

Feldkord, Eva-Ulrike

Article — Published Version

## Die Bedeutung der monetären Analyse für die Europäische Zentralbank

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Feldkord, Eva-Ulrike (2005) : Die Bedeutung der monetären Analyse für die Europäische Zentralbank, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 85, Iss. 4, pp. 258-263,  
<https://doi.org/10.1007/s10273-005-0361-3>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/42463>

### 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.*

Eva-Ulrike Feldkord

# Die Bedeutung der monetären Analyse für die Europäische Zentralbank

*Die geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank beruht auf der wirtschaftlichen und der monetären Analyse von Risiken für die Preisstabilität im Euroraum. Sollte der monetären Analyse eine prominente Rolle zugewiesen werden?*

In der theoretischen Diskussion stehen sich vor allem zwei geldpolitische Strategien gegenüber: Die Geldmengensteuerung („monetary targeting“) und die direkte Inflationssteuerung („inflation targeting“).

Bei der Geldmengensteuerung verändert eine Zentralbank die Leitzinssätze derart, dass die Geldmenge mit einer konstanten, vorher festgelegten und bekannt gegebenen Rate wächst. Dieses Geldmengenziel wird dabei so abgeleitet, dass es mit Preisstabilität vereinbar ist. Die Geldmengensteuerung versucht, das Ziel der Preisstabilität mit Hilfe eines Zwischenziels zu erreichen.

Die direkte Inflationssteuerung konzentriert sich hingegen auf die Inflationsentwicklung an sich. Die Zentralbank veröffentlicht bei dieser Strategie ein mit Preisstabilität zu vereinbarendes Inflationsziel. Ihre geldpolitischen Entscheidungen sind mehr oder weniger mechanistische Reaktionen auf Abweichungen der prognostizierten Inflationsentwicklung von diesem Inflationsziel.

Keine dieser beiden Strategien ist in ihrer Reinform in der Praxis verfolgt worden. Die Deutsche Bundesbank hat sich stark an der Geldmenge als Zwischenziel orientiert; es ist aber nicht immer exakt erreicht worden. Andere Zentralbanken, wie z.B. die Bank of England oder die Reserve Bank of New Zealand, haben ein direktes Inflationsziel. Allerdings beruhen ihre Zinsentscheidungen nicht allein auf den Abweichungen der prognostizierten Inflationsrate von dem jeweiligen Inflationsziel.

Die Europäische Zentralbank (EZB) verfolgt eine geldpolitische Strategie<sup>1</sup>, die einzelne Elemente aus beiden genannten Strategien miteinander verbindet.

## Die geldpolitische Strategie der EZB

Im Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft ist in Artikel 105 (1) für das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) als vorrangiges Ziel die Preisstabilität festgelegt. Im Oktober 1998 gab die EZB ihre geldpolitische Strategie bekannt, mit Hilfe derer sie dieses Ziel erreichen wollte<sup>2</sup>.

Die EZB definierte in den ersten Jahren Preisstabilität „als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2% gegenüber dem Vorjahr“, welche „mittelfristig beibehalten werden“ muss. Für die Erreichung dieses Ziels wählte die EZB eine geldpolitische Strategie aus, die auf zwei Säulen ruht – der monetären und der wirtschaftlichen Analyse.

Die monetäre Analyse (1. Säule) weist der Geldmenge auf mittlere Sicht eine herausragende Rolle für die Preisentwicklung zu und unterstreicht damit die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik. Die Geldpolitik muss somit nicht auf kurzfristige Schwankungen in der Geldmengenentwicklung reagieren. Für die Wachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3<sup>3</sup> gilt ein quantitativer Referenzwert in Höhe von 4,5% als mit Preisstabilität vereinbar. Dieser Referenzwert leitet sich aus der Quantitätsgleichung von Irving Fisher ab, die besagt, dass sich die Veränderungsrate der Geldmenge aus der Summe der Veränderungsrate von realem Produktionspotenzial und dem HVPI abzüglich der Veränderungsrate der Einkommensumlaufgeschwindigkeit der Geldmenge M3 ergibt.

