

Wochenbericht

Wirtschaft Politik Wissenschaft

Gustav A. Horn
ghorn@diw.de

Ulrich Fritsche
ufritsche@diw.de

Argentinien in der Krise

Mit der Freigabe des Wechselkurses für den Peso hat Argentinien einen grundlegenden Kurswechsel in seiner Währungspolitik vollzogen. Die feste Bindung der Währung an den US-Dollar über ein „Currency Board“ hatte das Land in eine tiefe Krise geführt. Zwar war es gelungen, die dramatischen Inflationstendenzen zu Beginn der 90er Jahre zu durchbrechen. Die Wirtschaftspolitik hatte aber keinen Spielraum, die hiermit verbundene deflationäre Entwicklung zu verhindern. Als der US-Dollar Mitte der 90er Jahre deutlich aufwertete, führte dies dazu, dass sich die Deflationstendenz verfestigte, und Argentinien geriet – bei stetig steigender Auslandsverschuldung – in eine bis zuletzt anhaltende Depression. Sinnvoller wäre es gewesen, von vornherein eine Wechselkursbindung mit den wichtigsten Handelspartnern anzustreben. Doch dieser Weg steht Argentinien auch nun, nach dem Scheitern seiner bisherigen Währungspolitik, noch offen.

Argentinien versinkt derzeit im wirtschaftlichen und politischen Chaos. Vielfach werden Defizite in den politischen und wirtschaftspolitischen Institutionen dafür verantwortlich gemacht. Jedoch ist dies vor allem das Resultat einer insgesamt verfehlten wirtschaftspolitischen Strategie bei der Bekämpfung der Hyperinflation und bei der Schaffung von Bedingungen für ein nachhaltiges Wachstum.

Zu Beginn der 90er Jahre war die wirtschaftliche Lage in Argentinien besorgniserregend. Zwar war das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts mit gut 10 % sehr kräftig. Doch geriet die Inflationsentwicklung mit Raten von fast 800 % völlig außer Kontrolle. Es stellte sich die drängende Frage, wie die Inflationsentwicklung rasch gebändigt werden könnte, ohne dass das dynamische Wachstum zum Stillstand kommen würde. Denn die Arbeitslosigkeit war 1990 mit einer Quote von 9,2 % noch hoch.

Möglichkeiten der Inflationsbekämpfung

Gefordert war vor allem die Geldpolitik. Sie hatte den Märkten Entschlossenheit zu signalisieren, die aus den Fugen geratene Inflationsentwicklung wirksam zu bekämpfen. Im Prinzip stehen der Zentralbank in einer solchen Situation zwei Möglichkeiten zur Verfügung: eine binnenwirtschaftlich ausgerichtete Deflationsstrategie oder eine außenwirtschaftliche Verankerung der heimischen Währung.

Im Falle einer binnenwirtschaftlich orientierten Strategie, die zu Beginn der 80er Jahre z. B. von der amerikanischen Zentralbank bei erheblich niedrigeren Inflationsraten angewendet wurde, muss das Signal vor allem die inländischen Märkte überzeugen. Im Idealfall würden alle Marktteilnehmer ihre Inflations-

Königin-Luise-Straße 5
14195 Berlin

Tel. +49-30-897 89-0
Fax +49-30-897 89-200

www.diw.de
postmaster@diw.de

DIW Berlin

Nr. 12/2002

69. Jahrgang / 21. März 2002

Inhalt

Argentinien in der Krise **Seite 197**

Europäische Geldpolitik: Expansionskurs beibehalten **Seite 205**

Unkorrigiert!

Sperrfrist:
Mittwoch, 20. März 2002, 17 Uhr!

A 22127 C

erwartungen sofort anpassen und entsprechend niedrigere Preis- und Lohnforderungen stellen.

Die Wirklichkeit sieht in der Regel anders aus. Die Rückführung der Preis- und Lohnsteigerungen ist mit Kosten, auch mit Informationskosten, verbunden und erfolgt erst allmählich. Auch ist es in einer dezentral organisierten Marktwirtschaft nicht damit getan, das Signal für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik zu geben. Es bedarf einiger Zeit, bis die Information gestreut ist und die allgemeinen Erwartungen sich an ein niedrigeres Inflationsziel angepasst haben. Von großer Bedeutung ist dabei die Glaubwürdigkeit eines solchen Signals. Denn die Marktteilnehmer werden ihre Erwartungen nur dann anpassen, wenn sie der Meinung sind, dass die Zentralbank ihre Zielvorstellung gegebenenfalls auch um den Preis einer Rezession durchsetzen wird.

Beispiel USA

In den USA geschah dies seinerzeit unter bewusster Inkaufnahme einer tiefen Stabilisierungsrezession. Ein sanfteres Vorgehen, das aber in den USA institutionell wegen der dezentralen Lohnbildung nicht möglich war, wäre ein nationaler Stabilitätspakt, in dem mit Gewerkschaften stabilitätsgerechte Lohnzuwächse vereinbart werden und der als binnenwirtschaftlicher Anker für ein stabileres Preisklima dient. Dies setzt aber zum einen eine zentrale Lohnbildung und zum anderen die Bereitschaft der Beschäftigten voraus, zunächst erhebliche Reallohnverluste hinzunehmen.

In jedem Fall ist die Umsetzung einer binnenwirtschaftlichen De-Inflationsstrategie mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden. Das gilt vor allen Dingen, wenn, wie in Argentinien, die Glaubwürdigkeit der Zentralbank durch eine jahrelang hingenommene hohe Inflation stark gelitten hat, nicht zuletzt weil sie die Monetisierung der staatlichen Defizite zugelassen hat.

Es ist dann naheliegend, dass der Anker für eine stabilere Preisentwicklung nicht im Inland gesucht wird, sondern bei a priori glaubwürdigeren Institutionen im Ausland. Auf diese Weise soll Preisstabilität gleichsam „importiert“ werden. Diese zweite Möglichkeit der De-Inflationierung impliziert eine mehr oder minder strikte Wechselkursbindung, die den Spielraum der nationalen Geldpolitik einengt und ihr damit auch die Möglichkeit verbaut, Inflation weiterhin zu tolerieren.

„Currency Board“ ein glaubwürdiger Stabilitätsanker

Um ein besonders hohes Maß an Glaubwürdigkeit zu erlangen, wählte Argentinien den Weg eines „Currency Board“. Dies ist – nach einer Währungsunion – die härteste Form der Wechselkursbindung, da sich die Zentralbank verpflichtet, einen fest vorgegebenen Wechselkurs zu einer Ankerwährung, im Fall Argentiniens zum US-Dollar, bei freier Kon-

vertibilität strikt einzuhalten. Die Ausweitung der heimischen Geldmenge wird damit allein durch die Zuflüsse und die Abflüsse von Dollar-Reserven bestimmt. Bei einem Zufluss nimmt bei gegebener Geldnachfrage das Geldangebot zu und der Marktzins sinkt. Umgekehrt steigen die Zinsen, wenn es zu Abflüssen bei den Beständen der Ankerwährung kommt, weil dadurch in gleichem Umfang das Geldangebot vermindert wird. Damit wird ein Druck in Richtung niedrigerer Preise bis hin zur „Deflation“ ausgeübt. Die Zentralbank wird in diesem Modell zu einer reinen Wechselstube, da sie ihr eigenes Geld nur gegen die Hereinnahme „harter“ Währung bereitstellen darf, und sie erhofft sich natürlich, dass sich die „Härte“ der Ankerwährung auf die Landeswährung überträgt.

