

Schumacher, Christian; Fieber, Eva-Ulrike

Article — Published Version

Konjunkturschlaglicht: Revision der EZB-Strategie?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Schumacher, Christian; Fieber, Eva-Ulrike (2003) : Konjunkturschlaglicht: Revision der EZB-Strategie?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 83, Iss. 3, pp. 201-202

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/42110>

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.

Konjunkturschlaglicht: Revision der EZB-Strategie?

Im Dezember vergangenen Jahres hat der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), Wim Duisenberg, angekündigt, die geldpolitische Strategie der EZB in Anbetracht verschiedentlich vorgetragener Kritik zu evaluieren und gegebenenfalls zu überarbeiten¹. Diese Ankündigung hat in der Öffentlichkeit zu einem erneuten Aufflammen der Diskussion um Änderungsvorschläge geführt². Seit der Einführung des Euro basiert die geldpolitische Strategie der EZB auf zwei Elementen:

- Das erste Element ist die explizite Definition des Ziels der Preisstabilität als die Veränderungsrate des harmonisierten Verbraucherpreisindex zum Vorjahr unter 2%.
- Das zweite Element legt den Analyserahmen der Geldpolitik in Form einer Zwei-Säulen-Strategie fest. Im Rahmen der ersten Säule werden monetäre Entwicklungen, vor allem Abweichungen zwischen dem jährlichen Wachstum von M3 und einem quantitativ-theoretisch hergeleiteten Referenzwert, untersucht. Die zweite Säule beinhaltet die Analyse nicht-monetärer Indikatoren für die Preisentwicklung. Mit Hilfe dieser zwei Säulen werden mögliche Risiken für die Preisstabilität identifiziert, denen mit geldpolitischen Schritten entgegengewirkt werden kann.

An der Definition der Preisstabilität wird oftmals kritisiert, dass keine untere Grenze für die Preisveränderungsrate vorgegeben wurde, und somit zeitweilig der Eindruck entstanden ist, die EZB würde deflationären Tendenzen nicht angemessen Rechnung tragen. Da deflationäre Tendenzen jedoch auch im Euroraum prinzipiell nicht auszuschließen sind, ist die EZB diesen Eindrücken verbal entgegengetreten. Die Festlegung einer Untergrenze in der Definition von Preisstabilität wäre daher konsequent. Es stellt sich die Frage, wie hoch sie anzusetzen ist. Zumindest sollte sie so hoch sein, dass Qualitätsverbesserungen hinreichend berücksichtigt werden, welche in der Statistik bisher nur unzureichend erfasst sind. Für den Euroraum könnte beispielsweise eine Untergrenze von 1% festgelegt werden, verknüpft mit der Bedingung, diese Untergrenze anzupassen, wenn neue Informationen zu den Messfehlern im Preisindex vorliegen.

Intensiver diskutiert wird die Bedeutung der Geldmenge im Vergleich mit anderen Indikatoren. Obwohl in der Vergangenheit die Stabilität der Geldnachfrage in vielen Ländern des Euroraums nachgewiesen werden konnte, gibt es seit kurzem Indizien für kurzfristige Instabilitäten, welche zu Kritik an der prominenten Rolle monetärer Aggregate im Rahmen der EZB-Strategie geführt haben. Die Relevanz monetärer Aggregate für die laufende Geldpolitik ist auch prinzipiell umstritten. In den gängigen neu-keynesianischen makroökonomischen Modellen zur Analyse der Geldpolitik spielen monetäre Elemente oftmals eine untergeordnete Rolle³. Demgegenüber messen allerdings neuere Modifikationen dieser Modelle den monetären Aggregaten durchaus eine hohe Bedeutung bei⁴. Zudem weisen monetäre Aggregate laut empirischen Studien einen prognostischen Erklärungsgehalt für die Preisentwicklung im Euroraum auf⁵. Die EZB tut daher gut daran, monetären Entwicklungen auch weiterhin eine hohe Bedeutung beizumessen. Probleme ergeben sich, wenn der Aussagegehalt monetärer Aggregate für die Preisentwicklung aufgrund von Instabilitäten eingeschränkt wird. Eine nur vorübergehende Instabilität würde die Eignung als Indikator für die Geldpolitik noch nicht generell in Frage stellen. Es müssten aber die Gründe für Abweichungen analysiert und dargelegt werden. Auch müssten sich in diesem Fall die geldpolitischen Entscheidungen auf andere Indikatoren stützen.