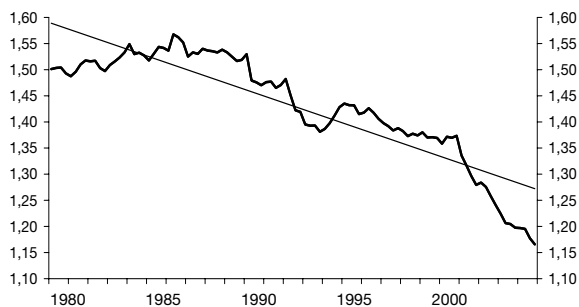
<sup>1</sup> Siehe dazu im Detail: Europäische Zentralbank: The monetary policy of the ECB, Frankfurt/Main 2004.

<sup>2</sup> Siehe Europäische Zentralbank: A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB, Press Release, Frankfurt/Main, October 13, 1998 ([http://www.ecb.de/press/pr/date/1998/html/pr981013\\_1.en.html](http://www.ecb.de/press/pr/date/1998/html/pr981013_1.en.html)).

<sup>3</sup> Die Geldmenge M1 beinhaltet Bargeld und täglich fällige Einlagen. M2 besteht aus M1, Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren und Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten. Das Geldmengenaggregat M3 umfasst M2, Repogeschäfte, Geldmarktfondsanteile und Schuldverschreibungen mit einer Restlaufzeit von bis zu zwei Jahren.

*Eva-Ulrike Feldkord, 31, Dipl.-Volkswirtin, ist wissenschaftliche Mitarbeiterin in der Abteilung „Internationale Makroökonomie“ im Hamburgischen Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA).*

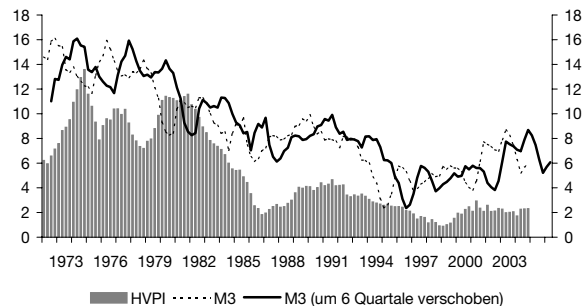
**Abbildung 1**  
**Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Die Einkommensumlaufgeschwindigkeit wird mit Hilfe der Fisher'schen Quantitätsgleichung geschätzt, d.h. sie ist der Quotient von nominalem Bruttoinlandsprodukt und Geldmenge.

Quellen: EZB; Eurostat; Thomson Financial Datastream; Berechnungen des HWWA. Die historischen Reihen sind dem Datensatz zum Area-Wide-Model (siehe G. Fagan, J. Henry, R. Mestre: An area-wide model (AWM) for the euro area, Europäische Zentralbank, Working Paper Nr. 42, Frankfurt/Main Januar 2001) entnommen.

**Abbildung 2**  
**Entwicklung der Geldmenge M3 und des Preisniveaus**  
(Veränderungen zum Vorjahr in %)



Quellen: EZB; Eurostat; Thomson Financial Datastream; Berechnungen des HWWA. Die historischen Reihen sind dem Datensatz zum Area-Wide-Model (siehe G. Fagan, J. Henry, R. Mestre: An area-wide model (AWM) for the euro area, Europäische Zentralbank, Working Paper Nr. 42, Frankfurt/Main Januar 2001) entnommen.

Nach Schätzungen der EZB für den Euroraum basiert der Referenzwert auf einem Potenzialwachstum von 2,25% (Mittelwert aus 2% bis 2,5%) und einer Einkommensumlaufgeschwindigkeitsveränderung von -0,75% (Mittelwert aus -0,5% bis -1%). Da die EZB den Referenzwert mit 4,5% quantifiziert, müsste dann eine Inflationsrate von 1,5% als preisstabil gelten. Der Referenzwert bezieht sich auf den zentrierten gleitenden Dreimonatsdurchschnitt der Vorjahrsveränderungen, um monatlichen Schwankungen geringeres Gewicht zu verleihen. Er wird jährlich überprüft, um ihn gegebenenfalls an Entwicklungen in seinen Komponenten anzupassen.