Eine Finanzierung der öffentlichen Defizite durch die Notenpresse – für viele Beobachter die Hauptursache der vorangegangenen Hyperinflation – ist in einem solchen System nicht mehr möglich, da auch der Staat Devisen aufbringen muss, will er die Zentralbank zum Drucken von Peso bewegen. Diese harte Form der Selbstbindung erschien vielen als eine Möglichkeit, die Fehler der Vergangenheit endgültig hinter sich zu lassen.

Über einen langen Zeitraum ist der argentinische Weg der Inflationsbekämpfung als Vorbild für andere Länder gepriesen worden, folgte er doch der vom IMF empfohlenen „Ecklösungs“-Philosophie,¹ nach der die Wechselkurse entweder völlig frei schwanken oder aber fix an eine Leitwährung gekoppelt werden sollten.

Fixen Wechselkursen wird ein Erfolg vor allem bei der Inflationsbekämpfung zugeschrieben. Frei schwankende Wechselkurse sind hingegen in Krisensituationen von Vorteil, da durch sie externe Schocks besser abgefedert werden können.

Erste Erfolge bei der Inflationsbekämpfung, ...

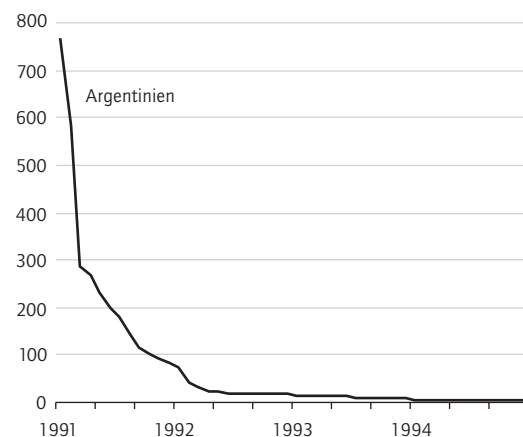
Die Inflationsbekämpfung war zunächst erfolgreich (Abbildung 1). Schon im Verlauf des Jahres 1991 gingen die Inflationsraten drastisch auf unter 300 % zurück. Im Jahre 1992 lagen sie bereits unter 100 %, und in der ersten Jahreshälfte 1994 gab es keine Unterschiede zwischen den Inflationsraten Argentiniens und der Vereinigten Staaten mehr. Seither lagen die Inflationsraten nicht nur unter denen der USA, sie waren bis zuletzt über lange Zeiträume sogar negativ. Mithin weist die Preisentwicklung schon seit einiger Zeit deflationäre Züge auf.

¹ Vgl. Michael Mussa, Paul Masson, Alexander Swoboda et al.: Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy. IMF Occasional Paper No. 193, Washington, D. C. 2000.

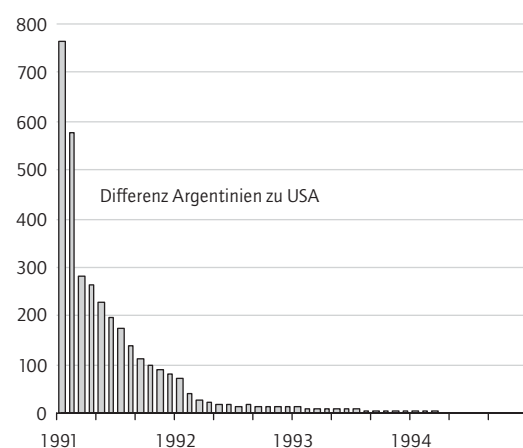
Abbildung 1

Inflationsraten**Januar 1991 bis Dezember 1994**

Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %



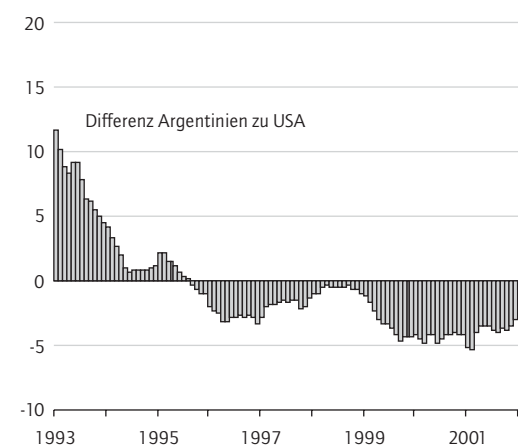
In Prozentpunkten

**Januar 1993 bis Januar 2002**

Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %



In Prozentpunkten



Quellen: Secretariat of Economic Policy; OECD;
Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2002

Schwere wirtschaftliche
Depression seit 1998

Von 1991 bis Anfang 1998 war der Wachstumsprozess nur gedämpft, es kam – abgesehen von einer kurzen Rezession 1995 – zu keiner Stabilisierungsrezession. Die argentinische Wirtschaft ist bis 1994 sogar stärker gewachsen als die US-amerikanische. Allerdings halbierten sich die Wachstumsraten im Laufe dieser Jahre von reichlich 10 % auf gut 5 % (Abbildung 2). Die Deflationstendenz des „Currency Board“ wurde in diesem Zeitraum durch eine kräftige Zunahme der Auslandsverschuldung zunächst abgemildert. Doch im Verlauf von 1998 glitt das Land immer mehr in eine schwere wirtschaftliche Depression, die bis heute anhält.

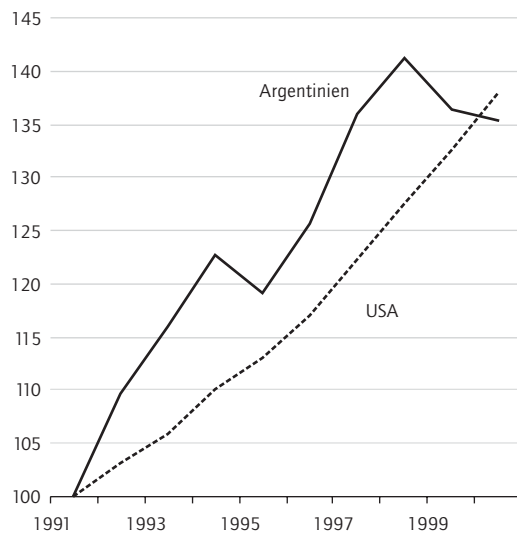
... dann Krise durch Deflation

Ohne Zweifel hat das „Currency Board“ wesentlich dazu beigetragen, die ausufernden Inflationstenden-

zen zu Beginn der 90er Jahre einzudämmen. Die zwangsläufig extrem restriktive Geldmengenpolitik führte zu drastisch erhöhten Zinsen, zunächst auf fast 200 % (Abbildung 3). Gleichwohl waren die ausgewiesenen Realzinsen vor dem Hintergrund der zunächst immer noch sehr hohen Inflationsraten negativ (Abbildung 4). Dieser Effekt ist wohl überzeichnet, da die Inflationserwartungen schneller zurückgegangen sein dürften als die laufende Inflationsrate. Mit der immer weiter rückläufigen Inflation ging ein Anstieg der Realzinsen einher, der das Wachstum zunehmend dämpfte. Von 1994/95 an lagen die Realzinsen in Argentinien dann ständig über denen der USA, mit entsprechend negativen Konsequenzen für die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts. Belastet wurde die Wachstumsentwicklung in den ersten Jahren der Wechselkursbindung auch durch die damit verbundene erhebliche reale Aufwertung insbesondere gegenüber dem US-Dollar

Abbildung 2

Reales Bruttoinlandsprodukt 1991 = 100



Quellen: National Bureau of National Accounts; OECD; Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2002

(Abbildung 5), die die Wettbewerbsfähigkeit der argentinischen Unternehmen auf den Weltmärkten erheblich verminderte.

