

Tober, Silke

Article

Europäische Geldpolitik: Expansionskurs beibehalten

DIW Wochenbericht

Provided in Cooperation with:

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

Suggested Citation: Tober, Silke (2002) : Europäische Geldpolitik: Expansionskurs beibehalten, DIW Wochenbericht, ISSN 1860-8787, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin, Vol. 69, Iss. 12, pp. 205-210

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/151129>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Europäische Geldpolitik: Expansionskurs beibehalten

Nachdem die Europäische Zentralbank (EZB) nur verhalten auf den weltweiten synchronen Abschwung reagiert hat, sind mit der sich abzeichnenden Belebung der wirtschaftlichen Aktivität im Euroraum weitere Zinssenkungen unwahrscheinlich geworden. An den Finanzmärkten werden bereits Zinserhöhungen erwartet. Damit droht die Wiederholung eines Musters aus der Vergangenheit: Mehrmals wurde ein gerade in Fahrt gekommener Aufschwung durch eine frühzeitige Straffung des geldpolitischen Kurses wieder abgebremst und so eine deutliche Besserung der Arbeitsmarktlage durch mehr Wachstum verhindert. Diese negativen Erfahrungen sollten die EZB veranlassen, ihren derzeit expansiven geldpolitischen Kurs beizubehalten. Voraussetzung ist allerdings, dass die Tarifparteien im Euroraum ihren Kurs moderater Lohnzuwächse ebenfalls fortsetzen.

Silke Tober
(stober@diw.de)

Geldpolitik reagierte verhalten

Nach Zinssenkungen um insgesamt anderthalb Prozentpunkte im vergangenen Jahr hat die Europäische Zentralbank die Leitzinsen seit November unverändert gelassen (Abbildung 1). Die kurzfristigen Zinsen liegen mit real 1 % um knapp zwei Prozentpunkte unter dem langjährigen Durchschnitt¹ und auch unter dem Trend des realen Wirtschaftswachstums im Euroraum. Sie dürften daher anregend auf die konjunkturelle Entwicklung wirken. Auch die übrigen Zinsen im Euroraum sind, wenn auch unter Schwankungen, vom vierten Quartal 2000 – als sich bereits eine Abkühlung der zuvor kräftigen wirtschaftlichen Entwicklung abzeichnete – bis zum vierten Quartal 2001 gesunken. So gaben die Zinsen für Kredite an Unternehmen mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr um 0,8 Prozentpunkte nach, und die Rendite für zehnjährige Staatsanleihen sank um einen halben Prozentpunkt (Abbildung 2).

Nach einem Anstieg zur Jahreswende lag diese Rendite zuletzt mit real 3,5 % nur wenig unter dem Durchschnittswert der vergangenen 25 Jahre. Dies bedeutet allerdings nicht, dass die Lockerung der Geldpolitik keine expansive Wirkung erzielt hätte. Die geringe Abweichung des aktuellen Realzinses von seinem langfristigen Durchschnitt ist ein Indiz für eine nur geringe geldpolitische Lockerung und für die Erwartung, dass die derzeitige weltweite konjunkturelle Schwäche nur kurz dauere, also bald überwunden werde.

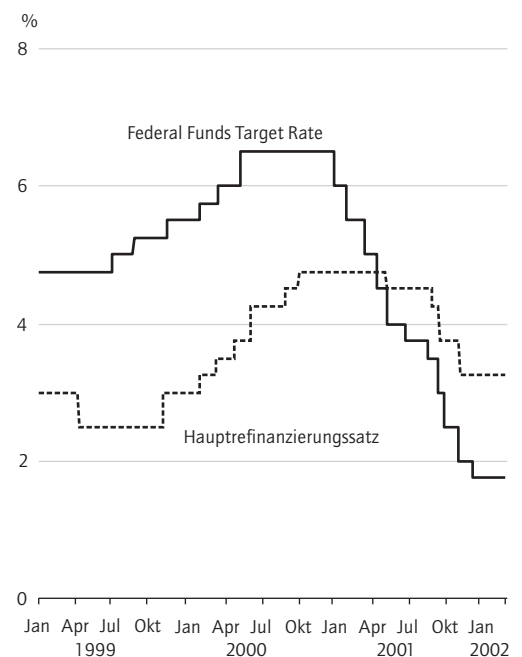
Auch die erheblich größer gewordene Spanne zwischen den langfristigen und den kurzfristigen Zinsen deutet auf einen expansiven Kurs der Geldpolitik hin – sie hat von 0,3 Prozentpunkten im vierten Quartal 2000 auf gegenwärtig 1,7 Prozentpunkte zugenommen. Diese Entwicklung spiegelt die Er-

Zinsen wirken anregend auf
Konjunktur

Abbildung 1

EZB-Hauptrefinanzierungssatz¹ und Federal Funds Target Rate

Januar 1999 bis Februar 2002



¹ Der entscheidende Leitzins ist der Zins, der den Hauptrefinanzierungsgeschäften zugrunde liegt. Seit die EZB im Juni 2000 vom Mengentendervfahren zum Zinstendervfahren übergegangen ist, heißt er Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte; zuvor hieß er Hauptrefinanzierungssatz.

