

Professor Dr. Axel A. Weber

Präsident

der Deutschen Bundesbank

Perspektiven der europäischen Geldpolitik

Nordrhein-Westfälische Akademie der Wissenschaften

in Düsseldorf

am 16. Mai 2007

– Es gilt das gesprochene Wort –

Inhalt

1	Einleitung	2
2	Die geldpolitische Strategie des Eurosystems	4
2.1	Die quantitative Definition von Preisstabilität	4
2.2	Die zwei Säulen	5
3	Aktuelle Herausforderungen	6
3.1	Inflationsmessung und die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum.....	6
3.2	Globalisierung und niedrige Inflationsraten.....	8
3.3	Die Interpretation monetärer Indikatoren	9
3.3.1	Prognosegehalt monetärer Indikatoren für die Inflationsentwicklung	10
3.3.2	Die Stabilität der Geldnachfrage.....	11
4	Aktuelle geldpolitische Lage	11
5	Schlussfolgerungen	12
6	Literatur.....	13

1 Einleitung

Sehr geehrte Damen und Herren.

ich freue mich heute hier zu Ihnen anlässlich der Jahresfeier 2007 der Nordrhein-Westfälischen Akademie der Wissenschaften sprechen zu dürfen. In der geldpolitischen Profession ist es eine oftmals debattierte Frage, ob Geldpolitik Handwerk, Wissenschaft oder Kunst sei. Das Urteil darüber überlasse ich am Ende des Abends Ihnen.

Thema meines heutigen Vortrags ist eine kurze Erörterung der Grundzüge der Geldpolitik des Eurosystems. Zwei Aspekte möchte ich besonders herausheben: Einmal die Rolle und die wesentlichen Bausteine der geldpolitischen Strategie, zum anderen will ich eingehen auf einige aktuelle Herausforderungen in diesem Zusammenhang.

Eine der bemerkenswertesten makroökonomischen Entwicklungen der letzten beiden Jahrzehnte ist der weltweite markante Rückgang der Inflationsraten. Während über die relative Bedeutung der maßgeblichen Ursachen im Einzelnen noch debattiert wird, ist es unstrittig, dass einer effektiveren stabilitätsorientierten Geldpolitik eine wichtige – wenn nicht die zentrale – Rolle in diesem Prozess zukommt.

Bei allen Unterschieden in der konkreten Ausformung der Geldpolitik über Währungsräume hinweg existieren doch zentrale Gemeinsamkeiten eines Stabilitätskonsenses: Erstens setzt eine primär auf Preisniveaustabilität fokussierte Geldpolitik eine unabhängige und glaubwürdige Notenbank

voraus. Zweitens bedarf eine erfolgreiche Zielerreichung eines transparenten, für die Öffentlichkeit nachvollziehbaren, geldpolitischen Handlungs- und Entscheidungsrahmens. Diese Kernelemente finden sich in der Politik des Eurosystems in aller Klarheit wieder.

Die formale Unabhängigkeit des Eurosystems – also der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Notenbanken der Länder, die den Euro eingeführt haben – ist im EG-Vertrag respektive dem angehängten Protokoll über das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) niedergelegt. Hierdurch ergibt sich für eine Änderung der Regeln die hohe Hürde der Einstimmigkeit unter allen Mitgliedstaaten der EU. Institutionell handelt das Eurosystem unabhängig, da es den Notenbanken und den Mitgliedern ihrer Beschlussorgane untersagt ist, Weisungen von Regierungen oder EU-Organen entgegenzunehmen. Personelle Unabhängigkeit wird dadurch gewährleistet, dass die Mitglieder des EZB-Rates für ausreichend lange Amtszeiten ernannt werden und nur im Falle schwerer Verfehlungen, nicht aber aus politischen Gründen entlassen werden können. Zudem ist bei Mitgliedern des EZB-Direktoriums die Wiederernennung ausgeschlossen. Die finanzielle Unabhängigkeit der Zentralbanken des Eurosystems äußert sich vor allem darin, dass sie zur Finanzierung ihrer Aufgaben nicht auf Mittelzuweisungen öffentlicher Stellen angewiesen sind. Und schließlich handelt das Eurosystem operativ unabhängig, indem es frei ist in der Wahl der Mittel, mit denen es das Ziel der Preisstabilität erreichen will.