Durch die in der Folge extrem niedrigen Inflationsraten ist die reale Aufwertung der argentinischen Währung gegenüber dem US-Dollar nicht nur zum Stillstand gekommen, sondern der Peso wertete sogar allmählich ab. Die Exportsituation für die argentinische Wirtschaft verbesserte sich wieder: Die Devisenerlöse stiegen, und die Geldmenge konnte entsprechend ausgedehnt werden (Abbildung 6).

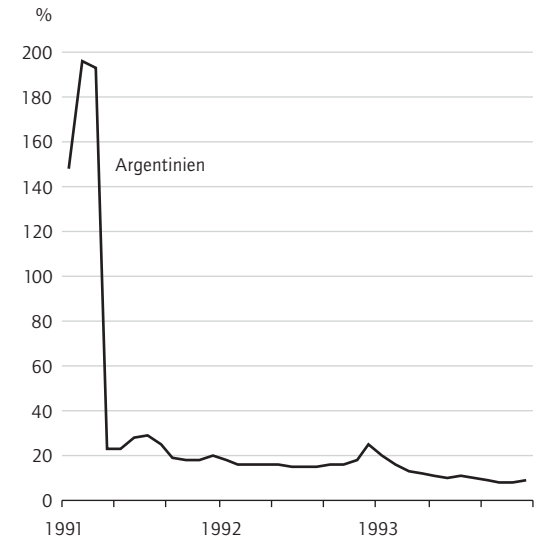
Die positiven Tendenzen überdeckten jedoch nur die grundlegende Krisensituation, auf die Argentinien unter dem gewählten Wechselkursregime zu steuerte. Die Quelle der Instabilität liegt dabei in den realwirtschaftlichen und monetären Wirkungen des „Currency Board“ selbst. Denn im Falle Argentiniens und der USA kam es zu einer monetären Integration zweier Länder mit völlig unterschiedlicher Ausgangssituation. Argentinien war zu Beginn der 90er Jahre ein Schwellenland im Aufholprozess, dessen Lohn- und Preisbildungsstrukturen wie auch dessen Geldpolitik im Gegensatz zu den USA nicht auf Preisstabilität ausgerichtet waren. Die Ausrichtung dieser Struktur in Richtung höherer Preisstabilität mittels eines „Currency Board“ ist fast zwangsläufig mit einer Deflation und einer wirtschaftlichen Depression verbunden.

Die bei der Einführung des „Currency Board“ noch extrem hohen Inflationsraten führten zu einem über-

Abbildung 3

Geldmarktzinsen

Januar 1991 bis Dezember 1993



Januar 1992 bis Januar 2002



Quellen: BCRA (Central Bank of the Argentine Republic); Statistical Bulletin; IMF; OECD.

DIW Berlin 2002

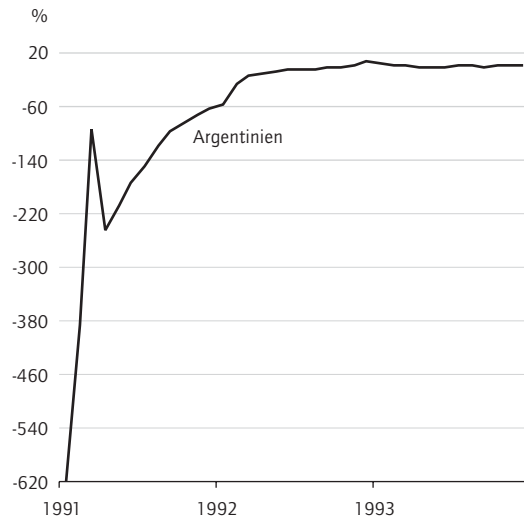
höhten realen Wechselkurs. Dessen Korrektur, die zur Wiedererlangung der Wettbewerbsfähigkeit erforderlich ist, bedarf einer Inflationsentwicklung, die auf längere Sicht unter der des Ankerlandes liegt. Soll die Korrektur rasch erfolgen, ist eine deflationäre Entwicklung sogar unabdingbar. Wenn das außenwirtschaftliche Defizit das Resultat eines zu hohen realen Wechselkurses ist, dann reicht die Angleichung der Inflationsraten zum Ankerland eben nicht aus, um die außenwirtschaftliche Bilanz zügig auszugleichen. Damit würde lediglich verhindert, dass sich die Defizite weiter ausweiten. Unter

Wirtschaftliche Depression war zwangsläufig

Abbildung 4

Realzinsen¹

Januar 1991 bis Dezember 1993



Januar 1992 bis Januar 2002



¹ Geldmarktzinsen bereinigt mit dem Verbraucherpreisindex.

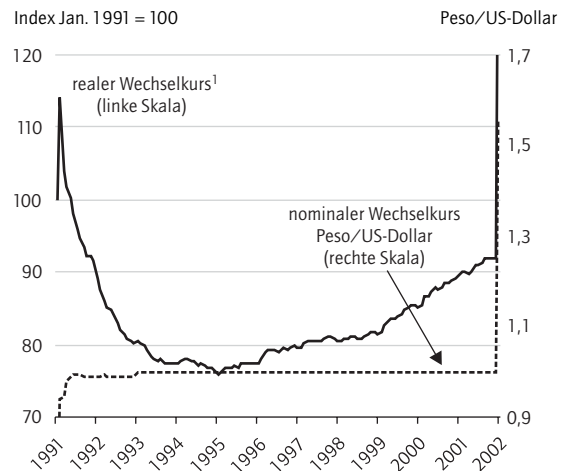
Quellen: BCRA (Central Bank of the Argentine Republic): Statistical Bulletin; IMF; OECD.

DIW Berlin 2002

Abbildung 5

Wechselkurs Peso/US-Dollar

Januar 1991 bis Januar 2002



¹ Deflationiert mit dem Verhältnis der Verbraucherpreise.

