

Ulrike Dennig

Probleme bei der Ermittlung einer Euro-Geldmenge

Wenige Wochen vor dem Übergang der geldpolitischen Zuständigkeit der EWU-Mitgliedsländer auf die Europäische Zentralbank gibt es noch keine nach einem einheitlichen Konzept ermittelte Geldmenge für den Euro-Raum, auf die sich eine geldmengenorientierte geldpolitische Strategie stützen könnte. Welche Probleme sind noch zu lösen?

Mit dem Beginn der Europäischen Währungsunion (EWU) am 1. Januar 1999 geht die Zuständigkeit für die Geldpolitik von den nationalen Notenbanken auf die Europäische Zentralbank (EZB) über. Die EZB wird ihre geldpolitischen Entscheidungen nach Maßgabe der wirtschaftlichen Entwicklung im gesamten Euro-Raum treffen. Dazu benötigt sie eine verlässliche Datenbasis für diesen Raum und vor allem nach einheitlichen Kriterien erfaßte und aufbereitete Indikatoren für den monetären Bereich. Hier bestehen ein Vierteljahr vor dem Start der EWU immer noch erhebliche Lücken.

So gibt es insbesondere noch keine nach einem einheitlichen Konzept ermittelte Geldmenge für den Euro-Raum, auf die sich eine geldmengenorientierte geldpolitische Strategie stützen könnte. Zur Abschätzung der Entwicklung der Geldmenge ist man daher bisher auf Hilfsgrößen wie die „EWU-Geldmenge“ angewiesen, die durch Aggregation nationaler, nicht immer kompatibler Geldmengen gebildet wird. Die Verzögerungen bei der Veröffentlichung einer Euro-Geldmenge zeigen, daß es bei der Ermittlung einer gemeinschaftlichen Geldmenge offensichtlich immer noch erhebliche Harmonisierungs-, Aggregations- und Konsolidierungsprobleme gibt.

Die Europäische Zentralbank hat über den Maastrichter Vertrag erhebliche Kompetenzen auf dem Gebiet der Statistik erhalten. Sie kann hier sogar eigenständig verbindliche und im EWU-Raum direkt wirksame Verordnungen erlassen sowie Sanktionen androhen und durchsetzen. Zur Vereinheitlichung der Statistiken wurden ab 1996 schon erhebliche Vorarbeiten geleistet. Mitte 1996 veröffentlichte das Europäische Währungsinstitut (EWI), der Vorläufer der

EZB, einen Katalog konkreter statistischer Anforderungen für die Vereinheitlichung wichtiger monetärer Indikatoren und insbesondere auch für die Geldmengenaggregate¹. Damals setzte man gut zwei Jahre für die Umsetzung an, so daß eigentlich schon ab Juli dieses Jahres Daten für die konsolidierte Euro-Geldmenge erfaßt werden sollten². Noch sind solche Daten allerdings nicht veröffentlicht.

Schwierigkeiten bei der Harmonisierung bereiten vor allem nationale Unterschiede bei der Auswahl der berichtenden Finanzierungsinstitute, bei der Abgrenzung alternativer Geldmengengrößen und beim Umfang veröffentlichter Angaben. Aus geldtheoretischer Sicht läßt sich die Wirtschaft nach Sektoren der Geldschöpfung, der Geldhaltung und der monetären Neutralität untergliedern³. Zum ersten Sektor zählen Banken und Finanzierungsinstitute, zum zweiten Unternehmen und Privatpersonen (auch öffentliche Unternehmen) und zum dritten üblicherweise der Staat und der außenwirtschaftliche Bereich. Zur Erfassung der Geldmenge genügt es, wenn der Geldschöpfungssektor berichtspflichtig ist. Traditionsgemäß waren bisher in Europa nur Banken berichtspflichtig, wobei der Begriff „Bank“ jedoch unterschiedlich verwendet wurde. In einigen Ländern wurden die Begriffe „Kreditinstitut“ und „Bank“ gleichgesetzt, in andern nicht. So zählten in einigen Mitgliedstaaten, wie etwa in Deutschland, Sparkassen und Kreditgenossenschaften zu den berichtspflichtigen Banken, in anderen nicht.

In den letzten Jahren wurde die Berichtspflicht in den meisten Ländern auf weitere Finanzierungs-

Dr. Ulrike Dennig, 59, ist Leiterin der Forschungsgruppe Monetäre Analysen, Grundsätze der Geldpolitik im HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg

¹ Vgl. EWI: Die statistischen Anforderungen für die Währungsunion, Frankfurt, Juli 1996; Deutsche Bundesbank: Harmonisierte monetäre Statistiken – Grundlage für eine erfolgreiche Geldpolitik in der Währungsunion, Informationsbrief zur WWU Nr. 2, Oktober 1996.

