hat sich die Euroraumkrise ausgeweitet und ist bis heute nicht überwunden. Griechenland ist auch im

Jahre 2017 nicht in der Lage, seine Schulden zu bedienen, Spaniens Arbeitslosenquote liegt noch bei 18,2%, Italiens Banken haben einen Anteil von rund 18% notleidender Kredite in ihren Bilanzen (Theobald et al. 2017), und die Wirtschaft des Euroraums wächst trotz teils negativer Zinsen und eines schwachen Euro nur moderat.

Wie sich der Wechselkurs zwischen Euro und US-Dollar weiter entwickelt, hängt stark davon ab, wie sich die Wirtschaft und die Inflation in beiden Währungsräumen entwickeln und wie die Geldpolitik darauf reagiert. Mittelfristig dürfte der US-Dollar abwerten, wenn sich die Leitzinsen in beiden Regionen auf ihrem neutralen Niveau<sup>5</sup> einpendeln. Für eine tendenzielle Abwertung des US-Dollar spricht auch das hohe bilaterale Handelsbilanzdefizit der USA gegenüber dem Euroraum. Der Euroraum hatte im Jahr 2016 einen bilateralen Handelsbilanzüberschuss mit den USA in Höhe von 125,7 Mrd. US-Dollar, der zu 52% auf einem Überschuss Deutschlands basierte.<sup>6</sup> Das Defizit im bilateralen Handel ist ein Grund für den jüngst erhobenen Vorwurf, der Euro werde manipuliert<sup>7</sup> und hat bereits unter der Obama-Regierung dazu geführt, dass Deutschland und der Euroraum wegen möglicher Währungsmanipulation beim US-Finanzministerium unter Beobachtung stehen. Dabei werden drei Kriterien zur Beurteilung angewendet: die Höhe des bilateralen Defizits, die Höhe des gesamten Leistungsbilanzüberschusses des betroffenen Landes und das Ausmaß an Devisenmarktinterventionen. Deutschland und auch der Euroraum als Ganzes haben zwar einen bilateralen Handelsbilanzüberschuss mit den USA, der 20 Mrd. US-Dollar übersteigt, und mit 8,5% bzw. 3,4% einen Leistungsbilanzüberschuss, der größer ist als 3% des BIP, aber der Euro wird nicht durch einseitige und andauernde Devisenmarktinterventionen geschwächt. Daher hatte die Obama-Regierung zu Recht im Oktober 2016 erklärt, dass Deutschland zwar zu den internationalen Ungleichgewichten beitrage und im Interesse der globalen Stabilität seine Binnennachfrage anregen sollte, aber der Wechselkurs des Euro nicht manipuliert werde (Treasury 2016).

5 Das neutrale Niveau des geldpolitischen Leitzinses ist der Zins, der bei Vollausslastung der Kapazitäten und erreichtem Inflationsziel weder expansiv noch restriktiv auf die wirtschaftliche Entwicklung wirkt. Der neutrale Zins leitet sich aus der nachhaltigen Wachstumsrate zuzüglich des Inflationsziels ab.

6 Eigene Berechnungen auf Basis der Daten zum bilateralen Warenhandel des United States Census Bureau.

7 Als Reaktion auf entsprechende Aussagen des Beraters des US-Präsidenten Trump, Peter Navarro, äußerte EZB-Präsident Mario Draghi im Februar 2017: „We are not currency manipulators“ (Draghi 2017b).

## MACHTVERSCHIEBUNG BEI DER FEDERAL RESERVE

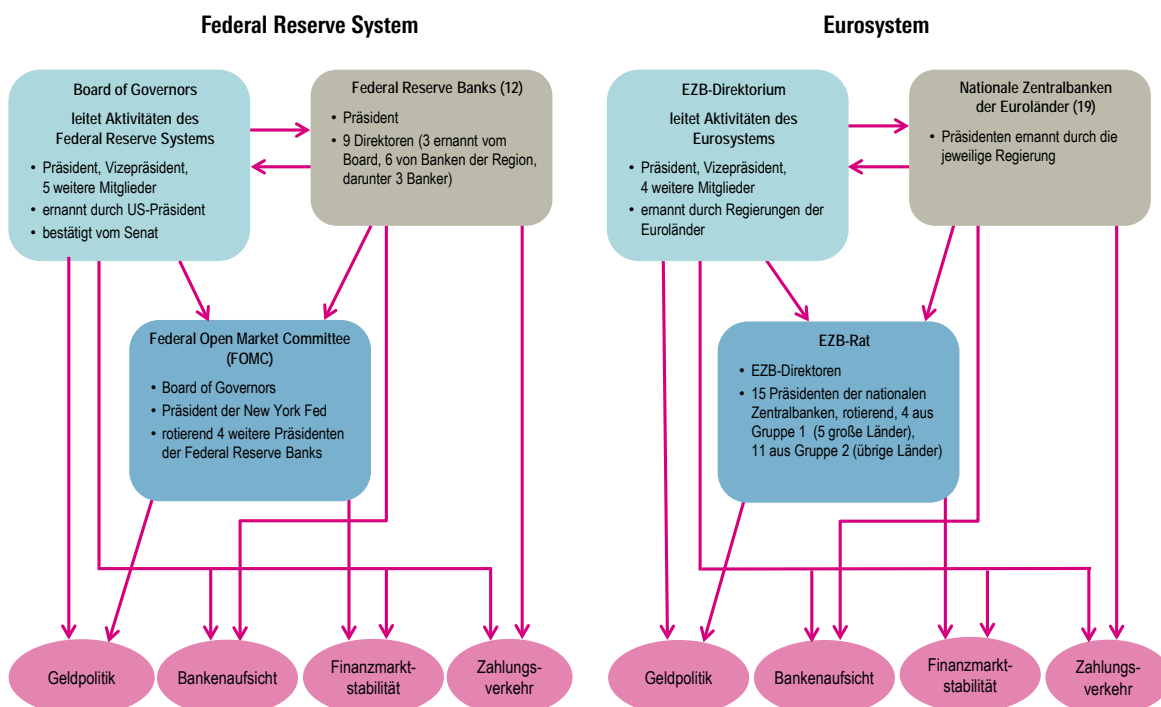
Derzeit ist noch nicht abzusehen, wie stark die Federal Reserve in diesem und im nächsten Jahr die Zinsen anheben wird. Fed-Präsidentin Yellen hat mehrfach die Erwartung geäußert, dass der Leitzins bis 2019 sein neutrales Niveau von 3 % erreicht haben wird (Yellen 2017). Allerdings wurde die zu erwartende Straffung in den vergangenen zwei Jahren von den Marktteilnehmern mehrfach überschätzt – so beispielsweise im November 2015, als der Euro teilweise unter 1,06 US-Dollar fiel, dann aber wieder anstieg, um von Februar bis Oktober 2016 zwischen 1,10 US-Dollar und 1,13 US-Dollar zu schwanken (**Abbildung 1**). Grund für die Zurückhaltung der Fed war, dass der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts und der Preise schwächer ausfiel als angenommen. Gegenwärtig erwartet die Federal Reserve in Einklang mit den Prognosen internationaler Organisationen einen Anstieg des Bruttoinlandsproduktes von 2 % in diesem und im kommenden Jahr, worauf sich die allgemeine Erwartung von zwei bis drei Zinserhöhungen in diesem Jahr gründet (Fed 2017). Schwächt sich die Konjunktur ab oder beschleunigt sie sich, wird auch die Geldpolitik anders ausfallen. Zudem wird es in diesem Jahr zu einer erheblichen Machtverschiebung innerhalb der Federal Reserve kommen, die einen Einfluss auf den geldpolitischen Kurs haben könnte.