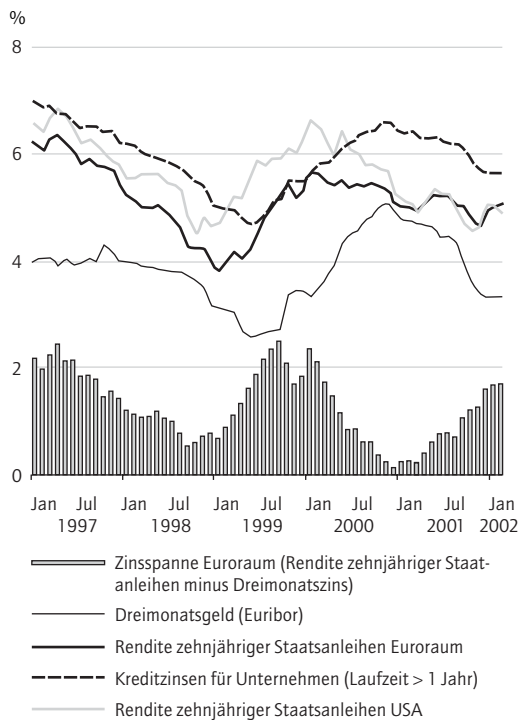
Quellen: Europäische Zentralbank; Federal Reserve System.

DIW Berlin 2002

¹ Vgl. Geldpolitik in besonderer Verantwortung für den Aufschwung. Bearb.: Silke Tober. In: Wochenbericht des DIW, Nr. 47/2000, Tabelle 1 auf S. 802. Für den Vergleich der Realzinsen mit langjährigen Durchschnittswerten werden hier nicht die aggregierten Durchschnitte der Länder des heutigen Euroraums verwendet, da diese Verzerrungen durch Risikoprämien und Wechselkurerwartungen enthalten, sondern die für Deutschland und als zusätzliche Orientierungsgröße jene für die USA.

Abbildung 2

Ausgewählte Zinssätze und Renditen Januar 1997 bis Februar 2002¹



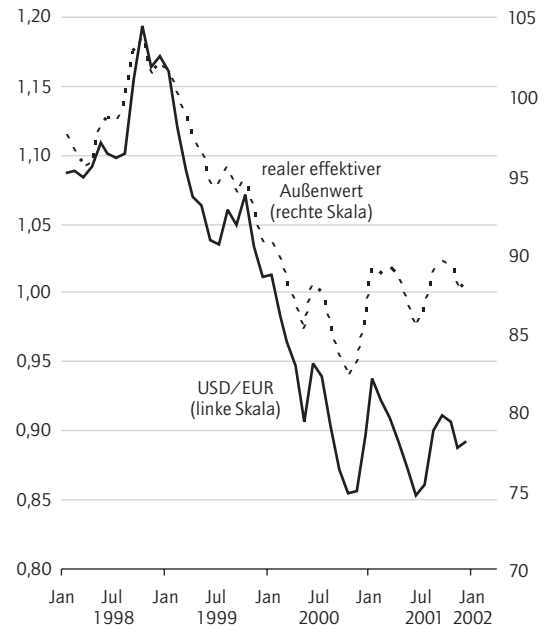
¹ Kreditzinsen nur bis Januar 2002.

Quellen: Europäische Zentralbank; Federal Reserve System.

DIW Berlin 2002

Abbildung 3

Wechselkurs zwischen US-Dollar/Euro¹ und realer effektiver Außenwert des Euro² Januar 1998 bis Februar 2002



¹ Vor 1998 Wechselkurs zwischen US-Dollar und ECU.

² Gegenüber einem weiten Länderkreis, auf Basis der Verbraucherpreise.

Quelle: Europäische Zentralbank.

DIW Berlin 2002

wartung künftig steigender kurzfristiger Zinsen wider; doch nicht, weil die Marktteilnehmer eine höhere Inflation erwarten, sondern vielmehr eine kräftigere realwirtschaftliche Entwicklung. So deuten die Prognosen internationaler Organisationen ebenso wenig auf steigende Inflationsraten im Euroraum hin wie die indexierten französischen Staatspapiere² – sie decken sich etwa mit dem mittelfristigen Inflationsziel der EZB in Höhe von 1,5 % (Tabelle 1 und Abbildung 6).

Niemand würde allen Ernstes die Geldpolitik der EZB gegenwärtig als restriktiv bezeichnen. Daraus folgt jedoch nicht, dass sie angemessen auf die sich im vergangenen Jahr entfaltende weltwirtschaftliche Stagnation reagiert hat. Wie an anderer Stelle dargelegt, deutet einiges darauf hin, dass die EZB eine eher restriktive Grundhaltung hat. Dies führte dazu, dass sie auf die Signale der wirtschaftlichen Abschwächung im Euroraum nur zögerlich und schwach reagierte.³ Sowohl die US-amerikanische Federal Reserve als auch die Bank of England reagierten stärker. Die Fed senkte die Zinsen um insgesamt 4,75 Prozentpunkte (Abbildung 1), obwohl die wirtschaftliche Abschwächung dort in einer Phase

der Überauslastung der Produktionskapazitäten einsetzte, während im Euroraum die Kapazitäten noch unterausgelastet gewesen sein dürften.⁴ Die britische Zentralbank senkte die Zinsen um immerhin 2 Prozentpunkte, obwohl sich die Wachstumsaussichten in Großbritannien nur wenig verschlechtert hatten.

² Aus der Kursdifferenz zwischen den französischen indexierten Bonds und den entsprechenden nichtindexierten Bonds ergibt sich die so genannte Break-even-Inflationsrate, die als grobe Widerspiegelung der Inflationserwartungen der Marktteilnehmer interpretiert werden kann. Allerdings dürften in der Kursdifferenz auch verschiedene Prämien enthalten sein, die eine Verzerrung der so ermittelten Erwartungen nach oben (Prämie für die Unsicherheit der Inflationserwartungen) und nach unten (höhere Liquidität des Marktes für nichtindexierte Titel) bewirken. Die hier ausgewiesene Break-even-Inflationsrate basiert auf dem französischen Index der Verbraucherpreise ohne Tabak. Seit wenigen Monaten existiert ein ähnlicher Bond auf Basis des HVPI des Euroraums; vgl. EZB, Monatsbericht Februar 2002, S. 16 ff.

