

Konjunkturschlaglicht: Geldpolitik deutlich expansiv

Zur Unterstützung geldpolitischer Entscheidungen greift die Europäische Zentralbank (EZB) im Rahmen ihrer Strategie auf eine breite Palette von Indikatoren zurück, die eine Einschätzung der künftigen Preisentwicklung ermöglichen sollen. In der jüngeren Literatur wird die Beurteilung der Geldpolitik oftmals mit geldpolitischen Regeln vorgenommen, welche auf systematischen Zusammenhängen zwischen den geldpolitischen Instrumenten und diesen Indikatoren beruhen. Eine besondere Bedeutung genießt die geldpolitische Regel vom Taylor¹-Typ. Mit Hilfe dieser Regel kann ein optimaler Nominalzins, der so genannte Taylor-Zins, bestimmt werden, der als Richtwert für die Beurteilung der Zinspolitik der Notenbank dient. Liegt der Leitzinssatz unter (über) dem Taylor-Zins, so gilt die Geldpolitik als expansiv (restriktiv); bei strikter Orientierung an der Taylor-Regel müssten die Leitzinsen entsprechend geändert werden.

Der Taylor-Zins stellt den Nominalzins bei inflationsfreiem Wachstum dar, also die Summe aus neutralem Realzins bei Preisstabilität und erwarteter Inflationsrate, korrigiert um die gewichtete relative Abweichung des realen Bruttoinlandsprodukts vom Produktionspotenzial – die Produktionslücke – und die gewichtete absolute Abweichung der Inflationsrate vom Inflationsziel der Zentralbank, die Inflationslücke. Eine positive Produktionslücke deutet auf eine Überauslastung der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten hin und birgt daher Inflationsgefahren. Deshalb sollte ihr gemäß der Taylor-Regel ebenso wie einer positiven Inflationslücke entgegen gewirkt werden.

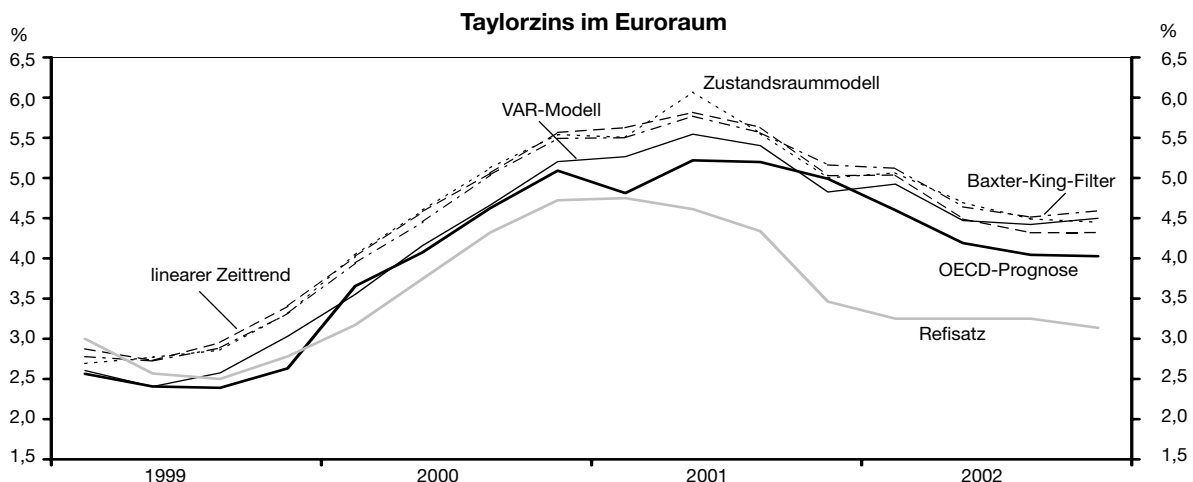
¹ Vgl. J. B. Taylor: Discretion versus policy rules in practice, in: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Nr. 39 (1993), S. 195 – 214.