Quellen: Secretariat of Economic Policy; Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2002

Wirtschaftspolitische Lähmung

Zur Bekämpfung einer Deflation bedarf es expansiver Impulse. Der argentinischen Wirtschaftspolitik waren aber im Rahmen des „Currency Board“ die Hände gebunden – gerade diese „Selbstbindung“ machte ja den Reiz des Modells für die Inflationsbekämpfung aus. Die Geldpolitik richtet „automatisch“ die Geldmenge an der Devisenbilanz aus und kann auf die Krise nicht mit adäquaten Zinssenkungen reagieren, solange hier keine nennenswerten Überschüsse entstanden sind. Eine expansive Finanzpolitik mit höheren öffentlichen Defiziten ist unter diesen Umständen wirkungslos, da wegen der harten Restriktion für die Geldmengenentwicklung jede zusätzliche Nachfrage des Staates durch höhere Zinsen konterkariert wird („crowding out“). Belebende Effekte sind dann nur aus dem Ausland zu erwarten. Dies wäre denn auch die von den Befürwortern eines „Currency Board“ erwartete Stabilisierung. Über im Vergleich zum Ankerland niedrigere Inflationsraten wurde in Argentinien Mitte der 90er Jahre ein realer Abwertungsprozess eingeleitet, durch den die Exportentwicklung und damit das Wachstum insgesamt hätte stimuliert werden sollen. Der Effekt trat jedoch nicht im gewünschten Umfang ein, weil der US-Dollar als Ankerwährung zugleich gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartner, insbesondere gegenüber dem brasilianischen Real, aufwertete (Abbildung 7). Die Bindung an den US-Dollar enthielt somit ein beträchtliches Risiko, weil Argentinien das Gros seines Handels mit den übrigen Mercosur-Ländern betreibt (Abbil-

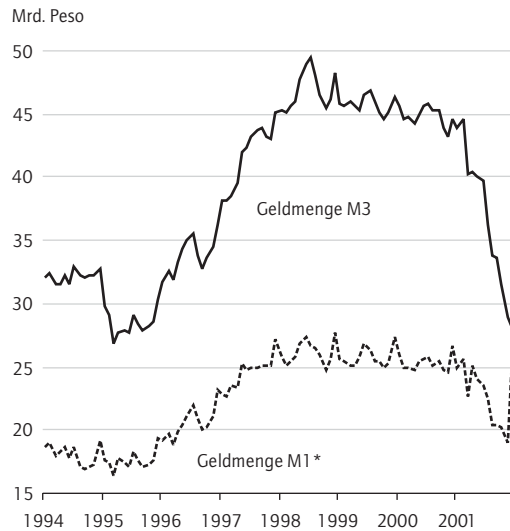
Wirtschaftspolitik durch „Currency Board“ handlungsunfähig

diesen Umständen war eine Investitions- und Wachstumskrise in Argentinien unvermeidlich. Bei länger anhaltenden negativen Preissteigerungsraten sinkt wegen der dann zwangsläufig hohen Realzinsen jedweder Anreiz für Investitionen. Mehr noch, ohne Investitionen wird auch das Wachstumspotential verringert, da bei schrumpfenden Kapazitäten eine Rückkehr zum alten Wachstumspfad erst allmählich erfolgen kann.

Abbildung 6

Argentinien: Monetäre Aggregate¹

Januar 1994 bis Dezember 2001



¹ M1* = M1 zuzüglich Sichteinlagen in US-Dollar. Monatsenddaten.

Quellen: BCRA's Statistical Bulletin.

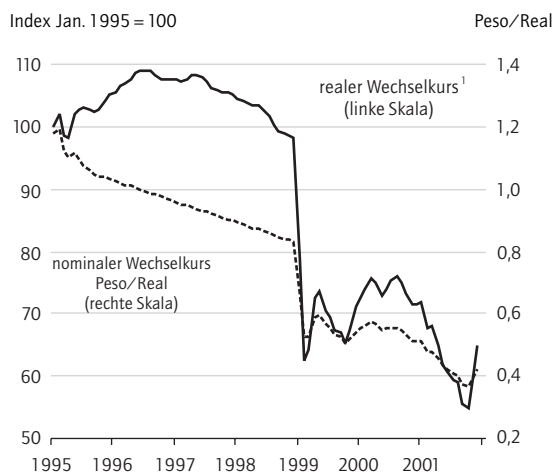
DIW Berlin 2002

derung 8) und sogar einen größeren Handelsaustausch mit den Ländern des Euroraums als mit den USA hat.² Mit der Aufwertung des Dollars gegenüber fast allen wichtigen Währungen setzte für Argentinien eine Abwärtsspirale ein, die mit dem Ausstieg aus dem „Currency Board“ enden musste.

Abbildung 7

Wechselkurs Peso/Real

Januar 1995 bis Dezember 2001



¹ Deflationiert mit dem Verhältnis der Verbraucherpreise.

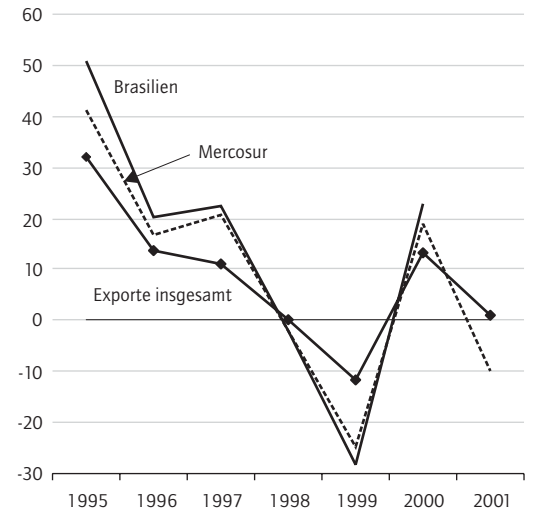
Quellen: Secretariat of Economic Policy; OECD; Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2002

Abbildung 8

Exporte Argentiniens in die Mercosur¹-Partnerländer 1995 bis 2001

Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %



¹ Common Market of the South (Mercosur): Argentinien, Brasilien, Paraguay und Uruguay.

Quellen: INDEC; Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2002

Belastung durch hohe Auslandsverschuldung

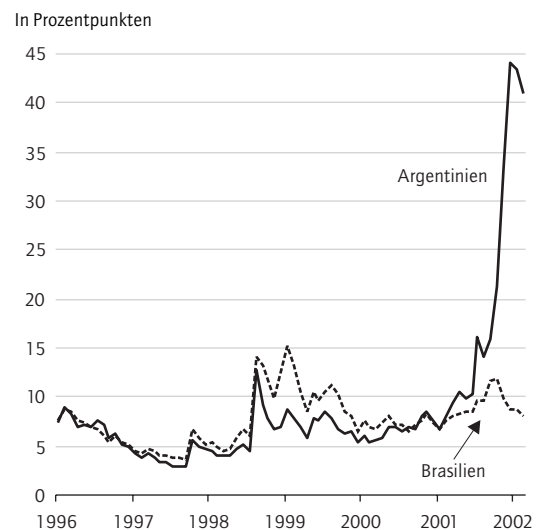
Mit der anhaltenden Deflationstendenz befand sich Argentinien in einem Dilemma. Denn selbst die im-

² Vgl. Mussa et al., a. a. O.

Abbildung 9

Risikoprämie¹

Januar 1996 bis Februar 2002



¹ Sovereign risk; Monatsenddaten.

Quellen: J. P. Morgan indicators.

DIW Berlin 2002

mer niedrigeren Preise reichten nicht aus, um die Außenhandelsbilanz grundsätzlich zu verbessern. Damit blieben Argentinien zwei Möglichkeiten. Entweder musste die Deflationstendenz noch verschärft werden, um die Passivierung der Außenhandelsbilanz zu beenden. Oder aber die Fehlbeträge mussten durch eine erhöhte Auslandverschuldung gedeckt werden. Vor diesem Hintergrund stieg die Verschuldung seit Beginn der 90er Jahre ständig (Abbildung 10). Vor allem die Auslandsverschuldung des privaten Sektors und des gesamten Finanzsektors, die Anfang der 90er Jahre noch gering war, wurde stark ausgeweitet. Die Staatsverschuldung gegenüber dem Ausland hat zwar auch zugenommen, jedoch in weit geringerem Ausmaß.