³ Siehe beispielsweise Grundlinien der Wirtschaftsentwicklung 2002/2003. In: Wochenbericht des DIW Berlin, Nr. 1-2/2002, S. 35 ff.

⁴ Der Internationale Währungsfonds bezifferte die Produktionslücke (Bruttoinlandsprodukt minus Produktionspotential in Prozent des Produktionspotentials) der USA für die Jahre 2000 und 2001 auf 1,4 % bzw. -0,8 %, für das Vereinigte Königreich auf 0,1 % und 0,0 %. Für den Euroraum kommt man auf Grundlage der vom IMF veröffentlichten Länderdaten für die Jahre 2000 und 2001 auf eine Produktionslücke in Höhe von 0 bzw. -0,8 %. International Monetary Fund WEO Database, Dezember 2001. Ähnliche Größenordnungen finden sich im Economic Outlook der OECD (Dezember 2001).

Weiterhin eher restriktive Grundhaltung der EZB

Produktionspotential unausgeschöpft

Eine Messlatte zur Beurteilung der Geldpolitik ist die so genannte Taylor-Regel (siehe Kasten).⁵ Diese Anfang der 90er Jahre von dem US-amerikanischen Ökonomen John B. Taylor entwickelte geldpolitische Regel liefert eine grobe Orientierung für die Einschätzung des kurzfristigen Zinssatzes in Abhängigkeit von der Inflationsrate und der Produktionslücke. Grob gefasst entspricht sie etwa der geldpolitischen Strategie des Inflation-Targeting und damit der tatsächlichen Geldpolitik stabilitätsorientierter Zentralbanken.⁶ Aber auch diese Regel bzw. geldpolitische Strategie ist nicht in der Lage, ein entscheidendes Problem der Geldpolitik zu lösen: das mangelnde Wissen darüber, wie stark die Wirtschaft wachsen kann, ohne dass es zu einer Überbeanspruchung der Ressourcen kommt und dadurch eine Lohn-Preis-Spirale, sprich stärkere Inflation, ausgelöst wird.⁷ Die Schwierigkeit besteht darin, die Produktionslücke, also die Abweichung zwischen aktuellem und poten- tiellem Bruttoinlandsprodukt, zu quantifizieren.

Neben Problemen bei der Messung des Kapitalstocks und der Abschätzung des künftigen Produktivitätswachstums infolge technischer Neuerungen muss auch die Höhe des Erwerbspersonenpotentials ermittelt werden. Dies impliziert, dass die Höhe der gleichgewichtigen Arbeitslosigkeit bestimmt werden kann. Liegt die gegenwärtige Arbeitslosigkeit über der gleichgewichtigen, so kann das Wachstum durch die Absorption eines Teils der Arbeitslosen zusätzlich gesteigert werden. Es dürfte sich bei den 11,5 Mill. Arbeitslosen im Euroraum nur zum Teil um „strukturell“ Arbeitslose handeln, die nur durch Strukturreformen aus der Arbeitslosigkeit herausgeholt werden können. Durch günstige Absatzerwartungen, welche die Arbeitsnachfrage steigern, kann ein weiterer Teil der Arbeitslosen, der nur scheinbar strukturell ist, in den Wirtschaftsprozess integriert werden.

Zweifellos sollten die Bedingungen verbessert werden, so dass diejenigen, die Arbeitsplätze suchen, und diejenigen, die neue Mitarbeiter suchen, zueinander finden. Auch die staatliche Unterstützung der Bildung, Weiterbildung und Qualifizierung ist in diesem Zusammenhang weiterhin gefordert. Ganz entscheidend ist aber, dass von den wirtschaftspolitisch Verantwortlichen die makroökonomischen Rahmenbedingungen für ein hohes Wachstum geschaffen werden. Hier ist insbesondere die Europäische Zentralbank gefordert.⁸ Bei einer Beschäftigungselastizität im Euroraum von rund 0,5 %⁹ könnte das Bruttoinlandsprodukt sechs Jahre lang um ein Prozent stärker wachsen als in der Vergangenheit, wenn die gleichgewichtige Arbeitslosenquote – die mit Preisniveaustabilität zu vereinbarenden Arbeitslosenquote – z. B. bei 6 % läge und die

tatsächliche Arbeitslosenquote (8,5 %) auf dieses Niveau reduziert würde.¹⁰ Die Entwicklung in den USA ist in diesem Zusammenhang lehrreich. Wurde zu Beginn der 90er Jahre noch von einer gleichgewichtigen Arbeitslosenquote (NAIRU)¹⁰ in Höhe von 6 % ausgegangen, so nährte sich infolge anhaltender Lohnmoderation der Verdacht, dass sie gesunken sein könnte – die Fed bremste das hohe Wachstum nicht und ermöglichte so nicht nur einen erheblichen Beschäftigungsaufbau, sondern auch jahrelange Haushaltsüberschüsse und einen entsprechenden Abbau der Staatsverschuldung.