Die wirtschaftliche Analyse (2. Säule) dient der Beobachtung und Analyse der realwirtschaftlichen Entwicklungen und ihrer Auswirkungen auf das Preisniveau. Dazu wird ein Bündel von gesamtwirtschaftlichen Indikatoren, die für die Preisentwicklung relevant sind, z.B. Produktivität, fiskalpolitische Indikatoren, Kapitalmarktbedingungen, Arbeitsmarktbedingungen, Preis- und Kostenindikatoren, Wechselkurse usw., herangezogen. Auf dessen Grundlage erfolgt dann die Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung und der Risiken für die Preisstabilität im Euroraum. Die geldpolitische Strategie der EZB stellt also eine Kombination aus reiner Geldmengenorientierung und einem Inflationsziel dar.

Im Frühjahr 2003 überprüfte die EZB ihre geldpolitische Strategie und gab das Ergebnis der Überprüfung

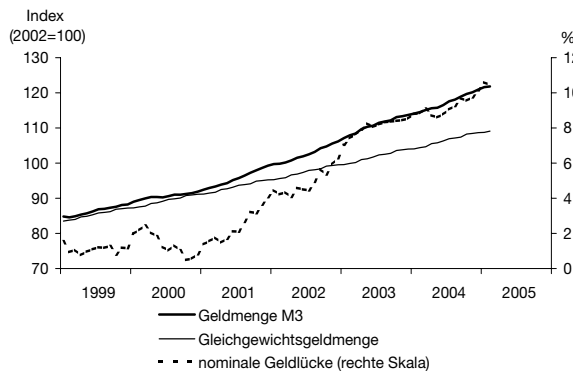
im Mai bekannt<sup>4</sup>. Die quantitative Definition des Ziels der Preisstabilität wurde bestätigt und präzisiert. Der Anstieg des HVPI für den Euroraum soll „unter, jedoch nahe 2%“ gegenüber dem Vorjahr betragen. Die Zwei-Säulen-Strategie wurde ebenfalls leicht modifiziert. Die Ausrichtung der Geldpolitik auf die mittlere Frist wird verstärkt betont, da die monetäre Analyse zur Beurteilung mittel- bis langfristiger Gefahren für die Preisstabilität herangezogen wird. Die wirtschaftliche Analyse dient dagegen der Feststellung kurz- bis mittelfristiger Risiken für die Preisstabilität. Mit Hilfe einer wechselseitigen Überprüfung („cross-checking“) der aus beiden Säulen gewonnenen Informationen – wobei in den Pressekonferenzen und den Monatsberichten der EZB die kurz- bis mittelfristige Analyse der Risiken zuerst erläutert wird – soll eine möglichst einheitliche Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität erfolgen.

Des Weiteren soll der Referenzwert für die Wachstumsrate von M3 nicht mehr jährlich überprüft werden, um damit den längerfristigen Charakter als Richtwert zur Evaluierung der monetären Entwicklung zu bekräftigen. Allerdings hätte der Referenzwert angepasst werden müssen. Die neue quantitative Definition des Zieles der Preisstabilität von unter, jedoch nahe 2% hätte ihn auf 4,8% anheben müssen, da nun eine Inflationsrate von 1,8% (Mittelwert aus 1,7% bis 1,9%) als preisstabil angesehen wird<sup>5</sup>. Die anderen Komponenten des Referenzwertes haben sich nicht verändert.

<sup>4</sup> Siehe dazu genauer: Europäische Zentralbank: Ergebnis der von der EZB durchgeführten Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie, in: Monatsbericht, Jg. 5, Nr. 6 (Juni 2003), S. 87 – 102.

<sup>5</sup> Siehe O. Issing: Press seminar on the evaluation of the ECB's monetary policy strategy, Europäische Zentralbank, Frankfurt/Main, 8. Mai 2003, [http://www.ecb.de/press/pressconf/2003/html/is030508\\_1.en.html](http://www.ecb.de/press/pressconf/2003/html/is030508_1.en.html).

**Abbildung 3**  
**Nominale Geldlücke<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Die nominale Geldlücke entspricht der Differenz zwischen der tatsächlichen Geldmenge M3 und dem Geldbestand M3, der sich aus einem dem Referenzwert von 4,5% pro Jahr entsprechenden konstanten M3-Wachstum ergeben hätte (Gleichgewichtsgeldmenge). Basisperiode ist hier der Dezember 1998. Die nominale Geldlücke wird in % des M3-Bestands dargestellt.