² Vgl. EWI: Jahresbericht 1997, S. 55.

³ Vgl. EWI: Money and Banking Statistics Sector Manual, Frankfurt, April 1998.

institute ausgeweitet, wenn auch in unterschiedlichem Maße. So werden inzwischen vielfach Leasing-, Factoring- und Investmentgesellschaften, aber auch Bauspar- und Kreditgesellschaften, Einlageninstitute oder Wertpapier- und Versicherungsmakler einbezogen. Um für die Zukunft eine klare Abgrenzung des geldschöpfenden Sektors zu gewährleisten, hat die EZB inzwischen eine umfangreiche Liste der berichtspflichtigen „Monetären Finanziellen Institute“ in der EWU aufgestellt und veröffentlicht⁴.

Es wäre auch notwendig, den als neutral anzusehenden Staatssektor einheitlich vom Sektor der Geldhaltung abzugrenzen. Einige Mitgliedsländer sehen bisher nur die Zentralregierung als monetär neutral an (Deutschland, Frankreich und Finnland), andere den gesamten öffentlichen Sektor einschließlich der Gebietskörperschaften (Österreich), wieder andere beziehen auch noch die Sozialversicherung (Belgien) oder Staatsunternehmen und Spezialkreditinstitute (Italien) mit ein.

Unsichere Geldmengenabgrenzung

Die monetären Daten sollten von den berichtspflichtigen Instituten in gleicher Weise abgegrenzt, zusammengefaßt und zugeordnet werden. Bei den Geldmengen ist es üblich geworden, zwischen den Aggregaten M1 (Bargeld und Sichteinlagen), M2 (M1 zuzüglich Termineinlagen) und M3 (M2 einschließlich Spareinlagen) zu unterscheiden. Obgleich diese Begriffe in den Mitgliedsländern der EWU breite Verwendung gefunden haben, erfolgte die Zuordnung im Hinblick auf Inhalt, Fristigkeit und Währung bisher nicht einheitlich. In einigen Ländern wurden etwa Spareinlagen in die Größe M2 mit aufgenommen (Italien, Niederlande, Portugal). Auch wurden innovative Finanzierungsinstrumente, wie etwa Geldmarktfonds oder Einlagenzertifikate, unterschiedlich zugeordnet, und Fremdwährungseinlagen wurden teilweise hinzugerechnet (Irland, Spanien, Frankreich). Während die Geldmengen durchweg anhand der Bankeinlagen von Inländern erfaßt werden, bezieht Portugal die Einlagen portugiesischer Auswanderer mit ein. Zuordnungsprobleme gibt es schließlich auch hinsichtlich der Fristigkeit der Einlagen. So werden etwa in Deutschland bisher Termineinlagen bis zu vier Jahren in die Geldmenge M2 einbezogen, in anderen Ländern hingegen nur Einlagen bis zu einem oder zwei Jahren. Künftig soll nach den Vorstellungen der EZB die Grenze für M3 bei zwei Jahren liegen⁵.

Solange unsicher ist, welche Geldmengenabgrenzung für die Zwecke europäischer Geldpolitik am besten geeignet ist, wäre es wünschenswert, EWU-weit

alle drei Geldmengengrößen zu erfassen. In jedem Fall gewinnt die EZB daraus zusätzliche Informationen. Die Geldmenge M1 wird bisher mit Ausnahme von Luxemburg in allen EWU-Mitgliedsländern ermittelt. M2 wird dagegen in zwei Ländern (Belgien, Irland) und M3 in zwei anderen Ländern (Italien und Portugal) nicht ausgewiesen. Luxemburg, das mit Belgien seit langem eine Währungsunion bildet, veröffentlicht überhaupt keine Zahlen über die umlaufende Geldmenge.

Probleme gibt es derzeit auch noch hinsichtlich der zeitlichen Verfügbarkeit der Daten; in einigen Ländern gibt es Verzögerungen bei der Ermittlung und Veröffentlichung von bis zu fünf Monaten. Um eine hohe Aktualität der Geldmengendaten zu erreichen, sollen nach den Vorstellungen der EZB die erforderlichen monatlichen Daten von den berichtenden Finanzierungsinstituten in Zukunft spätestens 15 Tage nach Monatsende und die vierteljährlichen Daten 30 Tage nach Quartalsende bereitgestellt werden. Gelingt dies, dann könnten die Geldmengendaten der EWU in Zukunft mit einer Verzögerung von höchstens vier Wochen zur Verfügung stehen.