Die empirische Anwendung der Taylor-Regel und damit die Schätzung des Taylor-Zinses ist mit Unsicherheiten verbunden. Die einzelnen Bestandteile sind zum Teil nicht beobachtbare Größen und müssen daher geschätzt werden: Der neutrale Realzins bei Preisstabilität wird oftmals als langfristiger Durchschnitt des tatsächlichen Realzinses² dargestellt. Unterschiedliche Messkonzepte ergeben sich unter anderem durch die Auswahl des Preisindex für die Bestimmung der Inflationserwartungen. Für die Schätzung des Produktionspotenzials – und damit verbunden auch der Produktionslücke – existieren verschiedene Ansätze, die abweichende Ergebnisse aufweisen. Des Weiteren besteht in der Literatur kein Konsens über die Gewichtung von Produktions- und Inflationslücke; diese variiert je nach Wirtschaftsraum durchaus deutlich.

Im Folgenden wird die Taylor-Regel auf den Euroraum angewendet und die aktuelle Geldpolitik der EZB bewertet. Um die oben angesprochenen Unsicherheiten der Schätzungen abzumildern, werden Variationen des Taylor-Zinses für den Euroraum berechnet und miteinander verglichen. Dabei werden fünf Potenzialschätzer (VAR-Modell, Zustandsraummodell, Baxter-King-Filter, linearer Zeittrend und OECD-Prognose) mit einem Realzinsschätzer kombiniert, der aus dem 3-Monats-EURIBOR und einer Preissteigerungsrate

² Definiert nach der Fisher-Parität als Differenz zwischen Nominalzins und erwarteter Inflationsrate.

³ Es wurde eine Sensitivitätsanalyse mit anderen Realzinsschätzern (HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel und der HWWA-Kernrate) durchgeführt, die jedoch lediglich eine geringfügige Niveauverschiebung des Taylor-Zinses nach oben ergaben. Zu den Potenzialschätzern, vgl. C. Schumacher: Produktionslücke leicht negativ, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 82. Jg. (2002), H. 10, S. 634 f.



Quellen: Eurostat; Deutsche Bundesbank; EZB; Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen; 3. und 4. Quartal: Schätzungen des HWWA.

auf Basis des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) berechnet wird³. Die Gewichte der Produktions- und der Inflationslücke entsprechen den Schätzungen von Gerlach und Schnabel (Produktionslücke: 0,45; Inflationslücke: 0,58) für den Euroraum⁴.

Das Schaubild zeigt die verschiedenen Schätzungen des Taylor-Zinses für den Euroraum verglichen mit dem Mindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte (Refisatz) der EZB. Seit dem zweiten Quartal des Jahres 2001 liegt dieser merklich unter den Taylor-Zinsschätzern; das deutet auf eine deutlich expansive Geldpolitik hin. Am aktuellen Rand (4. Quartal 2002) reicht die Spanne der Taylor-Zinsschätzer von 4,0 % bis 4,6 %.

Die EZB hat mit der Senkung des Refisatzes vom 5. Dezember 2002 um 50 Basispunkte auf 2,75 %

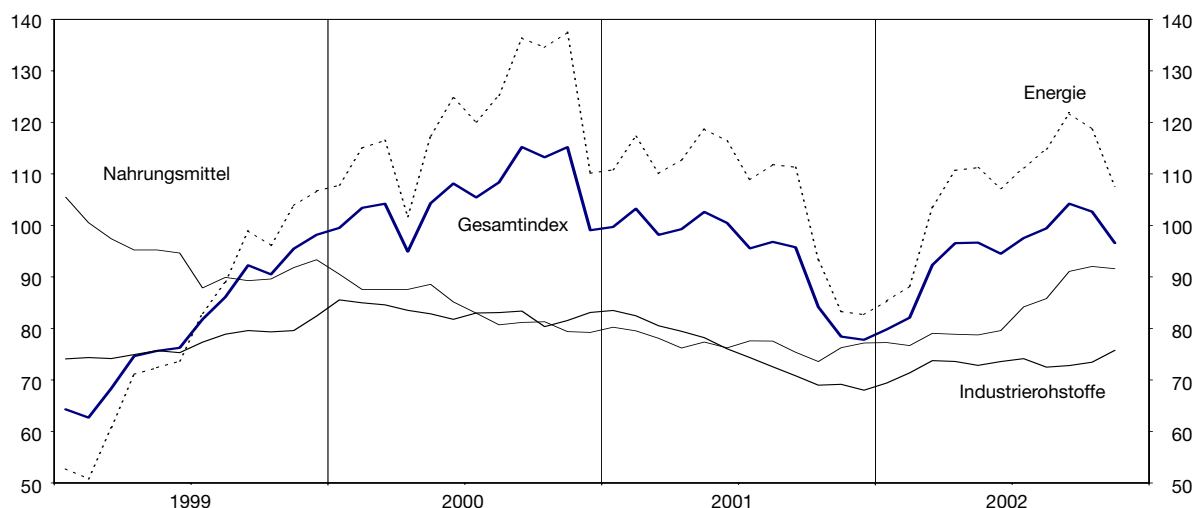
⁴ Vgl. S. Gerlach, G. Schnabel: The Taylor Rule And Interest Rate In The EMU: A Note, BIS Working Paper Nr. 73(1999).