In dem entscheidenden geldpolitischen Gremium, dem Federal Reserve Board of Governors, werden mit dem für April 2017 angekündigten frühzeitigen Ausscheiden des Direktoriumsmitglieds Tarullo drei der sieben Posten unbesetzt sein. Zwei Posten sind bereits unbesetzt, da der damalige Präsident Obama gegen die republikanische Mehrheit im Kongress keine Aussicht auf Erfolg bei der Ernennung hatte. Die geldpolitischen Entscheidungen werden in dem Federal Open Market Committee (FOMC) getroffen, in dem neben den sieben FRB-Direktoren der Präsident der New Yorker Federal Reserve sowie auf rotierender Basis vier weitere Präsidenten der insgesamt zwölf Federal Reserve Banken ein Stimmrecht haben (**Abbildung 5**). In der Vergangenheit votierten die Präsidenten der Fed-Distrikte tendenziell stärker für Zinserhöhungen als die Board-Mitglieder (Eijffinger et al. 2015), sie befinden sich aber mit fünf zu sieben in der Minderheit, sofern alle Posten besetzt sind.

Bisher ist unklar, was für einen geldpolitischen Kurs Präsident Trump für angemessen hält und damit auch, in welche Richtung seine Berufungen die künftige Geldpolitik der Fed beeinflussen werden. So kritisierte er Fed-Präsidentin Yellen während des Wahlkampfs für ihre expansive Geldpolitik und meinte, sie solle sich für die (angeblich politisch motivierten) niedrigen Zinsen schämen (Belvedere 2016). Eine straffere Geldpolitik als von Yellen ohnehin geplant würde tendenziell entweder den US-

Abbildung 5

### Struktur und Aufgaben der Zentralbanken in den USA und im Euroraum



Dollar stärken oder die Risikoprämie erhöhen, was beides die wirtschaftlichen Auftriebskräfte schwächen würde. Präsident Trump ist aber angetreten, die US-Wirtschaft zu stärken, und zwar sowohl die Exportwirtschaft, die unter dem starken Dollar leidet, als auch den Arbeitsmarkt, wo er entgegen den offiziellen Zahlen eine Unterbeschäftigung von bis zu 40% vermutet (Horsley 2017).

Wenn auch der Einfluss der US-Wahl auf die Ausrichtung der Geldpolitik noch nicht abzuschätzen ist, so zeichnet sich eindeutig ab, dass die Neubesetzungen im Federal Reserve Board Befürworter einer Deregulierung der Finanzmärkte sein werden. Bereits im Januar 2017 hat Präsident Trump eine Überprüfung des aus dem Jahr 2010 stammenden Gesetz zur Regulierung der Finanzmärkte „Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act“ in Gang gesetzt und eine Maßnahme zum Verbraucherschutz aufgehoben. Da sich Yellen vor dem Kongress am 15. Februar 2017 dezidiert gegen eine von Trump angekündigte Deregulierung der Banken ausgesprochen hat, ist es sehr unwahrscheinlich, dass Trump sie am Ende ihrer Amtszeit im Februar 2018 erneut berufen wird.

Zu den Aufgaben der Federal Reserve gehört auch die Bankenaufsicht sowie die Entwicklung, Ausführung und Auswertung der Banken-Stress-Tests. Auch die Europäische Zentralbank und die nationalen Zentralbanken des Euroraums sind Be-

standteil der Bankenaufsicht, zu der wie auch in den USA mehrere Institutionen gehören. Allerdings handelt es sich im Euroraum durchweg um öffentliche Institutionen. In den USA sind demgegenüber Banken die Aktionäre der regionalen Federal Reserve Banks. Sie beziehen nicht nur eine Dividende,<sup>8</sup> sondern bestimmen auch sechs der neun Direktoren dieser regionalen Feds, von denen drei Banker und drei externe Mitglieder sind. Erst seit Inkrafttreten des Dodd-Frank-Act im Jahre 2010 sind die drei Banker nicht mehr berechtigt, an der Wahl des jeweiligen regionalen Präsidenten teilzunehmen, der seinerseits auf rotierender Basis die Geldpolitik im Offenmarktausschuss mitbestimmt. Die regionalen Federal Reserve Banks sind zudem für die Aufsicht der Banken in ihrer Region verantwortlich. Wäre die Wahl in den USA anders ausgefallen, hätte es wahrscheinlich eine große Reform des Federal Reserve Systems gegeben, bei der die Macht der Banken deutlich reduziert worden wäre (The Economist 2016, Corser 2016).