Für die Analyse des Geldmengenwachstums im Euro-Raum im Jahr 1999 sind auch vereinheitlichte Daten in der Zeit vor Inkrafttreten der Währungsunion erforderlich. Bei der Rückrechnung ergeben sich neben den schon genannten Schwierigkeiten bei der Harmonisierung zusätzlich Aggregations- und Bewertungsprobleme. So müssen die nationalen Größen – nach weitestmöglicher Harmonisierung und Anpassung an die von der EZB vorgegebenen Schemata – gewichtet und auf eine einheitliche Währungsbasis gebracht werden. Da laut Maastricht-Vertrag mit Beginn der Währungsunion alle Finanzwerte im Verhältnis 1:1 von ECU auf Euro umgestellt werden sollen, bietet sich als einheitliche Basis der ECU an.

Um die Übergangsprobleme zu minimieren, sollte überdies die Umrechnung – wie bei den hier vorgelegten Zahlen – zu aktuellen Leitkursen erfolgen. Das Niveau der so ermittelten Geldmengenaggregate ist zwar angesichts der bei absoluten Größen unvermeidlichen Aggregationsprobleme nur beschränkt aussagefähig. Da aber bei den monetären Aggregaten die Entwicklung im Zeitablauf im Vordergrund steht,

⁴ Vgl. EWI: List of Monetary Financial Institutions: as at December 1997, Frankfurt, April 1998.

⁵ Vgl. EWI: The Single Monetary Policy in Stage Three, Frankfurt, September 1997, S. 77 f.; Europäische Zentralbank: Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3 – Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des ESZB, Frankfurt, September 1998, insbesondere Gliederung S. 108.

sind die auf der Basis dieser Aggregate ermittelten Wachstumsraten durchaus ein aussagefähiger Indikator⁶.

Schließlich sind zur Ermittlung einer geldtheoretischen Ansprüche genügenden Euro-Geldmenge auch noch einige Konsolidierungsprobleme zu lösen. So sind in der EWU Forderungen und Verbindlichkeiten der berichtenden Institute gegenüber Partnern in anderen Mitgliedsländern in die Geldmengen Größen mit einzubeziehen. Dabei ist insbesondere an das früher dem Euromarkt zugerechnete kurzfristige Finanzgeschäft zu denken, das Banken außerhalb der Währungsursprungsländer abwickeln, d.h. der Handel in sogenannten Euro-DM in Luxemburg, Euro-Gulden in Paris, Euro-Franc in Brüssel usw. Solche Termingelder, aber auch andere Einlagen sowie Termin- und Spargelder bei Banken in den anderen EWU-Ländern gehören zukünftig zur Euro-Geldmenge. Deshalb ist auch zu erwarten, daß die konsolidierte Geldmenge der EWU größer sein wird als die durch Aggregation nationaler „inländischer“ Geldmengen ermittelte EWU-Geldmenge. Damit die EZB eine entsprechende Konsolidierung der Daten berichtspflichtiger Finanzierungsinstitute vornehmen kann, muß die Bilanzstruktur dieser Institute so geändert werden, daß in

Zukunft Daten über die Finanzbeziehungen zum Ausland noch einmal nach EWU-Ländern und dem Rest der Welt untergliedert werden⁷.

Geldmengenentwicklung im EWU-Raum

Da die Europäische Zentralbank bisher noch keine Zahlen für eine nach einheitlichen Kriterien ermittelte „harmonisierte“ Euro-Geldmenge vorgelegt hat, ist man bei der Analyse der Entwicklung der Geldmenge im Euro-Raum immer noch auf Hilfsgrößen wie die zusammengefaßte, nicht konsolidierte Geldmenge der elf Mitgliedsländer angewiesen. Abbildung 1 gibt einen Überblick über die Entwicklung der nach dem Aggregationsverfahren ermittelten EWU-Geldmengen M1 und M3, und zwar einerseits für die Gesamtgruppe der elf Mitgliedsländer, zum anderen getrennt

⁶ Die Deutsche Bundesbank wendet bei der Ermittlung der harmonisierten Geldmenge ein anderes Verfahren an. Sie rechnet die Geldmengenaggregate der einzelnen Länder zunächst auf der Basis der Verbrauchergeldparitäten von 1993 in D-Mark um und gewichtet sie dann anhand von nominellen BIP-Gewichten der gleichen Periode. Vgl. Deutsche Bundesbank: Monatsbericht August 1998, S. 25 f.