Mit der Wechselkursbindung hatten sich die Verhältnisse für die Kreditnachfrager verändert. Neben dem heimischen Kapitalmarkt stand ihnen nunmehr auch der US-Markt mit (vermeintlich) nur geringem Wechselkursrisiko zur Verfügung. Bei niedrigeren Nominalzinsen in den USA bestand sogar ein erheblicher Anreiz, die Kredite im Ausland, vor allem in den USA, aufzunehmen.³ Dass die Zinsen in den USA niedriger waren, spiegelt die Einschätzung der Kapitalmärkte über die trotz der Wechselkursbindung wahrgenommenen Risiken von Peso-Anleihen wider. Berechnungen dieser Risikoprämien zeigen, dass bis 1998 noch ein Aufschlag von immerhin 5 Prozentpunkten verlangt wurde (Abbildung 9). Dies bedeutet, dass die Kapitalmärkte nicht vollständig von der Dauerhaftigkeit des „Currency

Board“ überzeugt waren. Eine weitere Ursache dürfte darin liegen, dass ein Currency Board keinen „lender of last resort“ hat. Im Falle einer möglichen Bankenkrise fällt es daher schwer, kurzfristig Liquidität bereitzustellen, um den Zusammenbruch von Kreditinstituten abzuwenden. Eine solche Liquiditätsbereitstellung ist nur möglich, wenn über die gesetzlich fixierte Deckung der heimischen Geldmenge zusätzliche Reserven vorhanden sind. Letztlich ist das Bankensystem damit erheblich gefährdeter als im Land der Ankerwährung.

Hinzu kommt, dass bei steigenden Auslandsverbindlichkeiten der Anreiz zur Fremdwährungshaltung verstärkt wird. Denn das Risiko einer Währungs- und Finanzkrise ist immer höher einzustufen. Dies wiederum beschleunigte den Vertrauensverlust in die argentinische Währung.

Infolge dieser Entwicklungen gingen die Devisenreserven von 1998 an zurück, und die Risikoprämie für argentinische Anleihen erhöhte sich immer weiter. Mit der verschlechterten außenwirtschaftlichen Lage musste die Zentralbank im Rahmen des „Currency Board“ die Geldmengenausweitung wieder zurückführen, und die Realzinsen stiegen erneut. Dies verstärkte wiederum die wirtschaftliche Abschwächung und gab der deflationären Tendenz einen weiteren Schub. Die Probleme verschärften sich seit 1999 und mündeten in der derzeitigen Währungskrise. Ende des vergangenen Jahres lag die Risikoprämie auf argentinische Anleihen bei 30 Prozentpunkten, und auch die Realzinsen waren auf 30 % gestiegen.

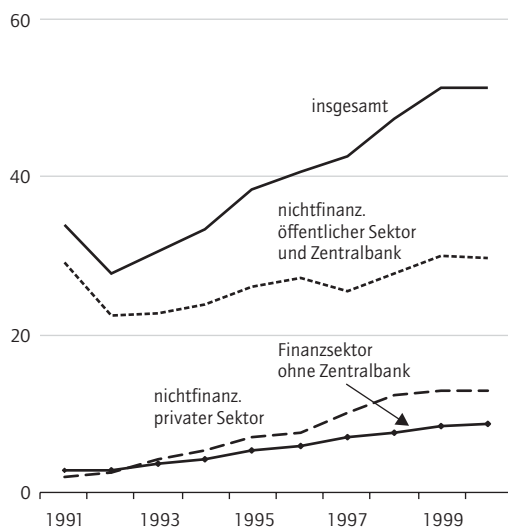
Argentinien sah sich Anfang dieses Jahres gezwungen, den Peso-Kurs freizugeben, und vollzog damit den Ausstieg aus der einen und den Sprung zur anderen Ecklösung. Die erwünschte Folge war eine drastische Abwertung (Abbildung 11). Der Wert des Peso sank innerhalb kurzer Zeit um 40 %. Auch wenn sich dies positiv auf Argentinien's Exporte auswirken dürfte, sind die Probleme keinesfalls gelöst. Dabei ist die Gefahr, dass Argentinien's Glaubwürdigkeit im Hinblick auf die Inflationsbekämpfung leidet, weil der ausländische Stabilitätsanker gelichtet wurde, noch eher als gering einzuschätzen. Auch wird mit der Abwertung ein deutlicher Anstieg der Importpreise verbunden sein, doch befindet sich Argentinien derzeit noch in einer Deflation und einer tiefen Rezession. Eine maßvolle Beschleunigung zumindest der Inflationserwartungen könnte daher die wirtschaftliche Entwicklung sogar stabilisieren. Ein erheblich schwerer zu bewältigendes Problem ist die Last der Verschuldung in Auslandswährung, die durch die Abwertung stark zuge-

Auslandsverschuldung erdrückt wirtschaftliche Expansion in Argentinien

Abbildung 10

Auslandsverschuldung

In % des nominalen Bruttoinlandsprodukts



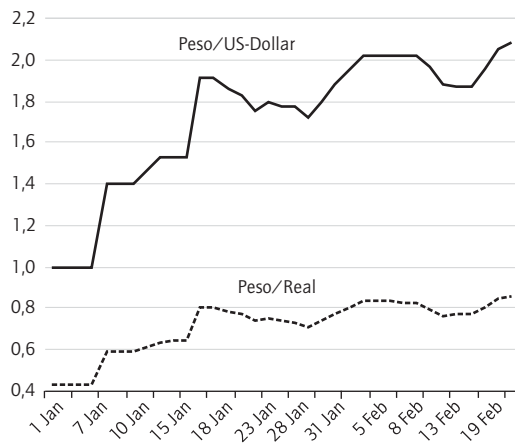
Quellen: National Bureau of National Accounts; Financial Statements of Financial Institutions; BCAR; Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2002

³ Vgl. Mussa et al., a. a. O.

Abbildung 11

Nominaler Wechselkurs des Peso Anfang 2002

Quellen: www.exchangerate.com

DIW Berlin 2002

Freigabe der Wechselkurse führt
zu dramatischer Abwertung

nommen hat. Es ist fraglich, ob die argentinische Wirtschaft die infolge der Abwertung gestiegenen Zinsverpflichtungen für Auslandskredite überhaupt erfüllen kann. Zu erwarten ist vielmehr, dass eine internationale Umschuldung notwendig sein wird. Zudem ist das argentinische Bankensystem durch die Freigabe des Wechselkurses in eine tiefe Krise geraten.