Quellen: EZB; Thomson Financial Datastream; Berechnungen des HWWA.

### Die monetäre Analyse

Die monetäre Analyse nimmt in der geldpolitischen Strategie der EZB für die mittlere Frist eine prominente Rolle ein, da die Geldmengenentwicklung Informationen über die zukünftige Preisentwicklung enthält, die realwirtschaftliche Indikatoren nicht liefern können. Als Richtwert zur Beurteilung der monetären Entwicklung dient dabei der Referenzwert für die Veränderungsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3. Die mittel- bis längerfristige Ausrichtung der Geldpolitik der EZB wird darin deutlich, dass sie nicht mechanistisch auf geringfügige oder kurz- bis mittelfristige Abweichungen vom Referenzwert reagiert. Diese müssen nicht unbedingt auf Gefahren für die Preisstabilität hinweisen. Die Entwicklung der Geldmenge kann durch Sondereinflüsse temporär verzerrt sein.

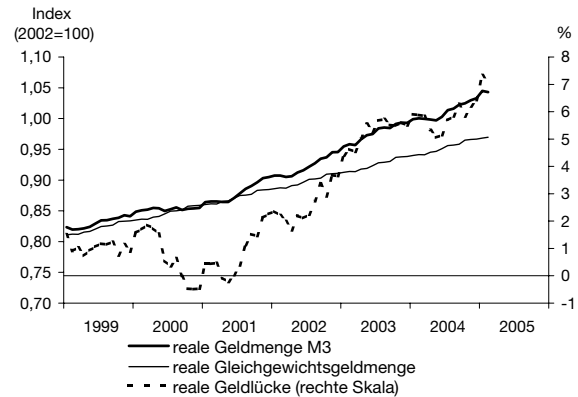
Auch für eine solche – weniger strikte – Anwendung des Referenzwertes müssen zwei notwendige Bedingungen erfüllt sein; die Geldnachfrage im Euroraum muss stabil sein und M3 muss eine Vorlaufeigenschaft in Bezug auf die Preisentwicklung aufweisen.

### Stabile Geldnachfrage

In Geldnachfragemodellen<sup>6</sup> werden die realen Geldbestände als eine Funktion einer so genannten Skalenvariablen (z.B. das reale Bruttoinlandsprodukt) und eines Maßes für die Opportunitätskosten der Geldhaltung (also z.B. die Eigenverzinsung von M3 oder die

<sup>6</sup> Siehe auch: Europäische Zentralbank: Gestaltungsrahmen und Instrumentarium der monetären Analyse, in: Monatsbericht, Jg. 3, Nr. 5 (Mai 2001), S. 43 – 63.

**Abbildung 4**  
**Reale Geldlücke<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Die reale Geldlücke entspricht der Differenz zwischen der mit dem HVPI deflationierten tatsächlichen Geldmenge M3 und dem deflationierten Geldbestand M3, der sich bei einem dem Referenzwert von 4,5% pro Jahr entsprechenden konstanten nominalen M3-Wachstum und einer mit der Preisstabilitätsdefinition der EZB im Einklang stehenden HVPI-Inflation ergeben hätte (reale Gleichgewichtsgeldmenge). Basisperiode ist hier der Dezember 1998. Die reale Geldlücke wird in % des realen M3-Bestands dargestellt.

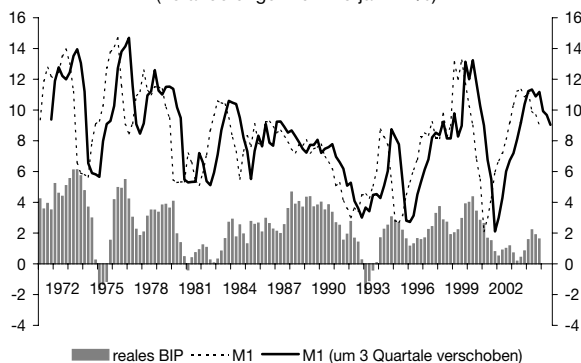
Quellen: EZB; Eurostat; Thomson Financial Datastream; Berechnungen des HWWA.