Expansionsgrad beibehalten

Gegenwärtig ist die Geldpolitik expansiv, was angesichts der negativen Produktionslücke allgemein begrüßt wird. Die ungewöhnlich starke Expansion der Geldmenge M3 in jüngster Zeit verdeutlicht dabei einmal mehr, dass die Geldmengenentwicklung, selbst wenn eine langfristig stabile Beziehung zwischen Geldmenge und Preisniveau besteht, nur ein Indikator unter vielen für eine stabilitätsorientierte Zentralbank sein kann.¹¹ Die seit Oktober vergangenen Jahres hohen Zuwachsraten der Geldmenge M3 dürften primär auf Portfolioumschichtungen zugunsten kurzfristiger, in M3 enthaltener Anlagefor-

⁵ Vgl. John Taylor: Discretion Versus Policy Rules in Practice. Carnegie-Rochester Series on Public Policy, North-Holland, 39/1993, S. 195–214; J. B. Taylor: The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by the European Central Bank. Journal of Monetary Economics, 43/1999, S. 655–679.

⁶ Vgl. M. Artis, P. Mizen und Z. Kontolemis: Inflation Targeting: What Can the ECB Learn From the Recent Experience of the Bank of England? In: The Economic Journal, 108, November 1998.

⁷ Dies gilt auch für eine Geldmengenregel, da die Ableitung des Geldmengenziels die Vorgabe des Potentialwachstums der Wirtschaft erfordert und die Berechnungen dieses mit erheblichen Unsicherheiten behaftet ist. Entsprechend sind die Unterschiede zwischen den beiden geldpolitischen Regeln nicht so groß, wie man auf den ersten Blick meinen könnte, und in der Realität reduziert sich der Unterschied auf den Grad der Transparenz der Geldpolitik; siehe hierzu L. E. O. Svensson: Monetary Policy Issues for the Eurosystem. Seminar Paper, No. 667/1999, Institute for International Economic Studies, Stockholm University, S. 11; C. Schumacher und S. Tober: Unzureichende Indikatoreigenschaften der Geldmenge: Konsequenzen für die geldpolitische Strategie der EZB. IWH, Forschungsberichte 9/1999.

⁸ Dagegen obliegt es dem Staat, über die Zusammensetzung der öffentlichen Ausgaben – insbesondere durch die Förderung von Infrastruktur und Bildung – günstige Bedingungen für die Entfaltung wirtschaftlicher Aktivitäten zu schaffen.

⁹ Die Beschäftigungselastizität ist definiert als Verhältnis der Veränderung des Arbeitsvolumens zur Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts.

Vgl. C. Logeay und J. Volz: Unterbeschäftigung im Euroraum: Unzureichendes Wachstum bleibt das Kernproblem. WSI-Mitteilungen, 9/2000, S. 558.

¹⁰ Unterstellt ist dabei, dass sich die Arbeitslosenzahl und die Zahl der Erwerbstätigen spiegelbildlich entwickeln und die durchschnittliche Arbeitszeit konstant bleibt.

¹¹ Non-Accelerating-Inflation Rate of Unemployment; siehe beispielsweise R. Layard, S. Nickell und R. Jackman: Unemployment. Macroeconomic Performance and the Labour Market. Oxford/New York 1991, S. 11 ff.

¹¹ Bezeichnend ist in diesem Zusammenhang eine Einschätzung des deutschen Verfechters der Geldmengenregel par excellence, M. J. M. Neumann, aus dem vergangenen Jahr: „The drastic cut of M1 growth is worrisome, given the strong correlation between swings in M1 growth and swings in the growth rate of the economy that historical data suggests. However, the correlation must not be overemphasized because it is not obvious that the observed statistical relation continues to hold under the conditions of EMU.“ M. J. M. von Neumann, EMU Monitor, June 2001, S. 8–9.

Kasten

Taylor-Zins als Orientierungsgröße?

Der Taylor-Zins errechnet sich als Summe aus dem gleichgewichtigen Realzins (r) und der Inflationsrate (π), korrigiert um die gewichtete Abweichung des Bruttoinlandsproduktes (y) vom Produktionspotential (y^*) einerseits und die der aktuellen Inflationsrate (π) von der Zielinflationsrate der Zentralbank (π^*) andererseits.

$$\text{Taylor-Zins} = r + \pi + 0,5 (y - y^*) + 0,5 (\pi - \pi^*)$$

Obwohl die Geldpolitik die *künftige* Inflationsrate beeinflussen will, ist es sinnvoll, die *aktuelle* Produktionslücke und *aktuelle* Inflationsrate zu berücksichtigen. Die künftige Inflationsrate hängt insofern von der aktuellen ab, als es eine gewisse Trägheit bei der Preisanpassung – nicht zuletzt wegen der Existenz von ein- bzw. zweijährigen Lohnverträgen – gibt. Einen Zusammenhang zwischen der künftigen Inflationsentwicklung und der aktuellen Produktionslücke (Abweichung des Bruttoinlandsprodukts vom Produktionspotential) besteht, da Letztere die Arbeitslosenquote beeinflusst und damit auch die Höhe der Lohnabschlüsse. Da die Löhne gesamtwirtschaftlich der entscheidende Kostenfaktor der Unternehmen sind, schlagen sie sich in den Preisen und damit in der künftigen Inflationsentwicklung nieder. Dabei schwankt die Gewinnspanne mit dem Auslastungsgrad der Wirtschaft, so dass ein weiterer Zusammenhang zwischen Produktionslücke und Inflation existiert. Bei einer hohen Auslastung beispielsweise steigen die Gewinnspannen tendenziell und damit auch die Preise. Es wird hier an der von Taylor vorgeschlagenen Gewichtung von 0,5 für die Produktionslücke und für die Abweichung der tatsächlichen Inflationsrate von der Zielinflationsrate festgehalten.¹ Dem Erfordernis, dass die Geldpolitik vorausschauend agieren muss, wird im Folgenden zudem dadurch Rechnung getragen, dass bei der Ermittlung des Taylor-Zinses die für dieses Jahr erwarteten Werte für den Preisanstieg und die Produktionslücke eingesetzt werden.