nach diesen Berechnungen ihren Expansionsgrad noch erhöht und den Abstand des Refisatzes zum niedrigsten Taylor-Zinsschätzer auf 1,25 Prozentpunkte vergrößert. Die Taylor-Regel hätte einen solchen Schritt nicht unbedingt nahegelegt. Dies gilt auch, wenn die Spezifikation des Taylor-Zinses modifiziert wird⁵. Bei dieser Einschätzung ist jedoch zu beachten, dass die Taylor-Regel aufgrund der bereits dargelegten Schätzunsicherheiten nicht mechanistisch angewendet werden sollte.

Eva-Ulrike Fieber, Tel. 040/42834-317
Eva-Ulrike.Fieber@hwwa.de

⁵ Bei der Gewichtung der Produktions- und der Inflationslücke wurden weitere Szenarien berücksichtigt. Unter anderem wurden die Gewichte aus einer Studie von Taylor von 1999 für die USA (Produktionslücke: 1,0; Inflationslücke: 0,5) verwendet. Vgl. J. B. Taylor: A Historical Analysis of Monetary Policy Rules, in: J. B. Taylor (Hrsg.): Monetary Policy Rules, NBER-Business Cycles Series, Vol. 31, Chicago 1999, S. 319 – 347.

HWWA-Index der Weltmarktpreise für Rohstoffe



1990=100, auf US-Dollar-Basis.

HWWA-Index mit Untergruppen ^a	2001	Mai 02	Jun. 02	Jul. 02	Aug. 02	Sep. 02	Okt. 02	Nov. 02
Gesamtindex	94.4	96.7	94.5	97.5	99.4	104.2	102.7	96.6
	(-11.0)	(-5.8)	(-5.9)	(2.1)	(2.7)	(8.8)	(22.0)	(23.2)
Gesamtindex, ohne Energie	75.8	74.3	75.1	76.7	75.8	77.4	78.1	79.7
	(-9.1)	(-4.7)	(-1.3)	(2.0)	(2.8)	(7.6)	(11.4)	(12.4)
Nahrungs- und Genußmittel	77.1	78.7	79.6	84.2	85.8	91.1	92.0	91.6
	(-8.5)	(1.8)	(4.4)	(8.5)	(10.6)	(20.8)	(25.1)	(20.1)
Industrierohstoffe	75.4	72.8	73.6	74.1	72.5	72.8	73.4	75.8
	(-9.3)	(-6.9)	(-3.3)	(-0.3)	(-0.1)	(2.8)	(6.5)	(9.5)
Agrarische Rohstoffe	73.8	70.6	71.0	72.4	71.4	71.8	72.7	74.8
	(-10.1)	(-7.0)	(-4.1)	(-0.6)	(0.5)	(3.8)	(7.7)	(12.4)
NE-Metalle	72.7	70.4	71.7	70.8	67.1	67.4	68.0	71.6
	(-12.4)	(-10.1)	(-3.9)	(-0.5)	(-2.0)	(1.6)	(6.9)	(8.2)
Energierohstoffe	106.6	111.2	107.2	111.2	114.8	121.7	118.7	107.6

^a 1990 = 100, auf US-Dollar-Basis, Periodendurchschnitte; in Klammern: prozentuale Änderung gegenüber Vorjahr.

Weitere Informationen: <http://www.hwwa.de> → Rohstoffpreise