Das Eurosystem ist damit – aus guten Gründen – in seinem Handeln dem direkten politischen Willensbildungsprozess weitgehend entzogen. Das wird bisweilen kritisiert, ist aber unter dem Gesichtspunkt der langfristigen Stabilitätsorientierung notwendig. Dies stellt im Gegenzug hohe Anforderungen an die Rechenschaftspflicht der Zentralbank gegenüber dem letztendlichen Souverän, der Öffentlichkeit. Das Eurosystem kommt dieser Rechenschaftspflicht nicht nur durch vertraglich vorgegebene Berichtsaktivitäten nach. Es geht weit über diese Vorgaben hinaus, indem es auf vielfältige Weise eine intensive Kommunikation mit der Öffentlichkeit pflegt. Es wäre aber Fehlinterpretation, wenn Sie meinen heutigen Vortrag lediglich als Erfüllung einer Rechenschaftspflicht begriffen.

Die geldpolitische Strategie – als geldpolitischer Handlungs- und Entscheidungsrahmen – spielt hierbei eine entscheidende Rolle. Ihre Aufgabe ist es, die geldpolitisch relevanten Informationen auszuwählen und zu strukturieren, und zu verdeutlichen, wie diese letztlich in geldpolitische Entscheidungen münden. Sie hat damit sowohl für die interne geldpolitische Entscheidungsfindung als auch für die externe Kommunikation eine wichtige Bedeutung. Sie ist Teil der Rechenschaftspflicht und zugleich erfüllt sie eine wesentliche Funktion bei der Bildung und Stabilisierung der Erwartungen über die Geldpolitik und somit letztlich bei der Erreichung des Primärziels Preisstabilität. Damit die Strategie diese Aufgaben erfüllen kann, muss für die Öffentlichkeit nachvollziehbar sein, wie die Strategie mit Leben gefüllt wird. Hierzu zählt neben der Kenntnis der Grundzüge der Strategie insbesondere auch die Erörterung, wie die Geldpolitik auf neue

Herausforderungen oder Änderungen des ökonomischen Umfelds reagiert.

Ich möchte im Folgenden beide Aspekte erläutern, die Grundzüge der geldpolitischen Strategie und einige der aktuellen Herausforderungen. Schließlich werden einige Anmerkungen zur aktuellen Geldpolitik im Eurosystem deutlich machen, wie der Analyserahmen der Strategie konkret nutzbar wird, um aus der Fülle der Daten ein kohärentes Bild für den geldpolitischen Entscheidungsprozess zu gewinnen.

2 Die geldpolitische Strategie des Eurosystems

Die nachteiligen Folgen mangelnder Geldwertstabilität sind hinlänglich bekannt. Inflation übt willkürliche und verzerrende Effekte auf Distribution und Allokation in einer Volkswirtschaft aus, oder wie es Ludwig Erhard auf den Punkt brachte: „*Unstabiles Geld zerstört die gesellschaftlichen und sozialen Grundlagen jeder freien staatlichen Ordnung*“ (Erhard (1972), S. 85). Daher ist Preisstabilität nach Maßgabe des EG-Vertrages das vorrangige Ziel des Eurosystems – mit klarer Priorität vor den anderen im Vertrag formulierten wirtschaftspolitischen Zielen.

Vor Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion war daher nicht nur festzulegen, wie der EZB-Rat das Ziel der Preisstabilität erreichen will, sondern auch, was er unter Preisstabilität genau versteht. Die geldpolitische Strategie des Eurosystems besteht daher aus zwei wesentlichen Komponenten: Der quantitativen Definition von Preisstabilität und dem Analyserahmen zur Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität, der auf zwei Säulen basiert, der realwirtschaftlichen und der monetären Analyse.