Rendite entsprechender Alternativen) geschätzt. Dabei wird die reale Geldmenge verwendet, da sich eine Veränderung des Preisniveaus langfristig gesehen vollständig in der Veränderung der nominalen Geldmenge widerspiegeln wird. Ist ein stabiler Zusammenhang zwischen der realen Geldmenge und ihren Einflussgrößen feststellbar, so besteht auch ein stabiler Zusammenhang zwischen nominaler Geldmenge und den Preisen. Mit Hilfe einer solchen Geldnachfragefunktion kann die Veränderung von M3 in die Veränderung der Determinanten der Geldnachfrage – also Wachstum des Bruttoinlandsprodukts, Veränderungen von Zinssätzen, Portfolioumschichtungen – zerlegt werden. Die nicht dadurch erkläraren Anteile der Veränderung von M3 können dann Risiken für die Preisstabilität darstellen, sie können aber durchaus auch auf Sondereinflüsse wie institutionelle Änderungen (z.B. Änderung der Besteuerung von Finanzanlagen) hindeuten. Eine vorsichtige Interpretation von Geldmengenanalysen mit Hilfe der Geldnachfragemodelle scheint geboten.

Empirische Untersuchungen haben die Stabilität der Geldnachfrage im Euroraum bestätigt, wobei die Stabilität der Nachfrage zunimmt, je weiter das Geldmengenaggregat gefasst wird<sup>7</sup>. Die Stabilität der Geld-

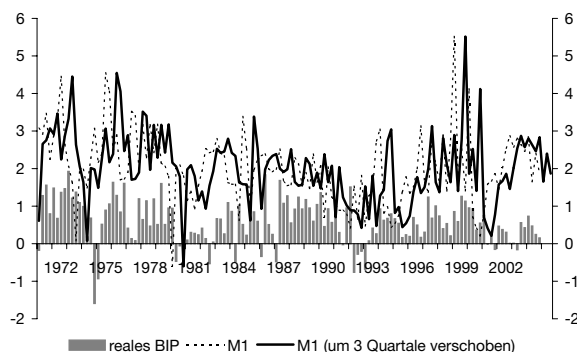
<sup>7</sup> Vgl. unter anderem C. Brand, N. Cassola: A money demand system for euro area M3, in: Applied Economics, Vol. 36, Nr. 8 (2004), S. 817 – 838; G. Coenen, J.-L. Vega: The Demand for M3 in the euro area, in: Journal of Applied Econometrics, Vol. 16, Nr. 6 (November/Dezember 2001), S. 727 – 748.

**Abbildung 5**  
**Entwicklung der Geldmenge M1 und des realen Bruttoinlandsprodukts**  
(Veränderungen zum Vorjahr in %)



Quellen: EZB; Eurostat; Thomson Financial Datastream; Berechnungen des HWWA. Die historischen Reihen sind dem Datensatz zum Area-Wide-Model (siehe G. Fagan, J. Henry, R. Mestre: An area-wide model (AWM) for the euro area, Europäische Zentralbank, Working Paper Nr. 42, Frankfurt/Main Januar 2001) entnommen.

**Abbildung 6**  
**Entwicklung der Geldmenge M1 und des realen Bruttoinlandsprodukts**  
(Veränderungen zur Vorperiode in %)



Quellen: EZB; Eurostat; Thomson Financial Datastream; Berechnungen des HWWA. Die historischen Reihen sind dem Datensatz zum Area-Wide-Model (siehe G. Fagan, J. Henry, R. Mestre: An area-wide model (AWM) for the euro area, Europäische Zentralbank, Working Paper Nr. 42, Frankfurt/Main Januar 2001) entnommen.

nachfrage kann auch anschaulich mit Hilfe der Einkommensumlaufgeschwindigkeit dargestellt werden (siehe Abbildung 1). Ein stetiger Trend der Umlaufgeschwindigkeit weist auf die Stabilität der Geldnachfrage hin. Abbildung 1 zeigt einen stetigen Rückgang der Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3 seit den 1980er Jahren. Der stärkere Rückgang seit dem Jahr 2000 ist nach Angaben der EZB auf Sondereinflüsse (wie z.B. Portfolioumschichtungen) zurückzuführen und stellt dadurch keinen Trendbruch dar.