Während im Euroraum gelegentlich die Befürchtung geäußert wird, dass die nationalen Zentralbanken mit Blick auf die wirtschaftliche Entwicklung in ihrem Land einen Interessenkonflikt bei der Bankenaufsicht und der Geldpolitik haben könnten, spielen in den USA die Banken in beiden Bereichen direkt eine große Rolle.

---

<sup>8</sup> Bis vor Kurzem haben alle knapp 2000 Banken, die Aktionäre der Federal Reserve Banks sind, eine sechsprozentige Dividende im Jahr bekommen; für die größten 70 Banken wurde diese kürzlich verringert.

## STABILITÄTSORIENTIERTE GELDPOLITIK ERFORDERT SPIELRAUM

Auch ein Strategiewechsel könnte durch die personellen Veränderungen in der Fed eingeleitet werden. Seit Jahren gibt es Stimmen, die eine Aufgabe des dualen Mandats der Federal Reserve – Preisniveaustabilität und Vollbeschäftigung – und eine regelgebundene Geldpolitik fordern. Vereinzelt wird auch, ähnlich wie in Deutschland, ein niedrigeres Inflationsziel gefordert (Warsh 2016, Rürup 2015).

Gegenwärtig sind sich die geldpolitischen Strategien der EZB und der Fed sehr ähnlich. Beide haben ein Inflationsziel in der Größenordnung von 2%, beide haben eine Verantwortung für Beschäftigung, im Falle der EZB nur unter Wahrung der Preisniveaustabilität,<sup>1</sup> und beide haben diskretionären Spielraum im Rahmen ihrer geldpolitischen Strategie. Im Einklang mit der Strategie des Inflation-Targeting orientieren sich beide Zentralbanken nicht an der aktuellen Inflationsrate, sondern an der prognostizierten künftigen Inflation (Svensson 1997). Die Strategie ist vorausschauend, hat eine mittelfristige Orientierung und berücksichtigt neue Informationen, sofern sie sich auf die Inflationsprognose und die Arbeitsmarktentwicklung auswirken. Die Fed unterstreicht ihre mittelfristige Orientierung dadurch, dass sie einer Kerninflationsrate – dem Deflator ohne Nahrungsmittel und Energie – besondere Aufmerksamkeit schenkt. Die EZB orientiert sich zwar an dem harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), berücksichtigt aber temporäre Schocks, insbesondere im Bereich Nahrungsmittel und Energie erklärtermaßen nur dann bei ihrer Geldpolitik, wenn zu erwarten ist, dass sie auch mittelfristig Einfluss auf die Inflationsdynamik haben.

Der große Spielraum, den die beiden Zentralbanken haben, ist erforderlich, weil die Entwicklung und Wirkungsstärke der Bestimmungsfaktoren der Inflation nicht mit Sicherheit vorhergesagt werden können. Eine einfache Regel lässt sich zwar auf ein komplexes System mit veränderlichen Wirkungseffizienten anwenden, das Resultat wäre aber nicht mehr, sondern weniger Stabilität. Eine solche Regel ist beispielsweise die von Milton Friedman aus der

Quantitätstheorie hergeleitete Geldmengenregel. Ihr zufolge sollte eine Zentralbank, die beispielsweise eine Inflationsrate von 2% anstrebt und ein mittelfristig nachhaltiges Wirtschaftswachstum von 2% unterstellt, eine jährliche Ausweitung der Geldmenge um 4% realisieren.<sup>2</sup> Das nachhaltige Wirtschaftswachstum ist allerdings weder konstant, noch kann es mit annähernder Genauigkeit prognostiziert werden. Auch würden beispielsweise Ölpreissteigerungen bei strikter Anwendung der Regel eine geldpolitische Restriktion auslösen. Sobald man aber in die Regel eingreift, ist die Transparenz, die den Vorteil einer mechanischen Regel bildet, nicht mehr gegeben. So galt die Deutsche Bundesbank lange Jahre als erfolgreiche Vertreterin der Geldmengensteuerung. Sie war aber nicht deshalb erfolgreich, weil sie eine Geldmengensteuerung betrieb, sondern obwohl sie eine Geldmengenregel hatte. Tatsächlich verletzte sie die Regel in knapp der Hälfte aller Jahre (Schumacher und Tober 1999) und wurde zu Recht als „inflation targeter“ bezeichnet (Mishkin 1999).

Ähnliches gilt für die Taylor-Regel, die den angemessenen Leitzins aus dem gleichgewichtigen Realzins, der realisierten Inflationsrate, der Inflationslücke und der Produktionslücke ableitet (Taylor 1999, SVR 2016). Die Schätzung einer Taylor-Regel ist seit den frühen 1990er Jahren ein übliches und sinnvolles geldpolitisches Analyseinstrument. Wegen der hohen Unsicherheit, mit der Schätzungen des Produktionspotenzials und des Potenzialwachstums behaftet sind, kann die Taylor-Regel allerdings nicht mehr sein als eine Orientierungsgröße und einfach zu handhabendes Analyseinstrument, das die Wirkung unterschiedlicher Annahmen veranschaulicht (Bofinger 2016, Horn et al. 2017, Fischer 2017b). In diesem Sinne schrieb jüngst auch der Vize-Präsident der Fed, Stanley Fischer: „Ich hätte lieber Bob Solow als ein ökonometrisches Modell, aber ich hätte lieber Bob Solow mit einem ökonometrischen Modell als ohne.“<sup>3</sup>



1 Die Europäischen Verträge verpflichten die EZB, die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union zu unterstützen und zur Verwirklichung von „Vollbeschäftigung“ und einem „ausgewogenen Wirtschaftswachstum“ beizutragen, „soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist“ (Art. 127 AEUV, Art. 3 EU-Vertrag).

2 Die Deutsche Bundesbank berücksichtigte zusätzlich einen Aufschlag in Höhe von 0,5 Prozentpunkten, um der abnehmenden Umlaufgeschwindigkeit des Geldes Rechnung zu tragen.

