

Konjunkturschlaglicht: EWU–Expansive Geldpolitik

Der EZB-Rat hat am 2. September 2004 beschlossen, den Mindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte unverändert bei 2% zu belassen. Er trifft seine geldpolitischen Entscheidungen im Rahmen der geldpolitischen Strategie, die auf zwei Säulen beruht. Die wirtschaftliche Analyse zur Bestimmung der kurz- bis mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität anhand eines gesamtwirtschaftlichen Indikatorenbündels bildet die erste Säule. Die von dieser Säule signalisierte geldpolitische Empfehlung wird in einem Cross-checking mit derjenigen verglichen, die aus der monetären Analyse (zweite Säule) zur Ermittlung der mittel- bis langfristigen Risiken für die Preisstabilität resultiert. Wie ist die Geldpolitik der EZB vor diesem Hintergrund zu bewerten?

Stellvertretend für das gesamtwirtschaftliche Indikatorenbündel wird hier eine Taylor-Regel¹ zur Beurteilung der Geldpolitik herangezogen. Der mit Hilfe dieser Regel errechnete Taylor-Zins repräsentiert den Nominalzins bei inflationsfreiem Wachstum und dient damit als Richtwert für einen optimalen Leitzins². Er ergibt sich aus der Summe von neutralem Realzins 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 Infla-

tionslücke. Positive Inflations- und Produktionslücken deuten auf Inflationsgefahren hin, denen frühzeitig durch eine Straffung der Geldpolitik entgegen gewirkt werden sollte. Negative Inflations- und Produktionslücken signalisieren umgekehrt nachlassenden Preisdruck, so dass in diesen Fällen eine gelockerte Geldpolitik angemessen wäre.

In Abbildung 1 sind verschiedene Schätzungen des Taylor-Zinses für den Euroraum dargestellt³. Zwar gibt es deutliche Unterschiede, je nachdem welches Verfahren zur Schätzung verwendet wird. So reicht die Spanne am aktuellen Rand von 3,0% bis 3,9%. Der Mindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte und der Drei-Monats-Geldmarktsatz (EURIBOR) liegen seit dem zweiten Quartal 2001 aber nach allen Verfahren merklich unter dem Taylor-Zins. Gemessen daran ist die Geldpolitik deutlich expansiv. Die wieder größere Differenz zu den Taylor-Zinsen indiziert einen erhöhten Expansionsgrad der Geldpolitik, bei anhaltend verletzter Preisstabilität.

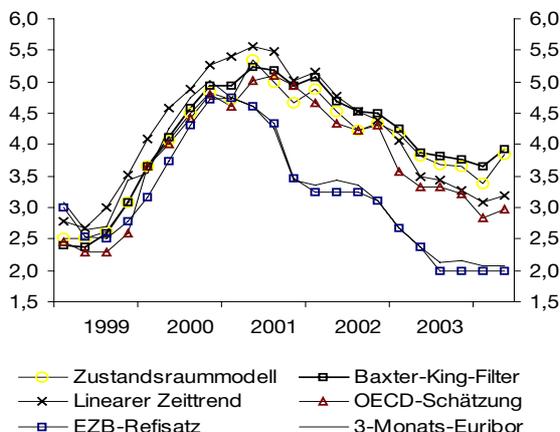
Bei der monetären Analyse wird vornehmlich auf die Entwicklung des Geldmengenaggregats M3 abgestellt (siehe Abbildung 2). Die Geldmenge M3 expandierte

³ Die unterschiedlichen Schätzungen ergeben sich durch die Anwendung von vier Verfahren zur Schätzung der Produktionslücke (linearer Zeittrend, multivariates Zustandsraummodell, Filterverfahren von Baxter/King und OECD-Schätzungen). Der neutrale Realzins wird aus dem langfristigen Durchschnitt des tatsächlichen Realzinses errechnet. Die Gewichte für Inflations- und Produktionslücke wurden mit 0,58 und 0,45 gesetzt (siehe dazu S. Gerlach, G. Schnabel: The Taylor Rule And Interest Rate in The EMU: A Note, BIS Working Paper Nr. 73, Basel 1999). Für weitere Details zur Berechnung des Taylor-Zinses vgl. E.-U. Fieber: Schätzung des Taylor-Zinses für den Euroraum, in: G. Weinert et al.: Zwischen Hoffen und Bangen – Konjunktur 2003, HWWA-Report 224, Hamburg 2003, S. 103 ff.

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.

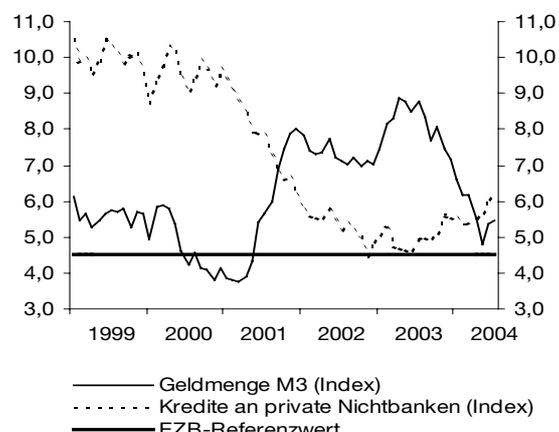
² Liegt der Leitzinssatz unter (über) dem Taylor-Zins, so gilt die Geldpolitik als expansiv (restriktiv).

Abbildung 1
Taylor-Zins im Euroraum
(in %)



Quelle: Eurostat, Europäische Zentralbank, OECD, Thomson Financial Datastream, Berechnungen des HWWA.

