

Konjunkturschlaglicht: EZB-Leitzinsen unverändert

Der EZB-Rat hat in seiner Sitzung am 4. September 2003 beschlossen, die Leitzinsen unverändert zu belassen. Begründet wurde dies mit den weiterhin günstigen mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität und der Annahme über eine konjunkturelle Belebung ab der zweiten Hälfte dieses Jahres.

Gemessen am Taylor-Zins¹, der häufig als Richtwert für die Beurteilung der Geldpolitik herangezogen wird², erscheint die Zinsentscheidung der EZB als angemessen. Der Taylor-Zins stellt quasi den Nominalzins bei inflationsfreiem Wachstum dar. 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 Inflationslücke. 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, im Fall der Produktionslücke durch unterausgelastete Produktionskapazitäten infolge einer konjunkturellen Schwächephase.

Die empirische Anwendung der Taylor-Regel ist mit Unsicherheiten behaftet. Nicht nur der Taylor-Zins

selbst, sondern auch einige seiner Bestandteile müssen geschätzt werden, da diese nicht beobachtbare Variablen sind³, so insbesondere die Produktionslücke und der neutrale Realzins. Für die Schätzung dieser Größen gibt es verschiedene Verfahren, so dass die Höhe des Taylor-Zinses je nach Schätzverfahren durchaus unterschiedlich sein kann.

Für die Schätzung der Produktionslücke werden hier verschiedene Verfahren angewendet⁴. Sie erfolgt auf Basis eines linearen Zeittrends, mit einem multivariaten Zustandsraummodell sowie mit einem Filterverfahren von Baxter/King. Zum Vergleich werden zudem die auf einer Produktionsfunktion basierenden Schätzungen der OECD herangezogen. Die sich daraus ergebenden Produktionslücken sind in Abbildung 1 dargestellt. Seit Anfang 2003 sind sie negativ und haben sich weiter geöffnet. Die Spanne der Schätzer-

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).

³ Für eine ausführliche Darstellung der Schätzung der Taylor-Regel siehe E.-U. Fieber: Schätzung des Taylor-Zinses für den Euroraum, in: G. Weinert u.a.: Zwischen Hoffen und Bangen – Konjunktur 2003, HWWA-Report Nr. 224, Hamburg 2003, S. 103 ff.

⁴ Detaillierte Informationen zu den Verfahren finden sich bei C. Schumacher: Alternative Schätzansätze für das Produktionspotenzial im Euroraum, HWWA Studien, Bd. 71, Baden-Baden 2002.

Abbildung 1
Produktionslücke im Euroraum
(in %)

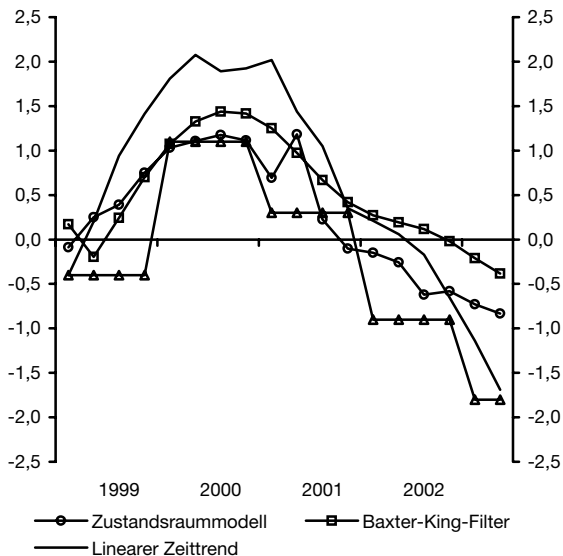
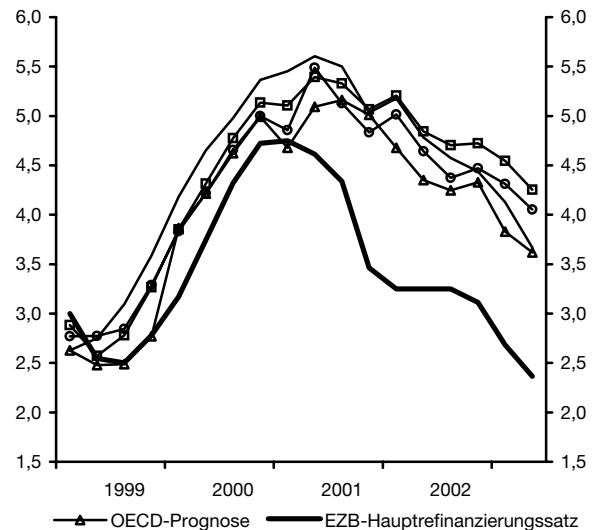


Abbildung 2
Taylorzins im Euroraum
(in %)



Quellen: Deutsche Bundesbank, Eurostat, Europäische Zentralbank, OECD, Thomson Financial Datastream; Berechnungen des HWWA. Die Produktionslücke der OECD ist dem OECD Economic Outlook Nr. 73, Paris 2003, entnommen. Die Produktionslücke ist jeweils definiert als die Differenz zwischen Bruttoinlandsprodukt und Produktionspotenzial in Relation zum Produktionspotenzial.

gebnisse reicht am aktuellen Rand (2. Quartal 2003) von -0,4% bis -1,8%.