Im Detail wird die EZB-Strategie als zum Teil inkonsistent wahrgenommen. So begründet die EZB ihre Wahl eines breiten Indikatorenansatzes damit, dass in einer noch jungen, heterogenen Währungsunion die Kenntnis über die Transmissionsmechanismen unvollkommen ist und somit ein hoher Grad an Unsicherheit besteht. An einigen Elementen der Strategie wird dieser Unsicherheit jedoch nur bedingt Rechnung getragen. Beispielsweise wird der Referenzwert der Geldmenge M3 als Punktschätzer veröffentlicht, obwohl auf die Schätzunsicherheiten für einzelne Teilkomponenten wie das Produktionspotenzial hingewiesen wird. Eine Angabe des Referenzwertes in Form eines Konfidenzintervalls vergleichbar mit den Geldmengenkorridoren der Bundesbank könnte zu einem konsistenteren Gesamtbild der Strategie beitragen,

¹ Vgl. ECB: Press Conference, Frankfurt, 5. Dezember 2002.

² Siehe hierzu beispielsweise die Fragen zur Strategie auf der EZB-Presskonferenz vom 6. März. Vgl. ECB: Press Conference, Frankfurt, 6. März 2003.

³ Vgl. G. Rudebusch, L. Svensson: Eurosystem monetary targeting: Lessons from U.S. data, in: *European Economic Review*, 46 (2002), S. 417–442.

⁴ Vgl. M. Brückner, A. Schabert: Can money matter for interest rate policy?, Mimeo 2002; sowie E. Nelson: Direct effects of base money on aggregate demand: theory and evidence, in: *Journal of Monetary Economics*, 49 (2002), S. 687–708.

⁵ Vgl. C. Trecroci, J. L. Vega: The information content of M3 for future inflation, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, 138 (2002), S. 22–53.

⁶ Vgl. ECB Box 1: Annual review of the reference value for monetary growth, in: *ECB Monthly Bulletin*, Dezember 2002, S. 10 ff.

zumal auch die Teilkomponenten in den Erläuterungen zur Festlegung des Referenzwertes mit Konfidenzintervallen angegeben werden⁶.

Die Analyse der verschiedenen Elemente zeigt, dass - wenn überhaupt - lediglich im Detail Anpassungsbedarf für die EZB-Strategie besteht. Besonders wichtig ist, dass die EZB ein breites Spektrum an Indikatoren analysiert, um Risiken für die Preisstabilität so umfassend wie möglich zu identifizieren. In der Zwei-Säulen-Strategie wird dies berücksichtigt, so dass die Geldpolitik auch bei sich wandelnden ökonomischen Rahmenbedingungen flexibel agieren kann. Gegen eine umfassende Reform spricht auch, dass die EZB mit ihrer Politik bisher alles in allem recht erfolgreich war.