⁷ Vgl. EWU: Die statistischen Anforderungen für die Währungsunion, Frankfurt, Juli 1996; Deutsche Bundesbank: Harmonisierte monetäre Statistiken – Grundlage für eine erfolgreiche Geldpolitik in der Währungsunion, Informationsbrief zur WWU Nr. 2, Oktober 1996.

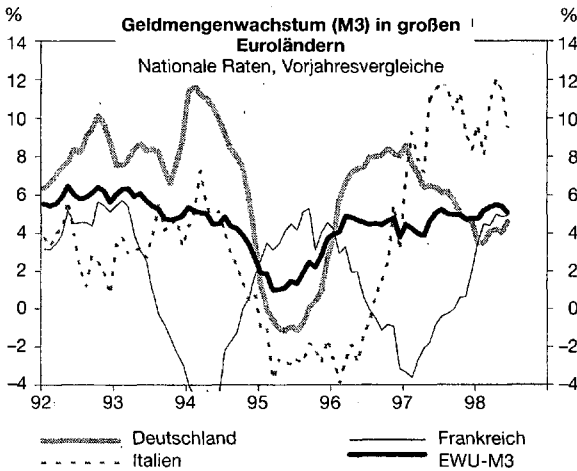
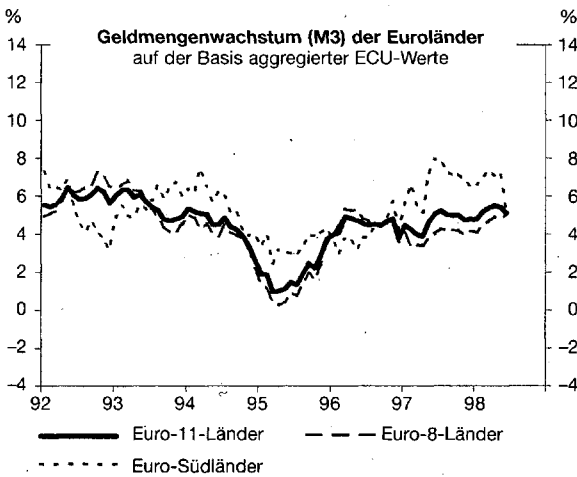
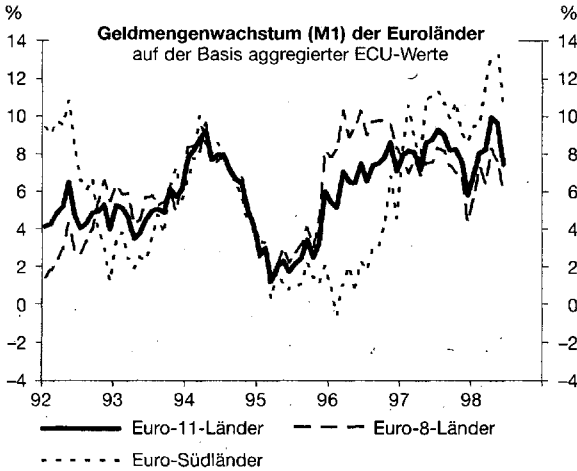
Entwicklung der nationalen Geldmengen (M3) im EWU-Raum
(Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %)