Ein Ausweg: Mittellösung statt Ecklösung

Vielfach wird dem „Currency Board“ ein hoher Erfolg sowohl im Hinblick auf die Inflationsbekämpfung als auch auf die Stabilisierung eines hinreichenden Wachstums bescheinigt.⁴ Argentinien ist mit seiner Strategie der Logik des „Currency Board“ gefolgt und letztlich an deren immanenter Tendenz zur Destabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung gescheitert.⁵ Hier zeigt sich – wie im Übrigen schon während der Asienkrise 1997/98 –, welche Gefahren mit falsch konzipierten Wechselkurssystemen verbunden sind. Der Grundfehler war, das restriktive Potential der Währungspolitik und die Konsequenzen der Kumulation von Auslandsschulden zu unterschätzen. Mit der festen Wechselkursbindung an die USA wurden Währungsgebiete verknüpft, mit denen die Handelsbeziehungen weniger intensiv waren als zu anderen

Ländern und Regionen. Im Fall der südostasiatischen Länder gehen die meisten Exportlieferungen nach Japan. Im Fall Argentiniens sind Brasilien und die übrigen Mercosur-Länder die wichtigsten Handelspartner. Es wurde zudem eine voll entwickelte Volkswirtschaft mit einem Schwellenland verknüpft. Länder mit strikter Wechselkursbindung und hoher Auslandsverschuldung geraten unter diesen Umständen in eine ausweglose Situation: Denn was immer sie auch tun, die Konsequenzen sind negativ. Wollen sie ihr Wechselkurssystem verteidigen, landen sie in einer Deflation. Geben sie das Fixkurssystem auf, erdrückt sie die Last der Devisenschulden.

Aus diesen Überlegungen ergibt sich, dass „Ecklösungen“ für Schwellenländer eine nur schwer durchhaltbare währungs- und stabilitätspolitische Strategie sind. Vorzuziehen wären „Mittellösungen“, z. B. vereinbarte Bandbreiten für Wechselkursschwankungen, wie sie seinerzeit im EWS festgelegt worden sind. Damit würde auf der einen Seite ein stabilitätspolitischer Anker gesetzt. Auf der anderen Seite hätte die Zentralbank Spielraum, bei schwerwiegenden Krisen und erheblichen strukturellen Verwerfungen entweder im Einklang mit den Partnern im System diskretionäre Abwertungen vorzunehmen oder durch gemeinsame Interventionen den Druck auf die Währung zu mindern. Beides könnte ohne einen Wechsel des Währungsregimes geschehen und würde schon dadurch die Erwartungen stabilisieren.

Von entscheidender Bedeutung ist, dass sich nur Volkswirtschaften zu einem solchen System zusammenschließen, die, wie dies auch in den theoretischen Ansätzen über optimale Währungsgebiete hergeleitet wird, zum Ersten über intensive Handelsbeziehungen verbunden sind und sich zum Zweiten glaubwürdig auf das Ziel Preisstabilität einigen können. Damit existiert auf der einen Seite ein glaubwürdiger Stabilitätsanker. Auf der anderen Seite sind die wichtigsten Handelspartner Argentiniens in das System einbezogen, so dass auch eine größere außenwirtschaftliche Stabilität gegeben ist als bei einem „Currency Board“.

⁴ Vgl. Atish Gosh, Anne-Marie Gulde und Holger C. Wolf: Currency Boards: more than a quick fix? In: *Economic Policy*, 31 / 2000.

⁵ Eine inhärente Destabilisierungstendenz eines „Currency Board“ wird auch von Eichengreen und anderen festgestellt. Vgl. Barry Eichengreen, Paul Masson, Miguel Savastano und Sunil Sharma: *Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange Rate Flexibility*. Essays in International Finance, No. 213, Princeton 1999.

Flexiblere Wechselkurssysteme
empfehlenswert

Europäische Geldpolitik: Expansionskurs beibehalten

Silke Tober
(stober@diw.de)

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.

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).

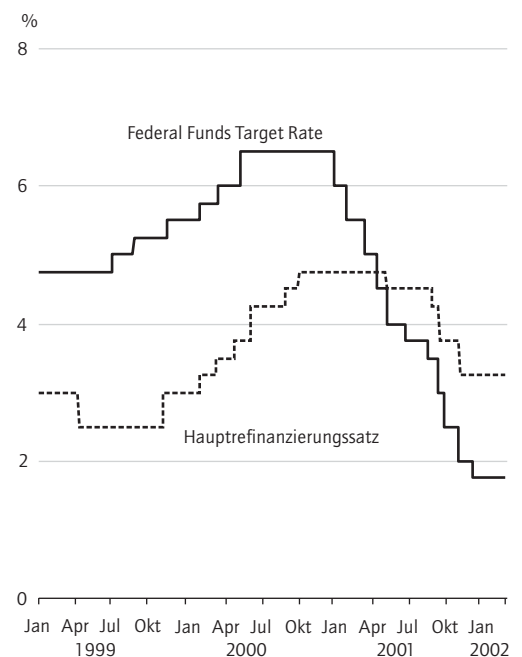
Nach einem Anstieg zur Jahreswende lag diese Rendite zuletzt mit real 3,5 % nur wenig unter dem Durchschnittswert der vergangenen 25 Jahre. Dies bedeutet allerdings nicht, dass die Lockerung der Geldpolitik keine expansive Wirkung erzielt hätte. Die geringe Abweichung des aktuellen Realzinses von seinem 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-

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 Mengentendervverfahren zum Zinstendervverfahren übergegangen ist, heißt er Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte; zuvor hieß er Hauptrefinanzierungssatz.

Quellen: Europäische Zentralbank; Federal Reserve System.

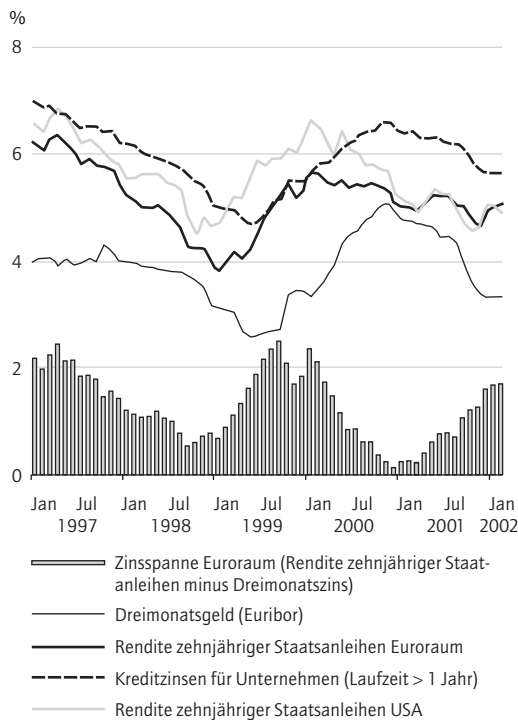
DIW Berlin 2002

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.

Zinsen wirken anregend auf Konjunktur

Abbildung 2

Ausgewählte Zinssätze und Renditen Januar 1997 bis Februar 2002¹



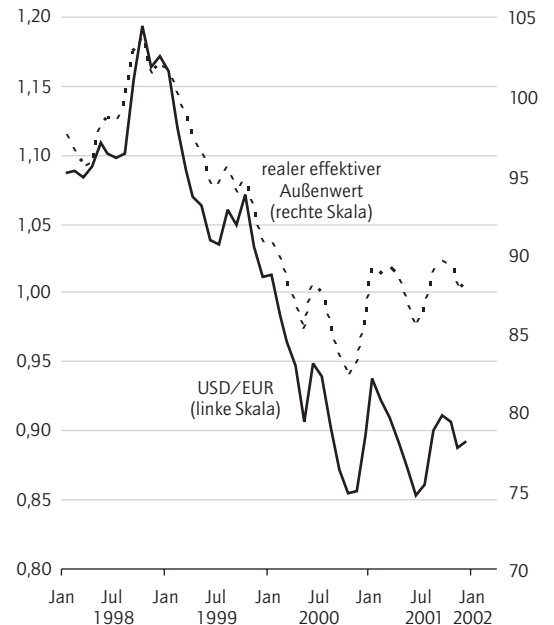
¹ Kreditzinsen nur bis Januar 2002.