Die Taylor-Regel kann ebenso wenig mechanisch angewandt werden wie andere geldpolitische Regeln, da die Bestimmung der Höhe der einzelnen Komponenten keine Frage der reinen Statistik ist, sondern erhebliches Wissen und Urteilsvermögen erfordert und keineswegs eindeutig ist. Zur Bestimmung des gleichgewichtigen Realzinses könnte man beispielsweise einen langjährigen Durchschnittswert wählen. Hier würde sich der entsprechende Wert für Deutschland anbieten.² Nimmt man als Referenzperiode den Zeitraum 1960 bis 2001 – wie beispielsweise die Bundesbank –,³ so beträgt der durchschnittliche Realzins 2,85 %. Damit liegt er merklich über dem durchschnittlichen Wirtschaftswachstum in diesem Zeitraum, so dass es fraglich ist, ob es sich hierbei um einen Gleichgewichtszins handeln kann. Dies gilt umso mehr, als es sich beim Taylor-Zins um den kurzfristigen Zins handelt und nicht um den für die Finanzierung der Produktion entscheidenden längerfristigen Zins, der deutlich höher liegt. Sinnvoller erscheint es daher, wie es Taylor selbst tut, eine längerfristige Trend-Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts als Grundlage für den gleichgewichtigen Realzins heranzuziehen, wodurch man für den Euroraum auf einen Wert von 2,4 % für den langfristigen und entsprechend rund 2 % für den kurzfristigen Zins kommt.⁴ Von dem durch Hinzuziehen der erwarteten Inflationsrate 2002 (1,7 %) erhaltenen Gleichgewichtszins in Höhe von 3,7 % wäre die für 2002 zu erwartende Produktionslücke in Höhe von 2 % (gewichtet mit dem Faktor 0,5) abzuziehen. Zu addieren wäre die für 2002 erwartete Abweichung der aktuellen Inflationsrate (Tabelle) von der Zielinflationsrate (ebenfalls gewichtet mit dem Faktor 0,5). Dabei hängt die Quantifizierung der Produktionslücke an dem zur Bestimmung des Produktionspotentials verwendeten Verfahren und ist keineswegs eindeutig. Auch die ak-

Tabelle

Prognosen des Verbraucherpreisanstiegs und des Bruttoinlandsprodukts für den Euroraum 2002 und 2003

| | Inflation ¹ | | Bruttoinlandsprodukt | |
|---|------------------------|------|----------------------|------|
| | 2002 | 2003 | 2002 | 2003 |
| The Economist Survey of Forecasters (März 2002) | 1,6 | 1,6 | 1,2 | 2,8 |
| EZB Survey Professional Forecasters (Februar 2002) | 1,7 | 1,8 | 1,3 | 2,5 |
| EZB Staff Projektionen (Dezember 2001) ² | 1,6 | 1,5 | 1,2 | 2,5 |
| DIW Berlin (Dezember 2001) | 1,7 | 1,5 | 1,1 | 2,5 |
| IMF (Dezember 2001) | 1,4 | – | 1,2 | – |

¹ Veränderung des Verbraucherpreisindex (HVPI).

² Mittelwerte der angegebenen Spanne.

Quellen: The Economist; EZB; IMF; OECD; DIW Berlin.

DIW Berlin 2002

tuelle Produktionslücke in Höhe von 2 % (gewichtet mit dem Faktor 0,5) abzuziehen. Zu addieren wäre die für 2002 erwartete Abweichung der aktuellen Inflationsrate (Tabelle) von der Zielinflationsrate (ebenfalls gewichtet mit dem Faktor 0,5). Dabei hängt die Quantifizierung der Produktionslücke an dem zur Bestimmung des Produktionspotentials verwendeten Verfahren und ist keineswegs eindeutig. Auch die ak-

¹ In jüngerer Zeit schlagen Ökonomen, darunter Taylor selbst, vor, der Produktionslücke ein höheres Gewicht (z. B. von 1) zu geben. Sie erwarten davon eine höhere Stabilität der wirtschaftlichen Entwicklung; vgl. J. B. Taylor (1999): A Historical Analysis of Monetary Policy Rules. In: Monetary Policy Rules, hrsg. von J. B. Taylor, S. 325 und 337.

² Vgl.: Geldpolitik in besonderer Verantwortung für den Aufschwung, a. a. O.; Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 1999, Tabelle 3.1. In: Wochenbericht des DIW, Nr. 43/99.

³ Realzinsen: Entwicklung und Determinanten. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Juli 2001, S. 42. In einem früheren Monatsbericht wurde der gleichgewichtige Realzins sogar mit 3,4 % angegeben (1. Quartal 1979 bis 4. Quartal 1998); vgl. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, April 1999, S. 52.

⁴ Durchschnittliches Wachstum im Euroraum von 1983 bis 2001. Berechnet nach Angaben des Internationalen Währungsfonds; vgl. International Monetary Fund, World Economic Outlook, December 2001, Table 1, S. 70.

tuelle Inflationsrate lässt sich nicht ohne weiteres aus der Statistik ablesen – die direkten Preiseffekte von Angebotsschocks sollten beispielsweise herausgerechnet werden, da sie keine geldpolitische Reaktion erfordern.⁵ Die Zielinflationsrate der EZB lässt sich zwar aus dem Referenzwert der EZB für das Geldmengenwachstum ableiten;⁶ zu den so berechneten 1,5 % hat sich die EZB bisher allerdings nicht explizit bekannt.⁷ Mit allen Einschränkungen läge der hier berechnete Zins bei 2,8 ($= 2 + 1,7 - 1 + 0,1$) und damit unter dem aktuellen Hauptrefinanzierungssatz in Höhe von 3,25 %.⁸

5 Abrupte Veränderungen der Ölpreise sowie Veränderungen der indirekten Steuersätze sind Beispiele für derartige Angebotsschocks.