Die Stabilität der Geldnachfrage scheint ein spezifisches Phänomen des Euroraums zu sein. In empirischen Studien<sup>8</sup> stellte sich heraus, dass Finanzmarktinnovationen und andere institutionelle Änderungen einen schwächeren Einfluss auf die Geldnachfrage im Euroraum gehabt haben als beispielsweise in den USA. Des Weiteren spielte auch das hohe Gewicht Deutschlands im Euroraum eine bedeutende Rolle, da die Geldnachfrage in Deutschland merklich stabiler als in anderen Staaten des Euroraums war<sup>9</sup>.

### Vorlaufeigenschaften von M3

Die Vorlaufeigenschaften von M3 bezüglich der Preisentwicklung sind in Abbildung 2 dargestellt. Der

<sup>8</sup> Einen guten Literaturüberblick bietet A. Calza, J. Sousa: Why has broad money demand been more stable in the euro area than in other economies? A literature review, in: O. Issing (Hrsg.): Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy, Frankfurt/Main 2003, S. 229 – 243.

<sup>9</sup> Die Gründe für die stabile Geldnachfrage in Deutschland lagen in der relativ frühen Liberalisierung des Finanzsektors (Anfang der 1970er Jahre). Die erreichte Preisstabilität hatte ihrerseits einen stabilisierenden Effekt auf die Geldnachfrage, da es keinen Bedarf an Finanzinnovationen – wie Hedging-Produkten für die Absicherung gegen Inflationsrisiken – gab.

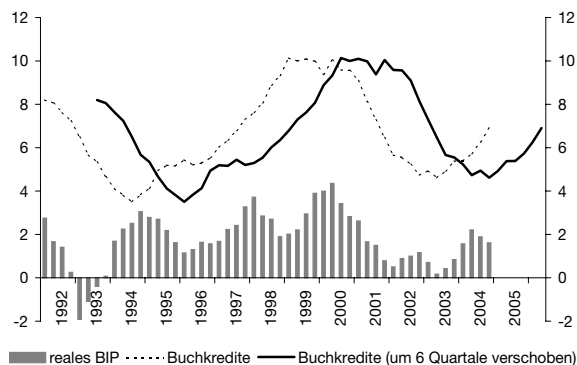
Vorlauf von M3 beträgt im Durchschnitt etwa sechs Quartale, was durch den Vergleich des Verlaufs von Preisentwicklung und verschobener M3-Kurve veranschaulicht werden kann. Dieser Zeitraum entspricht in etwa der Wirkungsverzögerung der Geldpolitik auf die Inflation. Ökonometrische Studien<sup>10</sup> haben bestätigt, dass Geldmengen- und auch Kreditaggregate wesentliche Informationen über die zukünftige Preisentwicklung im Euroraum enthalten. Sie weisen bei längeren Zeithorizonten bessere Vorlaufeigenschaften auf als realwirtschaftliche Indikatoren.

Beide notwendigen Voraussetzungen für die Anwendung eines Referenzwertes sind also erfüllt. Bei der Analyse des Geldmengenwachstums in Relation zum Referenzwert werden auch Variablen wie die Überschussliquidität (bzw. das Liquiditätsdefizit) untersucht. Die Überschussliquidität/das Liquiditätsdefizit ist die Differenz zwischen dem Niveau der tatsächlichen Geldbestände und einer geschätzten Gleichgewichtsgeldmenge. Anhaltende positive oder negative Abweichungen von der Gleichgewichtsgeldmenge können somit als Risiken für die Preisstabilität interpretiert werden. Zwei Messgrößen, die nominale und die reale Geldlücke, werden im Folgenden analysiert<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Siehe z.B. S. Nicoletti-Altamari: Does money lead inflation in the euro area? Europäische Zentralbank, Working Paper Nr. 63, Frankfurt/Main 2001.

<sup>11</sup> Vgl. Europäische Zentralbank, Gestaltungsrahmen und Instrumentarium der monetären Analyse, a.a.O., S. 50 ff.