Jahr	Quartal	D	F	I	E	NL	B/Lux	Au	P	Fi	Irl	EWU-Raum
92	1	6,7	3,3	3,7	8,7	5,7	4,8	5,8	25,9	6,6	2,7	5,51
	2	7,8	4,5	4,6	6,4	6,0	6,3	4,8	22,8	6,2	3,9	6,11
	3	8,9	4,5	2,0	5,6	7,1	5,7	4,6	20,4	4,5	3,1	5,93
	4	9,5	5,4	1,7	4,5	6,9	5,0	4,4	18,1	2,1	8,1	6,09
93	1	7,7	5,5	3,4	6,0	6,8	8,5	5,0	15,6	0,3	16,7	6,23
	2	8,4	3,2	3,0	7,0	7,0	9,6	5,3	12,7	-1,9	20,5	5,90
	3	8,0	-0,1	4,5	7,5	6,5	11,0	4,9	9,3	0,0	22,2	5,16
	4	7,7	-2,2	4,2	9,0	6,4	14,8	5,1	8,1	1,8	18,1	4,82
94	1	11,4	-4,7	5,6	8,2	6,6	13,1	4,5	5,1	5,9	12,2	5,22
	2	10,5	-4,6	5,1	7,5	5,0	10,1	4,6	5,7	9,7	9,2	4,69
	3	8,5	-1,7	3,1	7,7	4,0	6,6	5,4	8,5	8,3	8,7	4,50
	4	5,6	0,8	0,8	7,2	2,1	-1,9	5,3	9,3	4,4	9,9	3,34
95	1	0,2	3,1	-1,9	8,2	0,3	-7,3	5,4	12,7	-0,3	10,9	1,59
	2	-1,0	4,0	-2,8	8,7	-0,7	-8,9	5,1	12,4	-0,8	10,2	1,20
	3	-0,6	4,9	-2,5	9,2	0,5	-5,7	4,2	9,2	0,8	11,1	1,90
	4	1,3	3,9	-2,2	10,6	3,0	-0,9	5,1	8,3	-0,3	13,4	2,92
96	1	5,4	3,5	-3,1	10,2	4,5	4,8	5,1	5,9	0,7	15,0	4,31
	2	7,3	1,5	-2,1	9,0	6,8	8,9	5,0	6,8	-2,2	17,3	4,71
	3	8,0	-0,6	0,5	7,4	7,4	7,4	4,1	8,5	-3,4	18,0	4,48
	4	8,2	-1,6	3,6	5,7	6,3	7,4	2,9	8,6	-0,8	20,9	4,42
97	1	7,8	-3,2	7,9	3,7	7,2	5,8	2,8	8,8	1,3	23,3	4,23
	2	6,4	-1,6	9,9	3,6	7,1	5,0	2,4	8,4	6,0	26,5	4,52
	3	6,0	-0,2	11,2	4,0	7,3	6,2	3,2	6,7	7,1	29,5	5,08
	4	4,8	1,0	9,6	4,0	6,7	6,9	2,3	7,4	7,0	26,7	4,83
98	1	3,7	4,1	9,5	4,2	5,2	6,5	1,8	6,6	7,6	25,1	5,10
	2	4,3	4,9	11,0	3,5	7,2	4,3	1,8	4,9	5,4	24,4	5,34

Quartalsdurchschnitte; EWU = gewichteter Durchschnitt. D = Deutschland, F = Frankreich, I = Italien, E = Spanien, NL = Niederlande, B = Belgien, Lux = Luxemburg, AU = Österreich, P = Portugal, Fi = Finnland, Irl = Irland.

Quellen: OECD, Nationale Statistiken, eigene Berechnungen.

Abbildung 1



für zwei Teilgruppen, einer Kerngruppe von acht Ländern⁸ sowie einer zweiten Gruppe der drei Südländer⁹.

Der Vergleich der einzelnen Geldmengenaggregate zeigt, daß im Zeitraum seit 1992 die EWU-Geldmenge der Euro-11-Länder in der Abgrenzung M3 deutlich weniger schwankte als in der Abgrenzung M1. Auch hat sich das Wachstum der EWU-Geldmenge M1 seit 1992 in der Grundtendenz merklich beschleunigt, während das Wachstum der EWU-Geldmenge M3 im gleichen Zeitraum im Durchschnitt annähernd gleich blieb.

Die unterschiedliche Entwicklung der EWU-Geldmengen M1 und M3 läßt sich insbesondere durch Vermögensumschichtungen erklären, wie sie in Phasen sinkender Kapital- und Geldmarktzinsen auch an nationalen Finanzmärkten zu beobachten sind. Bei sinkenden Zinsen und sinkenden Zinsdifferenzen fallen die Opportunitätskosten der Geldhaltung, und es werden vergleichsweise mehr liquide Mittel gehalten. Würden sich geldpolitische Entscheidungen allein an der Entwicklung von M1 orientieren, müßten solche Umschichtungen zeitlich und quantitativ richtig antizipiert werden. Auch müßten unterschiedliche Reaktionen der Zentralbank trotz gleicher Datenlage der Öffentlichkeit vermittelbar sein. Da diese Probleme bei M3 nicht im gleichen Umfang auftreten, wäre von daher die EWU- oder Euro-Geldmenge in dieser Abgrenzung anders gefaßten Aggregaten vorzuziehen.