Abbildung 2
Monetäre Entwicklung im Euroraum
(Veränderung zum Vorjahr in %)



Quelle: Europäische Zentralbank, Thomson Financial Datastream, Berechnungen des HWWA.

seit Sommer 2001 mit Raten, die über dem von der EZB mit 4,5% festgelegten Referenzwert lagen. Allerdings sind die Zuwachsraten im Vergleich zum Vorjahr bis Mai dieses Jahres kontinuierlich – fast bis auf den Referenzwert – zurückgegangen; danach sind sie wieder gestiegen, liegen aber auf einem merklich niedrigeren Niveau als 2003.

Der dadurch in den vergangenen Jahren entstandene deutliche Geldüberhang wurde bisher jedoch nicht als Risiko für die Preisstabilität angesehen, weil die Anleger an den Finanzmärkten aufgrund von Unsicherheiten über die geopolitische und ökonomische Entwicklung Portfolioumschichtungen zugunsten von kürzerfristigen, liquideren, und damit in M3 enthaltenen Anlagen vorgenommen hatten. Die nachfragewirksame Liquidität wurde somit überzeichnet.

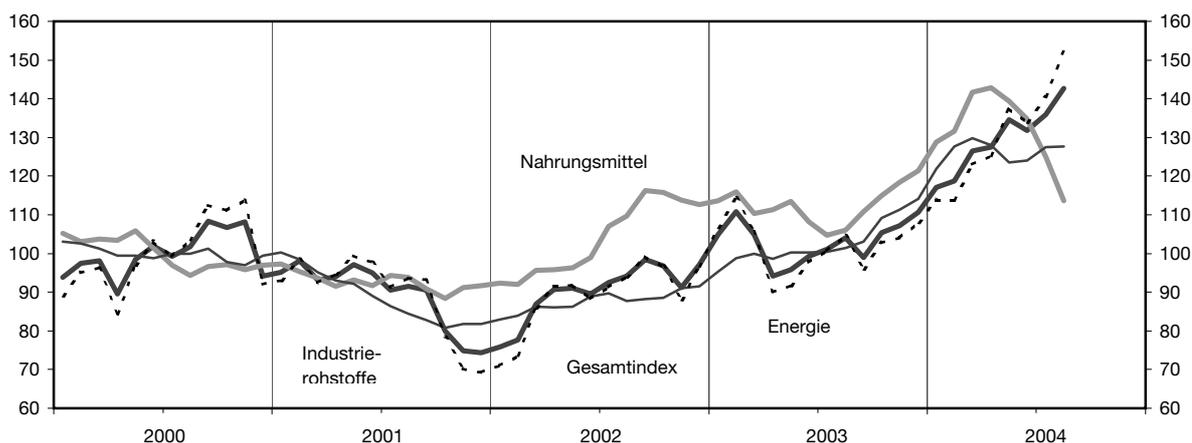
Diese Entwicklung beginnt sich umzukehren. Die Normalisierung des Anlageverhaltens verläuft aber sehr viel langsamer als allgemein erwartet. Der damit verbundene dämpfende Effekt für das Wachstum von M3 wird zudem durch eine kräftige Zunahme des Kreditvolumens an private Nichtbanken überkompensiert. Sollten sich die Tendenzen in der Expansion von M3 und den Krediten an private Nichtbanken fortsetzen, so erhöht sich das Risiko, dass die Überschussliquidität Inflationspotenzial entfaltet.

Sowohl die wirtschaftliche als auch die monetäre Analyse lassen eine Zinserhöhung immer wahrscheinlicher werden.

Eva-Ulrike Feldkord, Tel.: 040/42834-317

eva-ulrike.feldkord@hwwa.de

HWWA-Index der Weltmarktpreise für Rohstoffe



2000 = 100, auf US-Dollar-Basis.

HWWA-Index mit Untergruppen ^a	2003	Jan. 04	Feb. 04	Mrz. 04	Apr. 04	Mai 04	Juni 04	Juli 04	Aug. 04
Gesamtindex	103,1 (14,3)	117,1 (11,7)	118,7 (7,0)	126,5 (20,6)	127,5 (35,5)	134,6 (40,5)	131,8 (32,7)	135,9 (34,4)	142,7 (37,2)
Gesamtindex, ohne Energie	105,6 (14,1)	124,0 (22,8)	128,8 (23,9)	133,5 (29,5)	132,6 (29,4)	128,4 (23,1)	127,3 (24,0)	126,7 (24,6)	123,3 (20,0)
Nahrungs- und Genussmittel	112,3 (8,0)	128,8 (13,3)	131,7 (13,6)	141,7 (28,4)	142,9 (28,4)	139,4 (22,9)	134,7 (24,6)	125,0 (19,4)	113,6 (7,1)
Industrierohstoffe	102,6 (17,2)	121,8 (27,8)	127,6 (29,3)	129,9 (30,0)	128,0 (29,8)	123,5 (23,1)	124,0 (23,8)	127,4 (27,0)	127,6 (25,9)
Agrarische Rohstoffe	103,7 (21,6)	114,4 (20,9)	115,0 (17,5)	115,3 (13,4)	114,1 (11,6)	114,8 (11,0)	114,5 (10,5)	114,1 (11,6)	112,3 (10,6)
NE-Metalle	94,8 (11,9)	119,7 (35,1)	128,2 (40,0)	129,6 (44,4)	129,9 (51,2)	121,7 (35,5)	125,7 (37,5)	130,4 (40,0)	128,5 (35,2)
Energierohstoffe	101,8 (14,4)	113,8 (6,6)	113,8 (-0,4)	123,1 (16,5)	125,1 (38,9)	137,6 (50,1)	134,0 (37,1)	140,3 (39,1)	152,1 (45,4)

^a 2000 = 100, auf US-Dollar-Basis, Periodendurchschnitte; in Klammern: prozentuale Änderung gegenüber Vorjahr.

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