**Abbildung 7**  
**Entwicklung der Vergabe von Buchkrediten und**  
**des realen Bruttoinlandsprodukts**  
(Veränderungen zum Vorjahr in %)



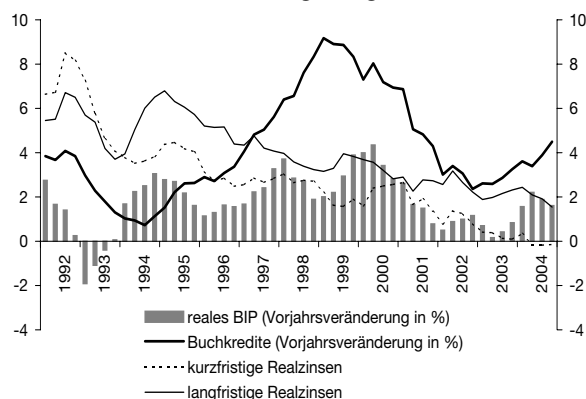
Quellen: EZB; Eurostat; Thomson Financial Datastream; Berechnungen des HWWA.

### Nominale und reale Geldlücke

Die nominale Geldlücke ist definiert als die Abweichung der beobachteten nominalen Geldmenge von einer nominalen Gleichgewichtsgeldmenge, die sich bei einem Wachstum entsprechend dem Referenzwert ergeben würde. In Abbildung 3 ist die nominale Geldlücke dargestellt (Basisperiode für den Beginn der Gleichgewichtsgeldmenge ist Dezember 1998). Seit Anfang 2001 weicht die tatsächliche nominale Geldmenge immer stärker von der Gleichgewichtsgeldmenge ab und der Anteil der Überschussliquidität am Bestand der Geldmenge M3 nimmt kontinuierlich zu. Diese Abweichung wurde von der EZB für die vergangenen Jahre zum Teil mit Portfolioumschichtungen in liquide Finanzanlagen begründet, die aufgrund der unsicheren geopolitischen und wirtschaftlichen Situation von den Anlegern bevorzugt wurden. Der nicht erklärte Teil deutet auf Risiken für die Preisstabilität hin.

Die reale Geldlücke ist analog die Abweichung der tatsächlichen realen Geldmenge von einer realen Gleichgewichtsgeldmenge. Sie kann nach der Definition der EZB auch als nominale Geldlücke abzüglich der Abweichungen der Verbraucherpreise von der Definition der Preisstabilität geschätzt werden (siehe Abbildung 4). Die Abweichungen der realen Geldmenge von ihrer Gleichgewichtsgeldmenge beginnen Mitte 2001 und fallen nicht so stark aus wie bei der nominalen Geldmenge. Der Anteil der realen Überschussliquidität an der realen Geldmenge nimmt ebenfalls zu, ist aber geringer als der Anteil der nominalen Überschussliquidität an der nominalen Geldmenge. Auch hier könnten die längerfristigen Abweichungen auf Inflationsrisiken hindeuten, vor allem wenn die Entwicklung weiter anhält.

**Abbildung 8**  
**Die Entwicklung der realen Vergabe von Buch-**  
**krediten sowie des realen Bruttoinlandsprodukts**  
**und die kurz- und langfristigen Realzinsen**



Quellen: EZB; Eurostat; Thomson Financial Datastream; Berechnungen des HWWA.

### Struktur und Gegenposten von M3

Die monetäre Analyse beschränkt sich keineswegs auf die Analyse der Entwicklung von M3 in Bezug auf den Referenzwert. Die EZB untersucht auch die Komponenten und die Gegenposten von M3, und zwar anhand der konsolidierten Bilanz der Monetären Finanzinstitutionen (MFIs)<sup>12</sup>. Die Analyse der Struktur von M3 lässt nicht nur unmittelbare Aussagen über die Entwicklung der Inflation zu, sondern auch über die Konjunktur. Das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 macht den größten Anteil an M3 aus. M1 besitzt gute Vorlaufeigenschaften für das reale Bruttoinlandsprodukt. Der Vorlauf beträgt sowohl für die Vorjahrsveränderungen als auch für die Veränderungen zur Vorperiode im Durchschnitt etwa drei Quartale (siehe Abbildungen 5 und 6)<sup>13</sup>, dies entspricht in etwa der Wirkungsverzögerung der Geldpolitik auf das Bruttoinlandsprodukt. Die Analyse der Veränderungen von M1 dient somit der Beurteilung von konjunkturell bedingten Risiken für die Preisentwicklung.