In den neunziger Jahren haben sich auch als Folge der Bemühungen um Erfüllung der Maastricht-Kriterien in den künftig der EWU angehörenden Ländern die Inflationsraten, die langfristigen Zinsen und, wenn auch in etwas geringerem Maße, die kurzfristigen Geldmarktzinsen deutlich angenähert. Ähnliches müßte eigentlich auch bei den Geldmengen zu beobachten sein. Abbildung 1 bestätigt die Vermutung nicht. Sie zeigt, daß sich das Wachstum von M1 in den „EWU-Kernländern“ (EWU-8) und den Südländern (EWU-3) zwar in der ersten Hälfte der neunziger Jahre mehr und mehr angleicht, daß es danach aber wieder auseinanderdriftete. Bei M3 waren die Unterschiede zwischen beiden Gruppen zwar weniger ausgeprägt, aber auch hier gab es in den letzten zwei Jahren offenbar wieder stärkere Divergenzen. Wahrscheinlich haben dabei Unterschiede in der konjunkturellen Entwicklung – am „aktuellen Rand“ darüber hinaus auch Probleme bei der Ermittlung der aggregierten Geldmenge – eine Rolle gespielt.

M1 = Bargeld und Sichteinlagen; M3 = M1 zuzüglich Termin- und Spareinlagen. M2 für Italien und Portugal; Basisdaten bewertet zu ECU-Leitkursen 1998, nicht saisonbereinigt, Vorjahresvergleiche.

Quellen: OECD, nationale Statistiken, eigene Berechnungen.

⁸ Deutschland, Frankreich, Belgien, Niederlande, Luxemburg, Irland, Österreich und Finnland.

⁹ Italien, Spanien und Portugal.

Ein längerfristiger Vergleich zeigt immerhin, daß sich offenbar zumindest gegenüber den achtziger Jahren Konvergenzfortschritte ergeben haben. Denn während bei M3 in den Südländern die Wachstumsraten Anfang der achtziger Jahre noch deutlich über 10% lagen, waren sie in den neunziger Jahren meist erheblich niedriger, wobei sich die Differenzen zum gewichteten Durchschnitt von zunächst bis zu 8 Prozentpunkten auf etwa zwei Prozentpunkte reduzierten.

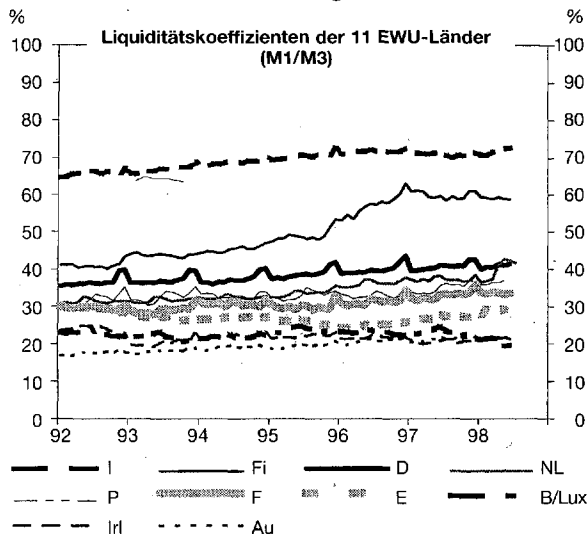
Aber auch in der Gruppe der „EWU-Kernländer“ gab es in den neunziger Jahren beachtliche Unterschiede in der Geldmengenentwicklung. Obwohl gerade Frankreich und Deutschland seit längerem geldpolitisch besonders eng zusammenarbeiten und die Repo-Sätze der jeweiligen Offenmarktgeschäfte der Zentralbanken schon seit Monaten praktisch identisch sind, gab es zeitweilig erhebliche Unterschiede im Geldmengenwachstum zwischen beiden Ländern. Auch nahmen die Wachstumsraten der italienischen Geldmenge zuletzt deutlich zu. Die Unterschiede in der Entwicklung zwischen diesen drei Ländern, die immerhin einen Anteil von etwa 70% an der gemeinschaftlichen EWU-Geldmenge M3 haben, ist möglicherweise auf internationale Kapitalbewegungen zurückzuführen, kann aber auch Begleiterscheinung einer zum Teil eher an Wechselkursen denn an Geldmengen orientierten Politik sein. Aber nicht nur zwischen diesen drei Ländern gibt es größere Unterschiede (siehe Tabelle).