Auch der neutrale Realzins muss geschätzt werden. Zur Vereinfachung wird er hier aus dem langfristigen Durchschnitt des tatsächlichen Realzinses – definiert nach der Fisher-Parität als Differenz zwischen dem Nominalzins (3-Monats-Euribor) und erwarteter Inflationsrate (approximiert durch die jährliche Preissteigerungsrate auf Basis des Harmonisierten Verbraucherpreisindex) – berechnet.

Die Gewichte für Produktions- und Inflationslücke werden in der Regel gesetzt. In der Literatur besteht allerdings kein Konsens darüber, welche Kriterien dabei zugrunde gelegt werden sollen. Hier werden die von Gerlach und Schnabel abgeleiteten Gewichte (Produktionslücke: 0,45; Inflationslücke: 0,58) für den Euroraum verwendet⁵.

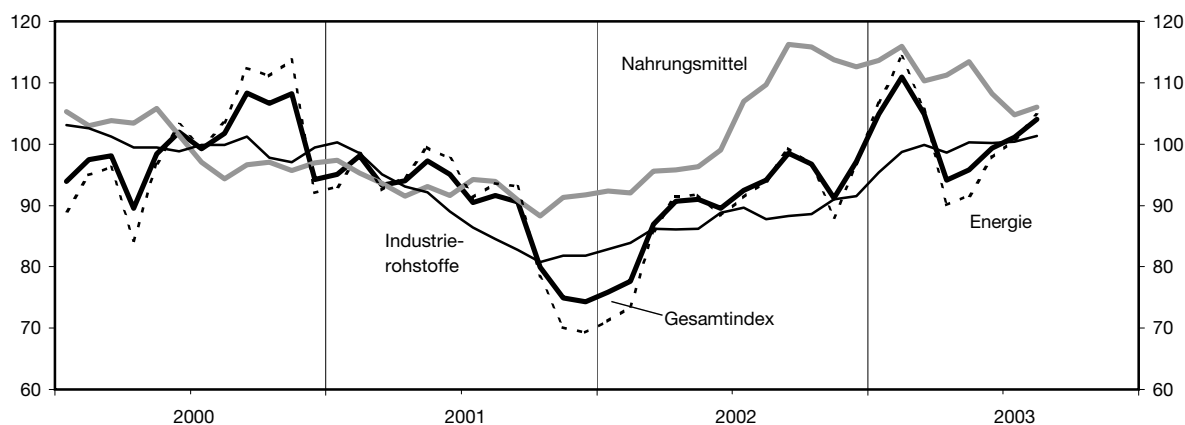
In Abbildung 2 sind die verschiedenen Schätzungen des Taylor-Zinses für den Euroraum dargestellt. Zwar gibt es deutliche Unterschiede, je nachdem welches Verfahren zur Schätzung verwendet wird. So reicht die Spanne am aktuellen Rand von 3,6% bis 4,3%. Abbildung 2 zeigt aber auch, dass der wichtigste Leitzins, der Mindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte, seit dem zweiten Quartal 2001 nach allen Verfahren merklich unter dem Taylor-Zins liegt. Gemessen daran ist die Geldpolitik deutlich expansiv. Die Taylor-Regel könnte bei strenger Auslegung sogar für eine Leitzinserhöhung sprechen. Wegen der nicht unerheblichen Schätzunsicherheiten sollte sie aber nicht mechanistisch angewendet und der Taylor-Zins nicht als einziger Richtwert zur Beurteilung der Geldpolitik herangezogen werden.

⁵ Vgl. S. Gerlach, G. Schnabel: The Taylor Rule And Interest Rate In The EMU: A Note, BIS Working Paper No. 73, Basel 1999.

Eva-Ulrike Fieber, Tel. 040/42834-317

Eva-Ulrike.Fieber@hwwa.de

HWWA-Index der Weltmarktpreise für Rohstoffe



2000 = 100, auf US-Dollar-Basis.

HWWA-Index mit Untergruppen ^a	2002	Feb. 03	Mrz. 03	Apr. 03	Mai 03	Juni 03	Juli 03	Aug. 03
Gesamtindex	90,1 (0,6)	110,9 (42,8)	104,8 (20,6)	94,1 (3,8)	95,8 (5,3)	99,3 (11,0)	101,1 (9,4)	104,0 (10,5)
Gesamtindex, ohne Energie	92,5 (2,8)	103,9 (20,4)	103,1 (15,8)	102,5 (15,1)	104,3 (16,8)	102,6 (11,6)	101,7 (7,2)	102,8 (8,8)
Nahrungs- und Genußmittel	103,9 (12,0)	115,9 (25,9)	110,3 (15,4)	111,3 (16,2)	113,4 (17,7)	108,2 (9,3)	104,8 (-2,1)	106,0 (-3,4)
Industrierohstoffe	87,5 (-1,5)	98,7 (17,7)	99,9 (15,9)	98,6 (14,6)	100,3 (16,3)	100,2 (12,8)	100,4 (12,0)	101,4 (15,5)
Agrarische Rohstoffe	85,3 (-0,7)	97,9 (23,6)	101,7 (24,7)	102,3 (25,6)	103,5 (26,2)	103,6 (20,8)	102,3 (16,0)	101,6 (15,5)
NE-Metalle	84,7 (-4,1)	91,6 (8,3)	89,7 (2,8)	85,9 (-0,5)	89,8 (5,6)	91,4 (5,6)	93,1 (9,0)	95,1 (17,2)
Energierohstoffe	89,0 (-0,5)	114,3 (55,5)	105,7 (23,0)	90,1 (-1,6)	91,6 (-0,1)	97,7 (10,6)	100,8 (10,5)	104,6 (11,3)

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

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