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 potenziellem 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

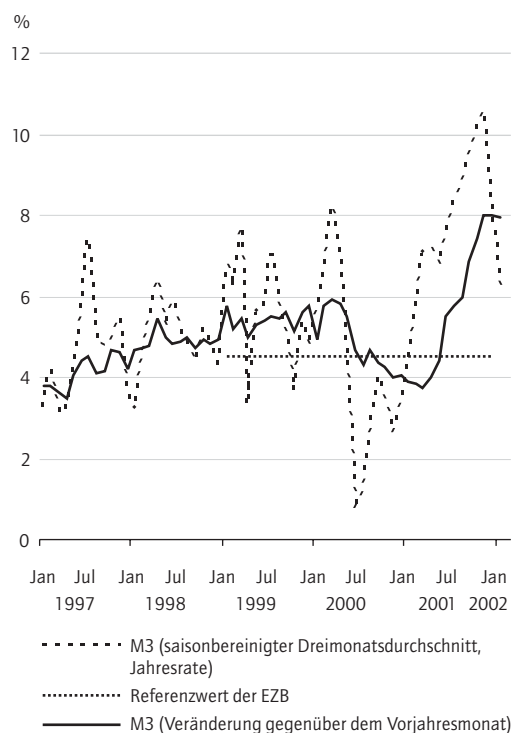
kann als implizites Inflationsziel interpretiert werden. Zum Referenzwert siehe EZB, Monatsbericht Dezember 1999, S. 10 f.

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 %.

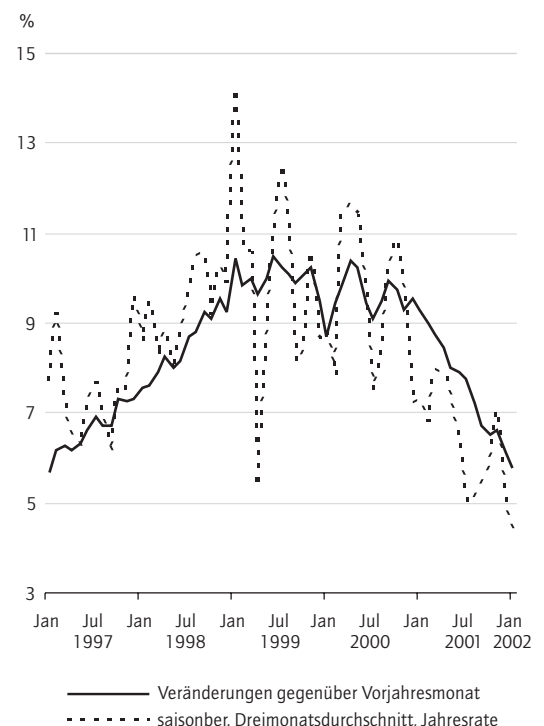
In den kommenden Monaten wird sich der Anstieg der Verbraucherpreise weiter verringern und noch

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.

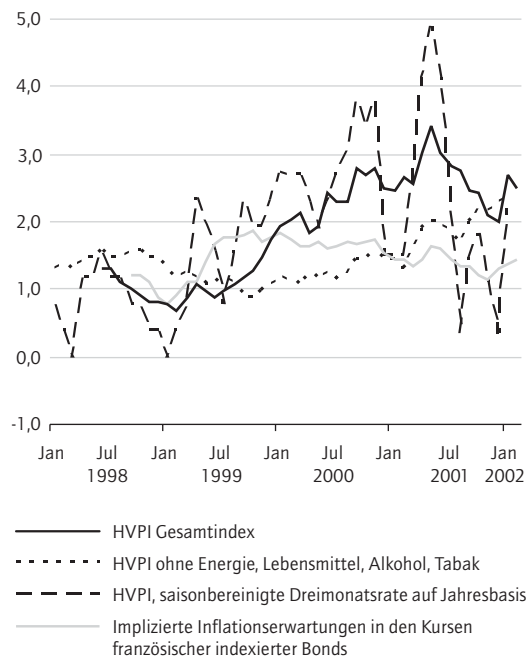
DIW Berlin 2002

Abbildung 6

Harmonisierter Verbraucherpreisindex und Inflationserwartungen im Euroraum

Januar 1998 bis Januar 2002

Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %



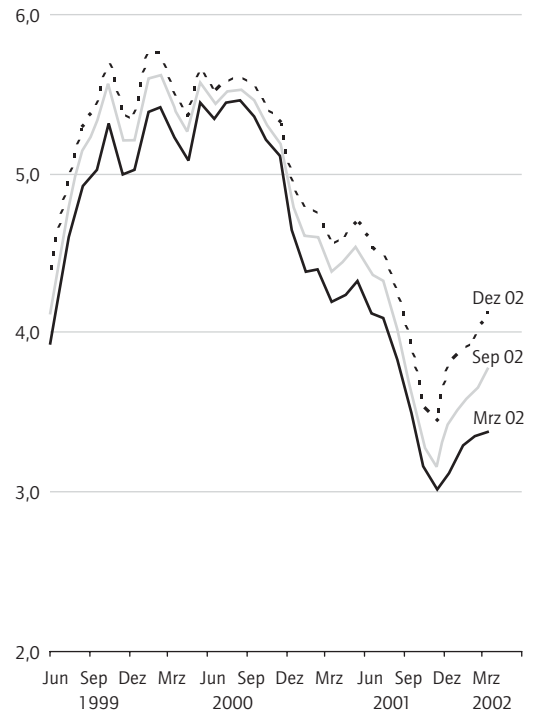
Quellen: Eurostat; Agence France Trésor; Berechnungen des DIW Berlin.