Eignung als Zwischenziel zunächst eingeschränkt

Als Zwischenziel der Geldpolitik kommt der Geldmenge besondere Bedeutung zu. In der Anfangsphase der Währungsunion ist die Geldmenge, selbst wenn sie „richtig“ ermittelt wird, in dieser Funktion aber wohl überfordert. Denn die Eignung als Zwischenziel und als Basis einer Geldmengenstrategie setzt voraus, daß ein hinreichend stabiler Zusammenhang zwischen dem Nachfrageverhalten der Finanzmarktteilnehmer, das seinen Ausdruck in der Geldmenge findet, und der Preisentwicklung besteht¹⁰. Für Deutschland war dies in der Vergangenheit weitgehend der Fall, so daß die Bundesbank in ihrer Geldpolitik das Geldmengenkonzept bevorzugte. In anderen europäischen Ländern war der Zusammenhang zwischen Geldmengen- und Preisentwicklung dagegen nicht so eng. Insofern läßt sich noch kein eindeutiges Urteil über die Stabilität der Geldnachfrage im gesamten EWU-Raum fällen.

Ökonometrische Untersuchungen der Deutschen Bundesbank lassen zwar vermuten, daß die Geld-

Abbildung 2



Mit M2 für Italien und Portugal; Ursprungswerte nicht saisonbereinigt.
 Quellen: OECD und nationale Statistiken.

nachfrage im gesamten Euro-Raum in der Vergangenheit relativ stabil war; auch wies die Geldmenge danach einen Vorlauf gegenüber der Preisentwicklung auf. Als Geldmengenindikator diente bei den Untersuchungen die EWU-Geldmenge M3H, eine von der Bundesbank durch Aggregation nationaler Geldmengen ermittelte Größe, bei der bereits eine gewisse Harmonisierung vorgenommen wurde. Die EWU-Geldmenge M3H ist nach Ansicht der Bundesbank für die Übergangszeit bis zum Vorliegen einer offiziellen Euro-Geldmenge durchaus als Orientierungshilfe für die Geldpolitik geeignet¹¹. Alle bisherigen Studien zur Stabilität der Geldmenge im Euro-Raum basieren jedoch auf Hilfskonstruktionen, die von der tatsächlichen Euro-Geldmenge mehr oder weniger stark abweichen können. Insofern bleibt einige Unsicherheit.

Ein weiterer, nicht zu unterschätzender Unsicherheitsfaktor ergibt sich daraus, daß noch nicht absehbar ist, inwieweit sich die Finanzstrukturen und das Verhalten der Marktteilnehmer durch den Übergang zur Währungsunion 1999 noch verändern werden. Betrachtet man die übliche Liquiditätshaltung der Wirtschaftssubjekte, die gewöhnlich an der Relation zwischen den nationalen Geldmengen M1 und M3 gemessen wird (Abbildung 2), so fällt auf, daß hier noch erhebliche Unterschiede zwischen den EWU-Ländern

¹⁰ Vgl.: H.-J. Jarchow: Theorie und Politik des Geldes, Bd. II, Göttingen, 2. Aufl. 1976, S. 179 f.; M.J.M. Neumann: Zwischenziele und Indikatoren der Geldpolitik, in: K. Brunner u.a. (Hrsg.): Geldtheorie, Köln 1974, S. 360.

¹¹ Deutsche Bundesbank: Monatsbericht August 1998, S. 27.

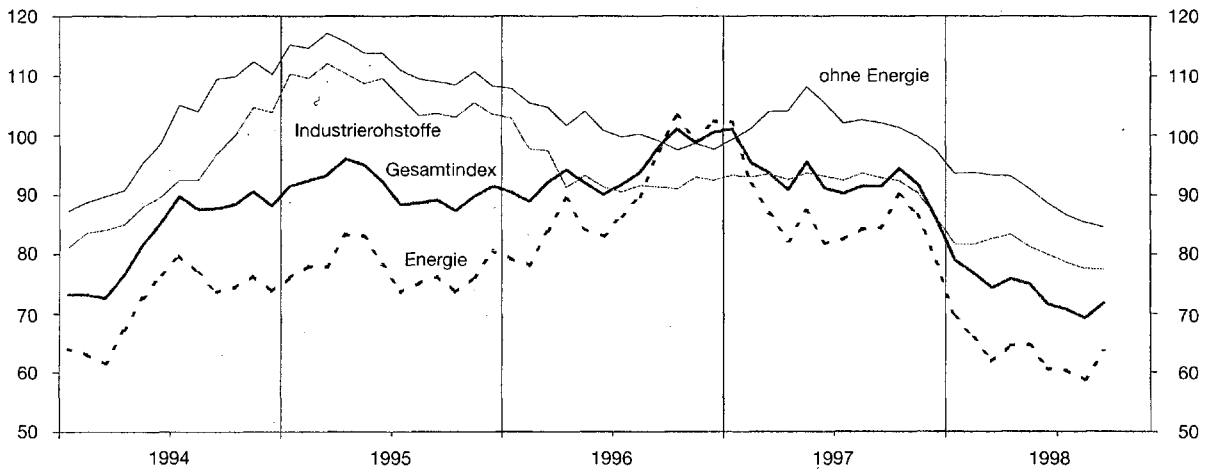
bestehen. In den meisten der elf Mitgliedsländer werden 20 bis 40% der bankstatistischen Vermögenswerte in hoch liquider Form gehalten. In Italien und Finnland sind die Liquiditätskoeffizienten jedoch noch deutlich höher. In Italien mag diese Abweichung zum Teil damit zusammenhängen, daß statt M3 nur die vergleichsweise kleinere Geldmenge M2 zur Verfügung steht. Gleichwohl kann auch eine ineffiziente Versorgung der Privatwirtschaft mit Krediten oder eine ineffiziente Zahlungsabwicklung eine Rolle spielen. Ähnliches ist wohl für Finnland zu vermuten.