3 „I'd rather have Bob Solow than an econometric model, but I would rather have Bob Solow with an econometric model than without one.“ (Fischer 2017a)

## ABWÄRTSRISIKEN: GELDPOLITIK TROTZ STEIGENDER PREISE VORSICHTIG

Derzeit ist davon auszugehen, dass die Federal Reserve und die EZB sehr behutsam beim Straffen der Geldpolitik vorgehen werden. Da die Gefahr einer weiteren Disinflation im Euroraum derzeit gebannt ist, hat die EZB angekündigt, das Volumen der monatlichen Wertpapierkäufe von 80 Mrd. Euro auf 60 Mrd. Euro zu reduzieren. Weitere Schritte sind in diesem Jahr aber nicht zu erwarten. Beide Zentralbanken müssen vorsichtig agieren, um angesichts der erheblichen Abwärtsrisiken keinen konjunkturellen Rückschlag zu provozieren, da der geldpolitische Spielraum, um einem Abschwung entgegenzuwirken, derzeit sehr gering ist. Aus diesem Grund sind beide Zentralbanken bestrebt, die Inflation und die geldpolitischen Leitzinsen auf ihre mittelfristigen Werte zurückzuführen, bevor eine erneute geldpolitische Expansion erforderlich wird. Das aber setzt ein relativ kräftiges selbsttragendes Wachstum voraus und Lohnsteigerungen, die mit dem Inflationsziel vereinbar sind.

Der starke US-Dollar spiegelt die Tatsache wider, dass die USA auf dem Weg dorthin bereits etwas weiter sind. Die Arbeitslosenquote liegt mit 4,8% um mehr als fünf Prozentpunkte unter dem Krisenniveau von 2010. Das Bruttoinlandsprodukt ist in den Jahren 2015 und 2016 um 2,6% bzw. 1,6% gestiegen, die Lohnsteigerungen fallen etwas kräftiger aus und die geldpolitisch relevante Kernrate der Inflation, der Deflator des privaten Konsums, liegt mit 1,7% nur noch knapp unter dem Ziel von 2%, der Anstieg der Verbraucherpreise ohne Nahrungsmittel und Energie mit 2,3% sogar darüber (Abbildung 6).

Demgegenüber liegt die Arbeitslosenquote im Euroraum mit 9,6% nur um 2,4 Prozentpunkte unter dem Krisenhöchststand, und der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts war im vergangenen Jahr mit 1,7% zwar recht kräftig nach 1,9% 2015, aber nicht stark genug, um den Einbruch während der Krisenjahre nennenswert zu kompensieren. Immerhin haben sich die Buchkredite an Unternehmen, die 2015 noch verringert wurden, im Laufe von 2016 erholt und wurden zuletzt mit einer Rate von 1,7% ausgeweitet (Abbildung 2). Aber die Kerninflation (HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak) ist mit 0,9% weiterhin sehr niedrig (Abbildung 6). Der Gesamtindex ist zwar im Februar 2017 mit einer Rate von 2,0% gestiegen, die Differenz ist aber primär auf den Anstieg der Energiepreise um 9,2% zurückzuführen. Da die Ölpreise im Januar und Februar 2016 sehr niedrig waren, kommen gegenwärtig Basiseffekte besonders stark zum Tragen. Selbst wenn die Kernrate – auch infolge abwertungsbedingt höherer Importpreise – etwas zunimmt, dürfte die Inflation im Euroraum 2018 wieder unter 1,5 % liegen. Auch in Deutsch-

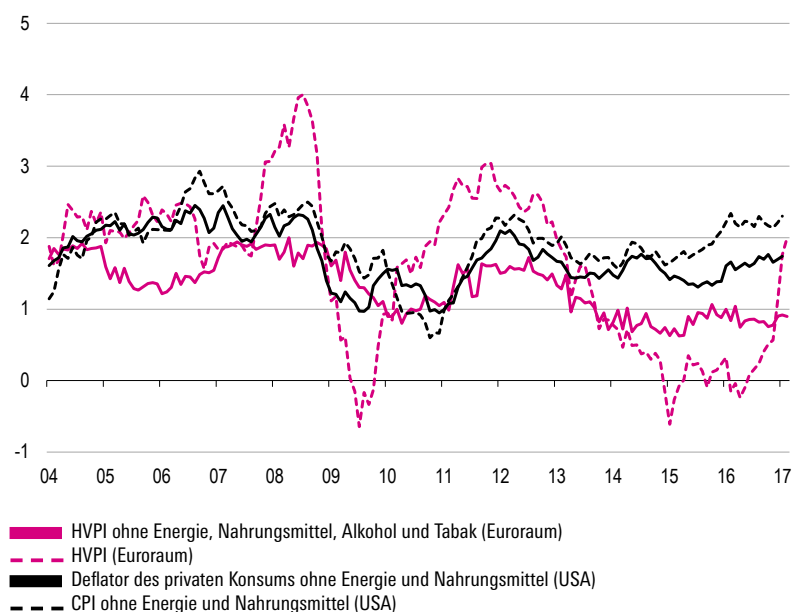
land, wo die aktuelle Inflationsrate bei 2,2 % liegt, wird sich die Preisentwicklung etwas abflachen und im kommenden Jahr bei weiterhin moderater Lohnentwicklung nur wenig über 1,5 % liegen.