6 Die Europäische Zentralbank gibt für zwei der drei Raten, die dem Referenzwert für das Geldmengenwachstum zugrunde liegen, Spannen an; für den Preisniveaustieg wird die Definition der EZB für Preisniveaustabilität angegeben: höchstens 2 %. Nimmt man bei den zwei Spannen (2 bis 2½ % bei dem trendmäßigen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts und ½ % bis 1 % bei dem Zuschlag für die trendmäßige Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit) jeweils den Mittelwert, so bleibt bei einem Referenzwert von 4,5 % für den Preisanstieg 1½ %, und dies

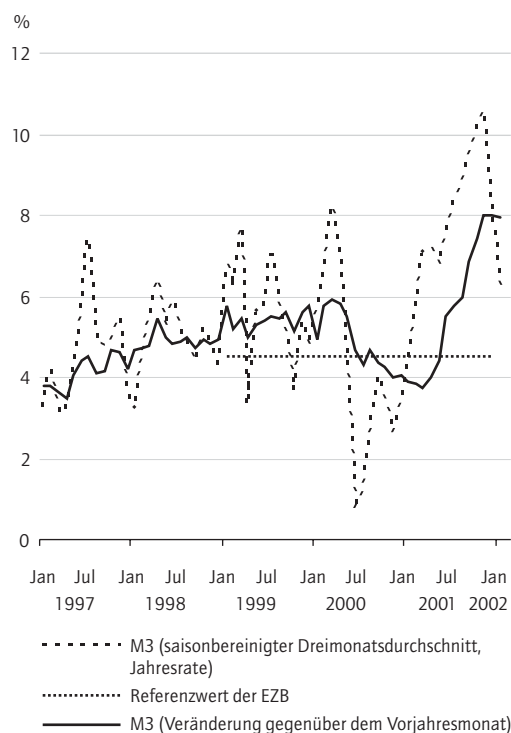
kann als implizites Inflationsziel interpretiert werden. Zum Referenzwert siehe EZB, Monatsbericht Dezember 1999, S. 10 f.

7 Plausibel, wenn auch etwas weniger stichhaltig, lassen sich auch die Werte 1 % und 2 % für die Zielinflationsrate herleiten.

8 Ginge die Produktivitätslücke mit einem Gewicht von 1 in die Rechnung ein (siehe Fußnote 1 in diesem Kasten), so ergäbe sich ein Taylor-Zins von knapp 2 %. Würde man statt der erwarteten die aktuelle Inflationsrate (2,4 %) zugrunde legen, ergäbe sich für den Taylor-Zins je nach der Gewichtung der Produktionslücke ein Wert von 3,85 % bzw. 2,85 %.

Abbildung 4

Entwicklung der Geldmenge M3 im Euroraum Januar 1997 bis Januar 2002



Quellen: Europäische Zentralbank;
Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2002

Portfoliumschichtungen
verstärken M3-Wachstum

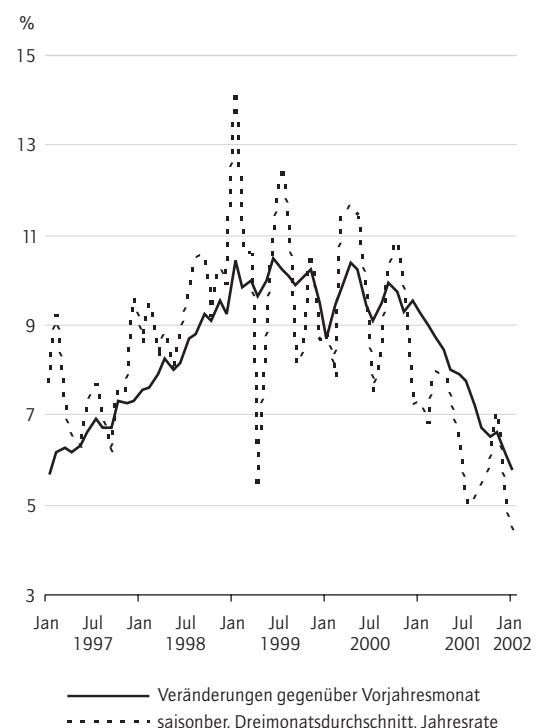
men zurückzuführen sein und begründen daher keinen geldpolitischen Handlungsbedarf. Die Kreditentwicklung ist weiterhin verhalten: Im Durchschnitt der vergangenen drei Monate erhöhten sich die Buchkredite an Private, saisonbereinigt und auf Jahresrate hochgerechnet, nur um 4,4 %.

In den kommenden Monaten wird sich der Anstieg der Verbraucherpreise weiter verringern und noch

bis zur Jahresmitte deutlich unter 2 % fallen. Ausschlaggebend hierfür ist eine geringe laufende Dynamik der Inflationsentwicklung, die sich in dem nur verhaltenen Anstieg der Produzentenpreise (ohne Baugewerbe und ohne Industrie) widerspiegelt und die durch die moderate Lohnentwicklung gestützt wird. Die Preisschübe der Vergangenheit werden zunehmend aus der Berechnung herausfal-

Abbildung 5

Entwicklung der Buchkredite an Private im Euroraum Januar 1997 bis Januar 2002



Quellen: Europäische Zentralbank;
Berechnungen des DIW Berlin.