In den Gegenposten von M3 spiegeln sich alle Veränderungen von M3 wider. Diese umfassen unter anderem die Kreditgewährung an den privaten Sektor, die Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte, längerfristige Verbindlichkeiten der MFIs sowie Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euroraums. Den quantitativ wichtigsten Gegenposten

<sup>12</sup> Siehe auch ebenda S. 53 ff.

<sup>13</sup> Ökonometrische Studien dazu finden sich bei J.D. Hamilton, D.H. Kim: A Reexamination of the Predictability of Economic Activity Using the Yield Spread, in: Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 34, Nr. 2 (Mai 2002), S. 340 – 360; C. Brand, H.-E. Reimers, F. Seitz: Forecasting real GDP: What role for narrow money? in: O. Issing, a.a.O., S. 301 – 328.

stellen die Kredite an den privaten Sektor (Buch- und Wertpapierkredite) dar. Insbesondere die Buchkredite stehen in engem Zusammenhang mit den gesamtwirtschaftlichen Ausgaben und weisen relativ gute Vorlaufeigenschaften bezüglich des realen Bruttoinlandsprodukts auf (siehe Abbildung 7). Mit Hilfe der Analyse der Vergabe von Buchkrediten können also ebenfalls konjunkturell bedingte Risiken für die Preisentwicklung festgestellt werden. In empirischen Untersuchungen wurde ebenso nachgewiesen, dass die reale Kreditnachfrage in positivem Zusammenhang mit dem realen Bruttoinlandsprodukt und in negativer Beziehung zu den kurzfristigen und insbesondere langfristigen Realzinsen steht<sup>14</sup>. Diese Beziehungen sind in Abbildung 8 abgebildet.

### **Fazit**

Die prominente Rolle, die die EZB der monetären Analyse in ihrer geldpolitischen Strategie zuweist, ist vor dem Hintergrund der empirischen Studien gut begründet und gerechtfertigt. Die notwendigen Voraussetzungen zur Analyse der Geldmenge M3 mit Hilfe eines Referenzwertes sind erfüllt. Die Nachfrage nach M3 im Euroraum ist stabil und M3 weist gute Vorlaufeigenschaften für die Preisentwicklung auf. Durch die weitergehende Untersuchung von Überschussliquidität sowie Struktur und Gegenposten von M3 ist die monetäre Analyse breit fundiert und kann so zusätzlich zu den Risiken für die Preisstabilität die durch Sondereinflüsse verursachten Geldmengenentwicklungen herausfiltern.

Die gegenwärtige Entwicklung der Geldmenge M3 und der Kreditvergabe an den privaten Sektor könnte nach den von der EZB verwendeten Analysemethoden auf zukünftige Risiken für die Preisstabilität hinweisen, da sich das Wachstum beider Indikatoren seit Mitte bzw. Anfang 2004 beschleunigt hat. Der hohe Beitrag von M1 zu dem starken M3-Wachstum und die erwähnte parallele Entwicklung von M3 und Kreditvergabe an den privaten Sektor deuten darauf hin, dass das niedrige Zinsniveau einen erheblichen Einfluss auf die Geldmengenentwicklung hat. Auch die nominale und die reale Geldlücke sind weiter gestiegen, die Abweichungen der tatsächlichen Geldmengen von den Gleichgewichtsgeldmengen haben sich erhöht. Die EZB sollte die weitere Entwicklung dieser Aggregate wachsam beobachten<sup>15</sup>.

---

<sup>14</sup> Siehe A. Calza, C. Gardner, J. Sousa: Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area, in: *Applied Econometrics*, Vol. 35, Nr. 1 (Januar 2003), S. 107 – 117.

<sup>15</sup> Siehe Europäische Zentralbank: Kasten 1: Von monetären Indikatoren abgeleitete Inflationsprognosen, in: *Monatsbericht*, Jg. 7, Nr. 3 (März 2005), S. 21 ff.