Sowohl im Euroraum als auch in den USA ist die Investitionstätigkeit bisher schwach geblieben (EU-Kommission 2017), und das erreichte Wachstum kam mithilfe geldpolitischer Impulse zustande. Auch ist in beiden Währungsräumen die Unterbeschäftigung, die in der Arbeitslosenquote nur teilweise abgebildet ist, hoch. In den USA hat die Erwerbsbeteiligungsquote der Personen im Alter von 25 bis 54 Jahren bisher erst ein Drittel des drastischen Rückgangs während der Rezession gut gemacht und die weit gefasste Unterbeschäftigungsquote lag zuletzt bei 9,4% (Januar 2017), im Euroraum bei 18,3% (drittes Quartal 2016).<sup>9</sup>

Beide Zentralbanken sind daher gegenwärtig geneigt, eine vorübergehende Überschreitung des Inflationsziels hinzunehmen (Yellen 2017, Draghi 2016a). Während die Inflation im Euroraum noch weit von einer Zielüberschreitung entfernt ist, muss die Federal Reserve bereits jetzt kontinuierlich versuchen abzuschätzen, ob die mittelfristigen Inflationserwartungen noch in Einklang mit dem Inflationsziel sind. Dies gilt umso mehr, als auch die mög-

Abbildung 6

Verbraucherpreisindex im Euroraum (HVPI) und in den USA (CPI)  
Veränderungen gegenüber Vorjahr in %

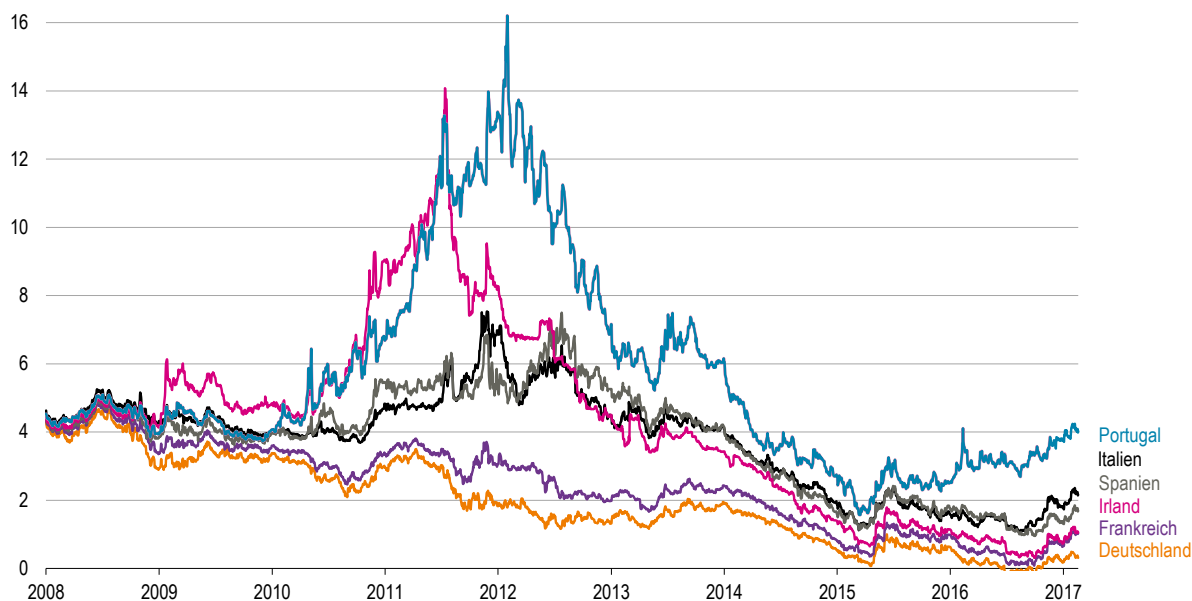


Quellen: Bureau of Labor Statistics; Eurostat; Europäische Zentralbank; Federal Reserve.

IMK

<sup>9</sup> Diese Rate (U6) berücksichtigt zusätzlich Personen, die zwar nicht aktiv auf Arbeitssuche sind, aber gerne arbeiten würden und solche, die unfreiwillig nur Teilzeit arbeiten. Für die USA veröffentlicht das Bureau of Labor Statistics die Rate, für den Euroraum wurde sie anhand von Eurostat-Daten berechnet.

### Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ausgewählter Euroländer in %



Quelle: Macrobond.

IMK

liche fiskalpolitische Lockerung in den USA erhöhte Inflationserwartungen bewirken könnte und die geplante Grenz Anpassungssteuer zu einem Preisschub bei den Importen führen würde, da Unternehmen Vorprodukte aus dem Ausland nicht mehr als Kosten ansetzen könnten. Das geldpolitische Problem von Inflationsraten über dem Inflationsziel besteht darin, dass sie auf die Inflationserwartungen wirken könnten, die dann eine geldpolitische Gegenreaktion erfordern würden.

## SICHERE STAATSANLEIHEN ALS FUNDAMENT EINES STABILEN EURORAUMS

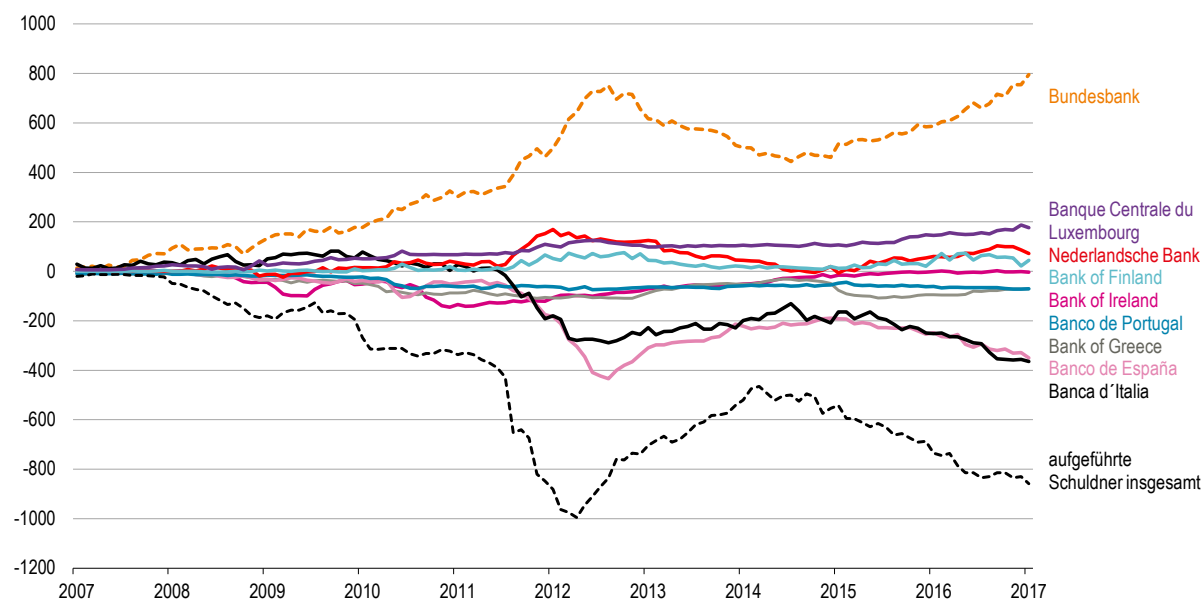
Die unterausgelastete Wirtschaft ist nicht das einzige Problem des Euroraums. Trotz der massiven Wertpapierkäufe des Eurosystems haben sich die Renditedifferenziale innerhalb des Euroraums wieder ausgeweitet. Der portugiesische Staat muss aktuell Zinsen in Höhe von 4% auf zehnjährige Staatsanleihen zahlen, verglichen mit 0,3%, die der deutsche Staat aufwenden muss. Das Renditedifferenzial zwischen italienischen und deutschen zehnjährigen Staatspapieren beträgt gegenwärtig 1,9% und ist damit um 0,8 Prozentpunkte höher als im März 2016 (Abbildung 7).