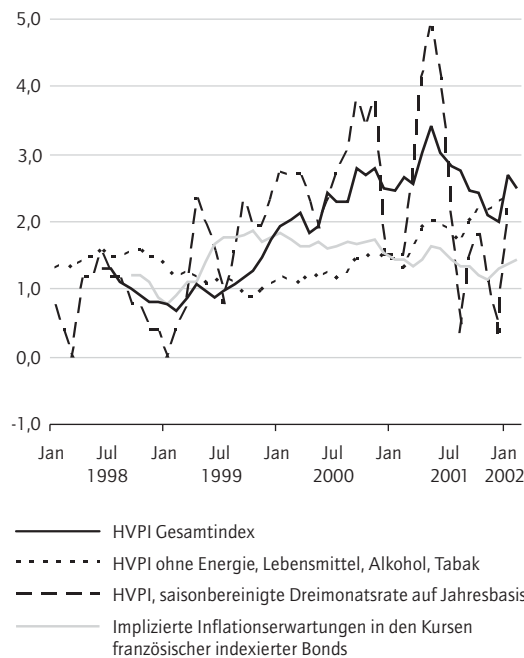
DIW Berlin 2002

Abbildung 6

Harmonisierter Verbraucherpreisindex und Inflationserwartungen im Euroraum

Januar 1998 bis Januar 2002

Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %



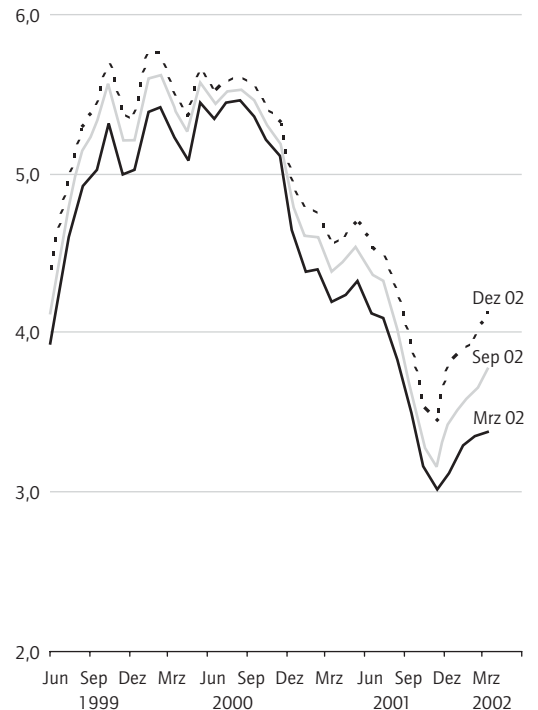
Quellen: Eurostat; Agence France Trésor; Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2002

Abbildung 7

Implizite Zinserwartungen in den Terminkontrakten für den Dreimonats-Euribor

Januar 1999 bis März 2002



Quellen: LIFFE; DRI-WEFA; Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2002

len bzw. sich – etwa im Bereich der unverarbeiteten Nahrungsmittel – zurückbilden. Es ist damit zu rechnen, dass der Anstieg des HVPI in diesem Jahr mit 1,7% deutlich unter dem Vorjahresniveau liegen wird.¹² Diese Rate ist infolge eines statistischen Überhangs höher als die laufende Rate, so dass sich im kommenden Jahr trotz leicht vergrößerter Preisspielräume der Unternehmen die Vorjahresrate weiter, auf 1,5%, verringern dürfte.

Vor diesem Hintergrund sollte die EZB den gegenwärtigen Expansionsgrad der Geldpolitik beibehalten. Eine Geldpolitik, die auf ein hohes und stetiges Wachstum zielt, kann dadurch den Zuwachs des Produktionspotentials positiv beeinflussen. Insbesondere kann so die Erhöhung der Sockelarbeits-

losigkeit verhindert werden, und es kann die existierende, vermeintlich strukturelle Arbeitslosigkeit verringert werden. Eine durch gute Beschäftigungsmöglichkeiten steigende Erwerbsbeteiligungsquote verleiht dem Produktionspotential sodann einen zusätzlichen Schub. Voraussetzung für diesen positiven und sich selbst verstärkenden Mechanismus ist eine moderate Lohnentwicklung. Hierauf kann nicht oft genug – auch von Seiten der EZB – hingewiesen werden. Allerdings sollte die EZB auch klarstellen, dass sie bereit ist, Lohnmoderation zu honorieren, indem sie geldpolitisch expansiv wirkt und so den Aufbau von Beschäftigung begünstigt.

¹² Grundlinien der Wirtschaftsentwicklung 2002/2003. In: Wochenbericht des DIW Berlin, Nr. 1-2/2002.

Positiver Einfluss der Geldpolitik auf Zuwachs des Produktionspotentials

Aus den Veröffentlichungen des DIW Berlin Sonderhefte

Erscheinen als neue Folge wieder seit 1948.