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.**

Deutschland Ausgewählte saisonbereinigte Konjunkturindikatoren¹

	Arbeitslose		Offene Stellen				Auftragseingang (Volumen) ²										Verbrauchsgüter- produzenten		
							Verarbeitendes Gewerbe					Vorleistungsgüter- produzenten		Investitionsgüter- produzenten		Gebrauchsgüter- produzenten			
							Insgesamt		Inland		Ausland								
	in 1 000		mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.			
1995 = 100																			
2000	J	3 986	487	118,5	105,6	141,8	114,7	128,8	98,8										
	F	3 959	490	122,3	121,6	146,4	119,2	132,4	102,3	101,5									
	M	3 953	492	124,0	107,8	153,1	119,6	135,7	103,5										
	A	3 934	503	125,0	110,2	151,5	119,7	138,1	103,4										
	M	3 899	516	126,5	126,2	152,8	122,3	138,7	103,7	102,9									
	J	3 879	521	127,0	111,7	154,5	121,4	140,8	101,6										
	J	3 863	527	126,7	110,7	155,8	121,0	140,7	103,0										
	A	3 847	528	126,1	109,9	155,4	121,3	138,7	103,5	103,3									
	S	3 825	531	127,6	110,7	157,9	122,2	140,6	103,4										
	O	3 802	532	129,2	110,7	162,4	121,7	145,0	102,6										
	N	3 795	534	128,9	130,0	160,5	120,4	146,0	103,9	104,5									
	D	3 793	535	131,8	112,7	166,2	121,4	150,7	105,2										
2001	J	3 794	532	128,4	111,0	159,6	120,9	143,6	105,6										
	F	3 805	532	126,7	126,8	157,7	118,5	142,6	102,8	103,5									
	M	3 808	532	125,3	110,3	152,2	116,9	140,9	102,0										
	A	3 812	523	123,0	107,0	151,7	116,5	136,1	101,2										
	M	3 829	510	125,0	123,6	157,9	116,3	140,8	102,5	102,0									
	J	3 844	505	122,9	104,3	156,1	115,3	136,6	102,4										
	J	3 854	497	122,1	105,7	151,7	113,8	136,3	101,9										
	A	3 859	493	121,6	121,2	149,2	113,2	136,1	101,3	100,9									
	S	3 887	490	119,7	104,7	146,7	111,0	134,9	99,5										
	O	3 920	484	118,3	103,5	145,1	111,4	130,8	98,8										
	N	3 941	476	118,2	119,2	146,7	110,5	131,5	96,2	97,5									
	D	3 950	471	121,0	105,8	148,4	112,5	136,1	97,3										
2002	J	3 985	470	120,6	104,5	149,5	112,3	136,0	94,3										
	F	3 989	470																
	M																		
	A																		
	M																		
	N																		

¹ Saisonbereinigt nach dem Berliner Verfahren (BV4). Dieses Verfahren hat die Eigenschaft, dass sich beim Hinzufügen eines neuen Wertes davor liegende saisonbereinigte Werte in der Zeitreihe auch dann ändern können, wenn deren Ursprungswert unverändert geblieben ist. Die Vierteljahreswerte wurden aus den saisonbereinigten Monatswerten errechnet.

² Außerdem arbeitstäglich bereinigt.

Deutschland**noch: Ausgewählte saisonbereinigte Konjunkturindikatoren¹**

	Beschäftigte im Bergbau und im verarbeitenden Gewerbe			Produktion ²												Umsätze des Einzelhandes 1995 = 100			Außenhandel (Spezialhandel) ²																	
				Verarbeitendes Gewerbe						Investitionsgüter- produzenten									Gebrauchsgüter- produzenten						Verbrauchsgüter- produzenten						Bauhaupt- gewerbe					
				Verarbeitendes Gewerbe		Investitionsgüter- produzenten		Gebrauchsgüter- produzenten		Verbrauchsgüter- produzenten		Bauhaupt- gewerbe																								
	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.										
	in 1 000			1995 = 100												1995 = 100						Mrd. EUR														
2000	J	6349		114,0		123,2		102,4		103,4		85,8		100,7		45,6		40,9		105,1		102,3		46,2		139,8		40,3		124,4						
	F	6351	6352	116,5	115,7	125,9	125,4	106,2	104,0	104,5	104,1	90,4	87,7	105,1	102,3	46,2	139,8	40,3	124,4																	
	M	6355		116,5		127,1		103,5		104,3		86,8		101,1		48,0		43,1		101,1				48,0				43,1								
	A	6365		117,4		127,6		104,9		105,5		85,6		103,1		47,4		42,0		103,1				47,4				42,0								
	M	6371	6367	120,6	118,9	132,6	130,0	109,5	105,8	106,6	106,2	88,3	85,8	105,5	103,4	49,5	146,6	44,5	130,6																	
	J	6375		118,6		129,7		102,9		106,6		83,6		101,7		49,7		44,1		101,7				49,7				44,1								
	J	6380		120,1		132,1		107,1		105,8		83,4		101,6		49,7		45,0		101,6				49,7				45,0								
	A	6383	6381	119,8	120,3	132,1	133,1	104,6	106,1	105,5	105,9	84,1	83,3	104,2	103,6	50,2	151,0	45,6	136,7																	
	S	6385		121,1		135,1		106,5		106,3		82,5		104,9		51,1		46,1		104,9				51,1				46,1								
	O	6392		121,6		134,2		109,3		107,0		80,6		102,6		53,8		47,9		102,6				53,8				47,9								
N	6397	6394	122,0	122,6	135,7	136,6	106,3	107,4	106,5	106,8	82,7	82,3	103,5	103,1	52,8	160,3	48,0	145,5																		
D	6401		124,3		139,9		106,8		106,8		83,5		103,1		53,6		49,6		103,1				53,6				49,6									
2001	J	6411		123,1		138,0		110,1		106,5		79,4		105,9		53,3		46,8		105,9				53,3				46,8								
	F	6413	6410	122,3	122,6	137,0	137,4	107,4	109,2	106,6	106,4	78,0	77,6	101,9	104,4	53,9	160,1	47,9	140,1																	
	M	6412		122,5		137,2		110,0		106,1		75,4		105,3		52,9		45,4		105,3				52,9				45,4								
	A	6413		120,7		135,1		108,1		104,9		74,1		105,0		54,1		47,9		105,0				54,1				47,9								
	M	6409	6409	120,1	120,7	133,9	134,9	105,9	108,0	104,9	104,9	74,4	74,8	104,7	105,4	53,3	161,1	45,3	140,2																	
	J	6401		121,4		135,8		110,2		104,9		75,8		106,5		47,0				104,7				53,6				47,0								
	J	6394		119,3		133,3		105,3		105,0		76,1		105,6		53,8		45,9		105,6				53,8				45,9								
	A	6389	6391	120,2	119,5	134,4	133,7	109,2	106,3	105,6	104,8	75,3	75,0	105,8	105,0	54,2	161,5	44,7	135,8																	
	S	6377		119,0		133,3		104,4		103,8		73,7		103,7		53,5		45,2		103,7				53,5				45,2								
	O	6368		118,0		132,7		101,7		102,1		77,6		105,5		52,1		43,6		105,5				52,1				43,6								
N	6357	6362	116,8	117,6	131,4	132,0	103,0	104,4	100,7	102,2	74,4	75,7	105,6	104,2	51,5	156,8	43,2	128,5																		
D	6347		117,9		131,9		108,6		103,8		75,0		101,4		53,2		41,7		101,4				53,2				41,7									
2002	J													104,8		52,0		41,4																		
	F																																			
	M																																			
	A																																			
	M																																			
	M																																			
	J																																			
	J																																			
	A																																			
	S																																			

¹ Saisonbereinigt nach dem Berliner Verfahren (BV4). Dieses Verfahren hat die Eigenschaft, dass sich beim Hinzufügen eines neuen Wertes davor liegende saisonbereinigte Werte in der Zeitreihe auch dann ändern können, wenn deren Ursprungswert unverändert geblieben ist. Die Vierteljahreswerte wurden aus den saisonbereinigten Monatswerten errechnet.

² Außerdem arbeitstäglich bereinigt.

Quellen: Bundesanstalt für Arbeit; Statistisches Bundesamt; Berechnungen des DIW Berlin.