Ebenso wie die Renditedifferenziale deuten die wieder stark gestiegenen Target2-Salden der Zentralbanken des Eurosystems auf die Fragilität des Euroraums hin. Mit einem Niveau von 364 Mrd. Euro waren beispielsweise Italiens Target2-Verbindlichkeiten im Januar 2017 um 113 Mrd. Euro höher als ein Jahr zuvor und überstiegen den Höhepunkt des Krisenjahres 2012 um 75 Mrd. Euro (Abbildung 8). Die EZB betont, dass die Mechanismen derzeit andere und der Anstieg der Target2-Salden auch Resultat der Wertpapierkäufe seien (EZB 2016). Die Mechanismen sind zwar andere, aber es ist durchaus denkbar, dass die Salden ohne die stützenden Käufe der Zentralbank noch höher ausgefallen wären. In jedem Fall liegt den Target2-Salden ein mangelndes Vertrauen in die Stabilität der italienischen Wirtschaft zugrunde: Die institutionellen Investoren, die der EZB und der italienischen Notenbank italienische Staatsanleihen verkaufen, legen den Gegenwert nicht bei italienischen Banken oder in italienischen Wertpapieren an, sondern in Anlagen im übrigen Euroraum, darunter insbesondere dem „sicheren Hafen“ Deutschland.

Der mögliche EU-Botschafter der USA, Ted Malloch, ist nicht allein mit dem Rat, gegen den Euro zu wetten: „Meiner Meinung nach ist es eine Währung, die nicht nur dem Untergang geweiht ist, sondern ein ernsthaftes Problem hat und tatsächlich im kommenden Jahr bzw. innerhalb von anderthalb

### Target2-Salden ausgewählter Zentralbanken des Eurosystems

Januar 2007 – Januar 2017, in Mrd. Euro



Quellen: Nationale Zentralbanken; Macrobond.

IMK

Jahren kollabieren könnte.“<sup>10</sup> Umso entschiedener müssen die Regierungen des Euroraums die bestehenden Probleme angehen, insbesondere die Probleme fehlender sicherer Aktiva und einer unzureichend expansiven Fiskalpolitik.

Das Fehlen ausreichender sicherer Aktiva wird derzeit in einer Arbeitsgruppe des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB) diskutiert, in dem Notenbanker, Bankenaufseher und Vertreter der EU-Kommission sitzen (Berschens/Greive 2017). Eine Möglichkeit zur Überwindung dieses Problems besteht in der Einführung der bereits 2011 in die Diskussion gebrachten European Safe Bonds (ESBies); (Brunnermeier et al. 2011, Tober 2016). ESBies würden durch die strukturierte Verbriefung der Staatsanleihen der Euroländer neu geschaffen und wären durch ihre Konstruktion besonders risikoarm, da sie den sicheren Teil der Wertpapieremission (Senior-Tranche) ausmachen, die auf einem wohldiversifizierten Portfolio aus Staatsanleihen des Euroraums besteht. Durch diese Konstruktion würde ein hoher Bestand liquider und sicherer Anlagen geschaffen. Zugleich wären auch die nachrangigen European Junior Bonds (EJBies) relativ risikoarm bzw. im Falle unsystematischer fiskalischer Fehlbeträge sogar sicher, da das Risiko eines Schuldenschnitts infolge der Rückkopplung zwischen Bankensystem und

Staatsanleihen durch die Einführung der ESBies beseitigt würde (Brunnermeier et al. 2016).

Befände sich der Euroraum in einer Ausgangssituation, in der alle Länder die Maastricht-Kriterien erfüllten, die wirtschaftlichen Kapazitäten ausgelastet wären und die nationalen Bankensysteme ein niedriges Niveau notleidender Kredite aufwiesen, wären ESBies ein erfolgversprechender Weg, um die Abneigung einiger Regierungen gegenüber Eurobonds zu überwinden. Da es in diesem Fall keine systematischen Risiken gäbe, würden die ESBies und EJBies die Rolle als Stabilitätsanker übernehmen, die in entwickelten Volkswirtschaften üblicherweise den jeweiligen Staatsanleihen zukommt. Vor dem Hintergrund der bestehenden Altlasten werden die Regierungen allerdings nicht umhin kommen, staatliche Schuldenschnitte im Euroraum für die Zukunft auszuschließen und damit letztlich eine gegenseitige Haftung zu übernehmen. Mit einem solchen Schritt könnte eine mindestens ebenso große Wirkung erzielt werden, wie mit dem „Whatever-it-takes“ von Mario Draghi im Jahre 2012. Eine solche Ankündigung hätte damit die entgegengesetzte Wirkung der Ankündigung möglicher Schuldenschnitte in den Jahren 2010 und 2011. In diesem Fall wären aber die ESBies nicht mehr erforderlich.

<sup>10</sup> „The one thing I would do in 2017 is short the euro,“ Mr Malloch told the BBC, „I think it is a currency that is not only in demise, but has a real problem and could in fact collapse in the coming year, year and a half.“ Foster (2017).