- Nr. 160 **Arbeits- und Betriebszeiten in Deutschland: Analysen zu Wettbewerbsfähigkeit und Beschäftigung.** Von Frank Stille und Rudolf Zwiener. 153 S. 1997. (3-428-09209-0). Euro 38,-/sFr 67,-.
- Nr. 161 **Transformation des Wirtschaftssystems in den mittel- und osteuropäischen Ländern: Außenwirtschaftliche Bedingungen und Auswirkungen.** Von Dieter Schumacher, Harald Trabold und Christian Weise (Hrsg.). 435 S. 1997. (3-428-09239-2). Euro 76,-/sFr 131,-.
- Nr. 162 **Energiepreise als Standortfaktor für die deutsche Wirtschaft.** Von Jochen Diekmann, Manfred Horn und Hans-Joachim Ziesing. 220 S. 1997. (3-428-09333-X). Euro 62,-/sFr 107,-.
- Nr. 163 **Sonderregelungen zur Vermeidung von unerwünschten Wettbewerbsnachteilen bei energieintensiven Produktionsbereichen im Rahmen einer Energiebesteuerung mit Kompensation.** Von Stefan Bach, Michael Kohlhaas, Barbara Praetorius, Bernhard Seidel und Rudolf Zwiener. 224 S. 1998. (3-428-09378-X). Euro 62,-/sFr 107,-.
- Nr. 164 **Gesamtwirtschaftliche und regionale Effekte von Bau und Betrieb eines Halbleiterwerkes in Dresden.** Von Heike Belitz und Dietmar Edler. 127 S. 1998. (3-428-09450-6). Euro 56,-/sFr 97,-.
- Nr. 165 **Umwelt und empirische Sozial- und Wirtschaftsforschung. Beiträge und Diskussionsberichte zu einer Tagung der Projektgruppe „Das Sozio-oekonomische Panel“ am Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung.** Hrsg. von Jürgen Schupp und Gert Wagner. 199 S. 1998. (3-428-09457-3). Euro 62,-/sFr 107,-.
- Nr. 166 **Evaluierung wettbewerbsorientierter Fördermodelle – Das Regionalprogramm für strukturschwache ländliche Räume in Schleswig-Holstein.** Von Martin Gornig und Kathleen Toepel. 166 S. 1998. (3-428-09477-8). Euro 58,-/sFr 100,-.
- Nr. 167 **Auswirkungen der Europäischen Währungsunion auf die deutsche Wirtschaft.** Von Sebastian Dullien und Gustav A. Horn. 95 S. 1999. (3-428-10017-4). Euro 52,-/sFr 90,-.
- Nr. 168 **E-Commerce – Erfolgsfaktoren von Online-Shopping in den USA und in Deutschland.** Von Brigitte Preißl und Hansjörg Haas unter Mitarbeit von Christian Rickert. 112 S. 1999. (3-428-10076-X). Euro 56,-/sFr 97,-.
- Nr. 169 **Der Beitrag ausländischer Investoren zum Aufbau wettbewerbsfähiger Wirtschaftsstrukturen in den neuen Bundesländern.** Von Heike Belitz, Karl Brenke und Frank Fleischer. 115 S. 2000. (3-428-10233-9). Euro 58,-/sFr 100,-.
- Nr. 170 **Geld, Banken und Staat in Sozialismus und Transformation.** Von Mechthild Schrooten. 201 S. 2000. (3-428-10243-6). Euro 74,-/sFr 128,-.
- Nr. 171 **Wie entwickeln sich die Gewinne in Deutschland? Gewinnaussagen von Bundesbank und Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung im Vergleich.** Von Bernd Görzig und Claudius Schmidt-Faber. 84 S. 2001. (3-428-10504-4). Euro 46,-/sFr 81,-.
- Nr. 172 **Internationale Entwicklungstendenzen nationaler Steuersysteme – von der direkten zur indirekten Besteuerung?** Von Stefan Bach, Wolfgang Scheremet, Bernhard Seidel und Dieter Teichmann. 270 S. 2001. (3-428-10718-7). Euro 74,-/sFr 128,-.



Gert G. Wagner, 49, Forschungsdirektor am DIW Berlin und Leiter der Abteilung „Längsschnittdaten und Mikroanalyse“, ist vom 1. April 2002 an Lehrstuhlinhaber für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Empirische Wirtschaftsforschung und Wirtschaftspolitik, an der Technischen Universität Berlin. Wagner lehrte bislang an der Europa-Universität Viadrina in Frankfurt (Oder). Von 1992 bis 1997 war er Lehrstuhlinhaber an der Ruhr-Universität Bochum. Im Jahre 1997 hatte Wagner einen Ruf an die Universität Göttingen abgelehnt.

Wagners Berufung an die Technische Universität ist ein aktuelles Beispiel für die Stärkung der Zusammenarbeit des DIW Berlin mit den Universitäten.

Impressum

Herausgeber

Prof. Dr. Klaus F. Zimmermann (Präsident)
Dr. Gustav A. Horn
Dr. Kurt Hornschild
Wolfram Schrettl, Ph. D.
Dr. Bernhard Seidel
Prof. Dr. Gert G. Wagner
Dr. Hans-Joachim Ziesing

Redaktion

Kurt Geppert
Dörte Höppner
Jochen Schmidt
Dieter Teichmann

Pressestelle

Dörte Höppner
Tel. +49-30-897 89-249
presse@diw.de

Verlag

Verlag Duncker & Humblot GmbH
Carl-Heinrich-Becker-Weg 9
12165 Berlin
Tel. +49-30-790 00 60

Bezugspreis

Jahrgang Euro 108,-/sFR 182,-
Einzelnnummer Euro 10,-/sFR 18,-
Zuzüglich Versandkosten
Abbestellungen von Abonnements
spätestens 6 Wochen vor Jahresende

ISSN 0012-1304

Bestellung unter www.diw.de

Druck

Druckerei Conrad GmbH
Oranienburger Str. 172
13437 Berlin

**Einer Teilaufgabe liegt
ein Prospekt bei.**