Aber auch Unterschiede in der Liquiditätshaltung zwischen 20% (etwa für Österreich und Irland) und 40% (Deutschland, Frankreich, Niederlande, Portugal), wie sie in den übrigen EWU-Ländern noch bestehen, lassen auf Strukturunterschiede mit geldpolitischer Bedeutung schließen. Eine niedrige Liquiditätshaltung basiert möglicherweise auf fortge-

schrittener Ökonomisierung der Geldhaltung durch verstärkten Kredit- und Geldkartengebrauch.

Angesichts der immer noch bestehenden Unterschiede in der Struktur der Finanzmärkte im Euro-Raum, der nur schwer abzuschätzenden Auswirkungen der Harmonisierung geldpolitischer Instrumente und Institutionen sowie der nach Beginn der Währungsunion zu erwartenden Anpassungsprozesse spricht vieles dafür, daß die Geldnachfrage noch einige Zeit ein nicht unbeträchtliches Maß an Instabilität aufweisen wird. Die Geldpolitik wird deshalb zunächst einen pragmatischen Kurs fahren. Auch dazu bedarf es aber rasch verlässlicher statistischer Daten für die Euro-Geldmengen in verschiedener Abgrenzung, denn in dem Katalog monetärer Indikatoren, auf den sich die Geldpolitik bei ihren Entscheidungen stützen wird, wird die Geldmenge nach Aussage der EZB auf jeden Fall an prominenter Stelle stehen.

HWWA-Index der Weltmarktpreise für Rohstoffe



1990 = 100, auf US-Dollar-Basis.

HWWA-Index mit Untergruppen ^a	1997	März 98	April 98	Mai 98	Juni 98	Juli 98	Aug. 98	Sep. 98
Gesamtindex	92,7 (-1,7)	74,3 (-20,6)	75,8 (-16,5)	75,0 (-21,5)	71,6 (-21,4)	70,7 (-21,6)	69,2 (-24,3)	71,8 (-21,5)
Gesamtindex, ohne Energie	102,3 (0,8)	93,4 (-10,3)	93,2 (-10,5)	91,0 (-15,8)	88,6 (-15,9)	86,7 (-15,1)	85,3 (-16,8)	84,6 (-17,2)
Nahrungs- und Genußmittel	132,0 (12,5)	125,4 (-7,3)	122,4 (-11,5)	120,2 (-20,4)	114,4 (-19,2)	110,6 (-15,2)	108,5 (-16,0)	105,6 (-18,3)
Industrierohstoffe	92,3 (-1,5)	82,6 (-11,7)	83,3 (-10,0)	81,2 (-13,3)	79,9 (-14,2)	78,6 (-15,0)	77,6 (-17,2)	77,5 (-16,6)
Agrarische Rohstoffe	92,6 (-3,5)	82,9 (-10,8)	83,9 (-9,8)	81,7 (-11,8)	81,3 (-11,8)	79,0 (-13,6)	78,1 (-15,9)	77,9 (-17,3)
NE-Metalle	89,8 (2,0)	75,3 (-19,6)	76,0 (-15,8)	73,1 (-22,5)	69,8 (-25,3)	69,7 (-24,8)	69,0 (-26,4)	69,8 (-21,5)
Energierohstoffe	86,5 (-3,5)	61,9 (-28,7)	64,5 (-21,5)	64,6 (-26,0)	60,6 (-25,9)	60,3 (-26,9)	58,7 (-30,3)	63,4 (-24,9)

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

Für Nachfragen: Tel. 040/3562-316/320