## STÄRKUNG DER BINNENWIRTSCHAFT UND DES EURO

Die aktuelle Schwäche des Euro ist Ausdruck der weiterhin labilen wirtschaftlichen Lage des Euroraums. Eine gemeinsame Offensive zur Ausweitung der öffentlichen Investitionen im Euroraum würde positiv auf die Produktivitätsentwicklung sowie die private Investitionstätigkeit und damit auf die Steigerung des Bruttoinlandsproduktes wirken. Mit einer Wachstumsrate von 1,9% 2015 und 1,7% 2016 ist der Euroraum auf dem richtigen Weg, aber der Abstand des Bruttoinlandsproduktes zu den Produktionsmöglichkeiten ist noch erheblich (OECD 2016, S. 145ff).

Mit der Stärkung der Binnennachfrage könnte der Euroraum auch die Konflikte im internationalen Handel entschärfen. Zwar ist der Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums in Höhe von 3,4% des BIP teilweise auf den niedrigen Ölpreis im vergangenen Jahr zurückzuführen. Bleibt der Wechselkurs aber bei 1,06 US-Dollar, so liegt er um 4,2% unter dem Niveau von 2016 (1,11 US-Dollar), was

sich positiv auf die Exporte des Euroraums, aber negativ auf jene der USA auswirkt. Insbesondere Deutschland mit einem Leistungsbilanzüberschuss von 8,7% des BIP und einem Überschuss der öffentlichen Haushalte in Höhe von 0,8% des BIP im Jahr 2016 steht hier in der Verantwortung. Analog zu der Aufwertung des US-Dollar in Erwartung einer expansiveren Fiskalpolitik des neuen Präsidenten würde die Aussicht auf eine koordinierte und wachstumsorientierte fiskalpolitische Expansion im Euroraum den Euro wieder etwas stärken.

Ein solider Euro und wertbeständige Staatsanleihen sind Voraussetzungen dafür, dass der Staat stabile wirtschaftliche Rahmenbedingungen schaffen und gegebenenfalls Maßnahmen zur Stabilisierung der wirtschaftlichen Aktivität oder der Finanzmärkte ergreifen kann. Wenn die EU als global player mitspielen und eigene Akzente setzen will – sei es bei der Regulierung der Finanzmärkte, beim internationalen Handel oder beim Klimaschutz – so muss ihr Herzstück, der Euroraum, ein stabiles und robustes Gebilde sein.

Alle IMK-Publikationen finden Sie auch online unter:

[http://www.boeckler.de/imk\\_2733.htm](http://www.boeckler.de/imk_2733.htm)

**Balakrishnan, R. / Laseen, S. / Pescatori, A. (2016):** U.S. Dollar Dynamics: How Important Are Policy Divergence and FX Risk Premiums? IMF Working Paper WP/16/125, Washington D.C.

**Belvedere, M. J. (2016):** Trump: Janet Yellen should be 'ashamed' of what she's doing to the country. CNBC, 12 September. <http://www.cnbc.com/2016/09/12/trump-says-fed-chief-yellen-should-be-ashamed.html>, aufgerufen am 28.02.2017.

**Bernanke, B. (2015):** The Taylor Rule: A benchmark for monetary policy? Brookings Institution, Blog, Washington, 28 April. <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/04/28/the-taylor-rule-a-benchmark-for-monetary-policy/>, aufgerufen am 28.02.2017.

**Berschens, R. / Greive, M. (2017):** Operation Risiko. Handelsblatt, Düsseldorf, 27.01.2017.

**BIS (2016):**

**Bofinger, P. (2016):** Eine andere Meinung. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Zeit für Reformen. Jahresgutachten 2016/17, Wiesbaden, November, S. 224-229.

**Brunnermeier, M. K. / Garicano, L. / Lane, P. R. / Pagano, M. / Reis, R. / Santos, T. / Thesmar, D. / Van Nieuwerburgh, S. / Vayanos, D. (2016):** The Sovereign-Banking Diabolic Loop and Esbies". In: The American Economic Review, Papers and Proceedings 106.5.

**Brunnermeier, M. K. / Garicano, L. / Lane, P. / Pagano, M. / Reis, R. / Santos, T. / Van Nieuwerburgh, S. / Vayanos, D. (2011):** ESBies: A realistic reform of Europe's financial architecture. VoxEU, 25.10.2011.

**Calmes, J. (2013):** Obama to Pick Yellen as Leader of Fed, Officials Say. New York Times, New York City, 8. Oktober. <http://www.nytimes.com/2013/10/09/business/obama-to-nominate-janet-yellen-as-fed-chairwoman.html?pagewanted=all&r=0>, aufgerufen am 01.02.2017.

**Corser, M. / Haedler, J. / Razza, C. (2016):** The Federal Reserve. Real and Perceived Conflicts of Interest and a Path Forward. Center for Popular Democracy. New York, Juni.

**Deutsche Bundesbank (2017):** Anleihekäufe des Eurosystems und der Wechselkurs des Euro. Monatsbericht, Januar, S. 3 - 40.

**Deutsche Bundesbank (2005):** Wechselkurs und Zinsdifferenz: jüngere Entwicklungen seit Einführung des Euro. Monatsbericht. Frankfurt/M., Juli.

**Draghi (2016a):** Introductory statement to the press conference (with Q&A). Mario Draghi, President of the ECB. Frankfurt am Main, 10 März.

**Draghi (2016b):** Introductory statement to the press conference (with Q&A). Mario Draghi, President of the ECB. Frankfurt am Main, 8 Dezember.

**Draghi (2017a):** Introductory statement to the press conference (with Q&A). Mario Draghi, President of the ECB. Frankfurt am Main, 19 Januar.

**Draghi, M. (2017b):** Introductory statement. Hearing of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament. ECON committee of the European Parliament, Brüssel, 6 Februar.