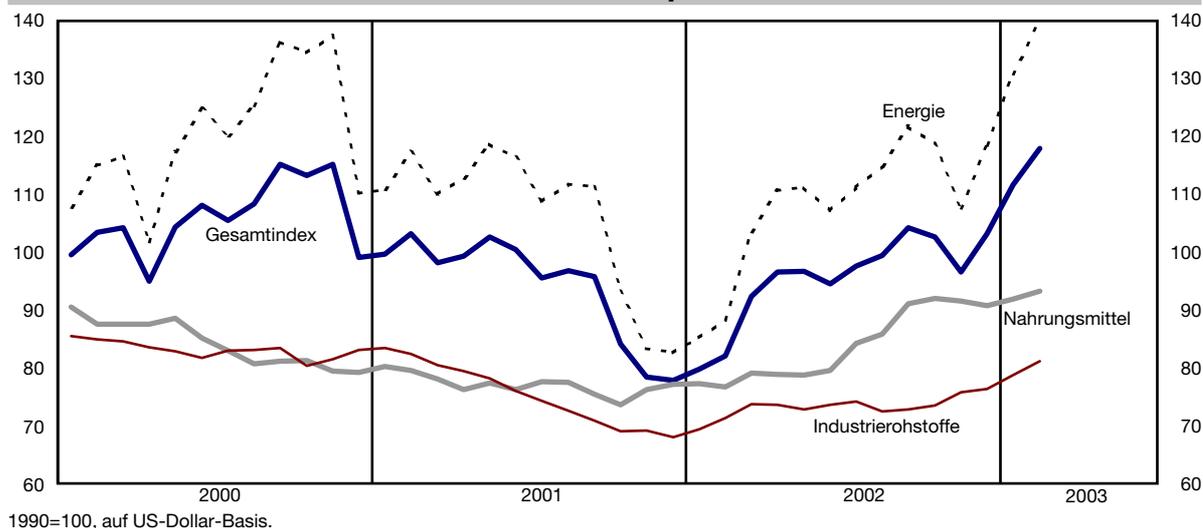
Im historischen Vergleich liegt eine niedrige Inflation im Euroraum vor, wengleich die Preisentwicklung nun bereits seit längerer Zeit knapp über der Zielvorgabe liegt. Der EZB ist es gelungen, die Märkte von ihrer Entschlossenheit bei der Verfolgung ihres Ziels der Preisstabilität zu überzeugen. Die aus den Markttrenditen inflationsindexierter Staatsanleihen⁷ abgeleiteten langfristigen Inflationserwartungen im Euroraum liegen unter 2% und damit unter der Zielvorgabe der EZB. Auch dies zeigt, dass die Anreize für umfangreiche Modifikationen der geldpolitischen Strategie seitens der EZB eher gering sind.

Christian Schumacher, Tel. 040/42834-359
Schumacher@hwwa.de

Eva-Ulrike Fieber, Tel. 040/42834-317
Eva-Ulrike.Fieber@hwwa.de

⁷ Im Euroraum gibt es lediglich in Frankreich inflationsindexierte Staatsanleihen (die OATi), die seit März 2002 auch mit der Inflationsrate im Euroraum indexiert werden.

HWWA-Index der Weltmarktpreise für Rohstoffe



HWWA-Index mit Untergruppen ^a	2002	Aug. 02	Sep. 02	Okt. 02	Nov. 02	Dez. 02	Jan. 03	Feb. 03
Gesamtindex	95,4	99,4	104,2	102,7	96,6	103,2	111,6	117,9
	(1,1)	(2,7)	(8,8)	(22,0)	(23,2)	(32,7)	(39,8)	(43,6)
Gesamtindex, ohne Energie	75,9	75,8	77,4	78,1	79,7	80,0	82,1	84,2
	(0,1)	(2,8)	(7,6)	(11,4)	(12,4)	(13,7)	(15,0)	(15,8)
Nahrungs- und Genußmittel	83,8	85,8	91,1	92,0	91,6	90,8	91,9	93,2
	(8,7)	(10,6)	(20,8)	(25,1)	(20,1)	(17,6)	(19,0)	(21,6)
Industrierohstoffe	73,2	72,5	72,8	73,4	75,7	76,3	78,8	81,1
	(-2,8)	(-0,1)	(2,8)	(6,5)	(9,5)	(12,2)	(13,5)	(13,7)
Agrarische Rohstoffe	71,5	71,4	71,8	72,7	74,8	75,5	78,7	81,0
	(-3,1)	(0,5)	(3,8)	(7,7)	(12,4)	(17,9)	(19,3)	(17,3)
NE-Metalle	70,0	67,1	67,4	68,0	71,6	72,0	73,6	76,1
	(-3,7)	(-2,0)	(1,6)	(6,9)	(8,2)	(7,2)	(6,4)	(9,3)
Energierohstoffe	108,2	114,8	121,7	118,7	107,6	118,4	130,9	139,9
	(1,5)	(2,7)	(9,4)	(27,2)	(29,1)	(43,3)	(53,4)	(58,6)

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

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