**Eijffinger, S. / Mahieu, R. / Raes, L. (2015):** Hawks and Doves at the FOMC. CEPR Discussion Paper 10442.

**Engler, P. / Klein, M. (2017):** Austeritätspolitik hat in Spanien, Portugal und Italien die Krise verschärft. DIW Wochenbericht Nr. 8.2017, Berlin, S. 127-132.

**EU-Kommission (2017):** European Economic Forecast, Winter 2017. Institutional Paper 048. Februar.

**EZB (2017):** Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank, held in Frankfurt am Main on Wednesday and Thursday, 18-19 Januar 2017, 16. Februar, Frankfurt/M.

**EZB (2016):** Wirtschaftsbericht. Ausgabe 7/2016. Europäische Zentralbank, Frankfurt/M., November.

**Fed (2017):** Monetary Policy Report. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, D.C., 14. Februar.

**Fischer, S. (2017a):** „I'd Rather Have Bob Solow Than an Econometric Model, But . . . ,“ Rede auf dem Warwick Economics Summit, Coventry, 11 Februar.

**Fischer, S. (2017b):** Monetary Policy: By Rule, By Committee, or By Both? Rede auf dem 2017 U.S. Monetary Policy Forum, sponsored by the Initiative on Global Markets at the University of Chicago Booth School of Business, New York, 3 März.

**Foster, P. (2017):** Euro could 'collapse' in next 18 months, warns the man tipped as Trump's EU ambassador pick the telegraph, London, 26 Januar. <http://www.telegraph.co.uk/news/2017/01/26/euro-could-collapse-next-18-months-warns-man-tipped-trumps-eu/>, aufgerufen am 01.03.2017.

**Holston, K. / Laubach, T. / Williams, J.C. (2016):** Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants. Finance and Economics Discussion Series 2016-073. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, August. <http://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2016.073>, aufgerufen am 01.03.2017.

**Horn, G. A. / Herzog-Stein, A. / Rietzler, K. / Tober, S. (2017):** Die Zukunft gestalten. Wirtschaftspolitische Herausforderungen 2017. IMK Report Nr. 120, Januar. Düsseldorf.

**Horn, G. A. / Lindner, F. / Tober, S. / Watt, A. (2012):** Quo vadis Krise? Zwischenbilanz und Konzept für einen stabilen Euroraum. IMK Report Nr. 75, Oktober.

**Horsley, S. (2017):** Ahead Of Trump's First Jobs Report, A Look At His Remarks On The Numbers. National Public Radio. Washington, D.C., 29 Januar. <http://www.npr.org/2017/01/29/511493685/ahead-of-trumps-first-jobs-report-a-look-at-his-remarks-on-the-numbers>, aufgerufen am 01.03.2017.

**Miskin, F.S. (1999):** International experiences with different monetary policy regimes. Journal of Monetary Economics 43, S. 579-605.

**OECD (2016):** Escaping the Low-Growth Trap? Effective Fiscal Initiatives, Avoiding Trade Pitfalls. Economic Outlook, Nr. 100, November, Paris.

**Priewe, J. (2016):** The enigmatic dollar-euro exchange rate and the world's biggest forex market – performance, causes, consequences. IMK Study Nr. 49, Juli.

**Rürup, B. (2015):** Inflation: Zwei Prozent sind zu viel. Handelsblatt Research Institute, Düsseldorf, 20.02.2015.

## LITERATUR

Alle IMK-Publikationen finden Sie auch online unter:

[http://www.boeckler.de/imk\\_2733.htm](http://www.boeckler.de/imk_2733.htm)

**Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) (2016):** Zeit für Reformen. Jahresgutachten 2016/17, Wiesbaden, November.

**Schumacher, C. / Tober, S. (1999):** Unzureichende Indikatoreigenschaften der Geldmenge: Konsequenzen für die geldpolitische Strategie der EZB. IWH Forschungsreihe, Nr. 9, Halle/S.

**Svensson, L. E. O. (1997):** Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets. *European Economic Review*, 41, S. 1025-1053.

**Taylor, J. B. (1999):** An Historical Analysis of Monetary Policy Rules. In: J. B. Taylor (Hrsg.): *Monetary Policy Rules*, Chicago.

**Theobald, Th. / Tober, S. / Lojak, B. (2017):** IMK Finanzmarktstabilitätsreport 2016. Regulatorischen Fortschritt weiterentwickeln. IMK Report Nr. 121, Februar.

**The Economist (2016):** Federal Reserve. The right kind of reform. 19. Mai.

**Tober, S. (2016):** Geldpolitik der EZB: Stabilität ohne „sichere“ Staatsanleihen? IMK Report Nr. 112, März.

**Treasury (2016):** Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Report to Congress. U.S. Department of the Treasury, Office of International Affairs, Washington D.C., Oktober. [https://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/2016-10-14%20\(Fall%202016%20FX%20Report\)%20FINAL.PDF](https://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/2016-10-14%20(Fall%202016%20FX%20Report)%20FINAL.PDF), aufgerufen am 01.03.2017.

**Warsh, K. (2016):** The Federal Reserve Needs New Thinking. *Wall Street Journal*, 24. August, New York. <https://www.wsj.com/articles/the-federal-reserve-needs-new-thinking-1472076212>, aufgerufen am 01.03.2017.

**Yellen, J. (2017):** The Goals of Monetary Policy and How We Pursue Them. Rede. Commonwealth Club, San Francisco, California, 18. Januar. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20170118a.htm>, aufgerufen am 01.03.2017.

# Abgeschlossen am 1. März 2017

## IMPRESSUM

### Herausgeber

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) der Hans-Böckler-Stiftung

Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf

Telefon (02 11) 77 78-31 2, Telefax (02 11) 77 78-26 6

[imk-report@boeckler.de](mailto:imk-report@boeckler.de)

<http://www.imk-boeckler.de>

Redaktionsleitung: Sven Schreiber, Thomas Theobald

Pressekontakt: Rainer Jung, (02 11) 77 78-15 0

ISSN 1861-3683

Nachdruck und sonstige Verbreitung

– auch auszugsweise –

nur mit Quellenangabe zulässig.

### Autorenschaft:

Dr. Silke Tober, [silke-tober@boeckler.de](mailto:silke-tober@boeckler.de)