2.1 Die quantitative Definition von Preisstabilität

Der EZB-Rat hat im Oktober 1998 Preisstabilität als „Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr“ definiert, wobei der mittelfristige Zielhorizont betont wurde. Nach einer Überprüfung der geldpolitischen Strategie im Mai 2003 bestätigte der EZB-Rat diese Definition, konkretisierte sie aber dahingehend, dass die Inflationsrate in der mittleren Frist „unter, aber nahe“ 2 % liegen sollte.

Durch die Referenz zum HVPI bezieht das Eurosystem den Begriff der „Preisstabilität“ auf die Verbraucherpreise, was dem üblichen Verständnis von Preisstabilität entspricht. Die Stabilität von Vermögenspreisen fällt also nicht unter diese Definition. Mit Bezugnahme auf den HVPI – einem so genannten Headline-Index – schließt der EZB-Rat auch eine Orientierung an so genannten Kernraten aus, also Inflationsraten, die besonders preisvolatilen Produktgruppen (z.B. Energie) herausfiltern. Des Weiteren stellt

die Definition klar, dass sich das quantitative Ziel auf den Euro-Raum als Ganzes bezieht. Abweichungen zwischen den Inflationsraten der einzelnen Mitgliedstaaten lösen also keine geldpolitische Reaktion aus.

Der EZB-Rat setzt mit der Quantifizierung von „unter, aber nahe 2 %“ auch eine klare Obergrenze für die aus seiner Sicht mit Preisstabilität vereinbare Inflationsrate. Schließlich bekundet die Betonung der Mittelfristigkeit die Toleranz gegenüber Zielabweichungen in der kurzen Frist, die sich aufgrund der Wirkungsverzögerungen geldpolitischer Impulse ohnehin nicht vermeiden lassen.

2.2 Die zwei Säulen

Im Oktober 1998 hat sich der EZB-Rat auf einen Analyserahmen zur Beurteilung der Preisrisiken verständigt, der nach einer umfangreichen Prüfung im Mai 2003 bestätigt, präzisiert und weiter gehend erläutert wurde. Er beruht auf der Erkenntnis, dass eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik sowohl die kürzerfristigen als auch die längerfristigen Inflationsrisiken im Blick behalten muss.

Die kurz- bis mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität werden dabei vor allem auf Basis gesamtwirtschaftlicher und finanzieller Indikatoren analysiert („wirtschaftliche Analyse“). Die Abschätzung des mittel- bis langfristigen Inflationspotenzials erfolgt hingegen überwiegend mit Hilfe monetärer Indikatoren. Die wechselseitige Überprüfung der Signale der beiden Säulen ermöglicht es dem Rat, seine Entscheidungen auf breiter Grundlage zu treffen, um so zu einer Gesamtbeurteilung der Risiken für die Preisstabilität zu gelangen, die nach Möglichkeit keine geldpolitisch relevanten Informationen vernachlässigt und so zu Fehlentscheidungen führen könnte.

In der kurzen bis mittleren Frist wird die Preisentwicklung insbesondere durch das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage an den Güter- und Faktormärkten bestimmt. Die wirtschaftliche Analyse konzentriert sich demgemäß auf die Beurteilung der aktuellen konjunkturellen und finanziellen Entwicklung und den damit einhergehenden kurz- bis mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität.

Die wirtschaftliche Analyse beschränkt sich allerdings nicht auf die (isolierte) Analyse von Einzelindikatoren. Vielmehr erstellen die Experten des Eurosystems zwei Mal jährlich eine so genannte gesamtwirtschaftliche Projektion. Auf der Grundlage einer Reihe technischer Annahmen, beispielsweise über das Niveau der Wechselkurse und der Entwicklung des Welt Handels, nehmen sie eine Abschätzung der Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts, seiner Komponenten sowie der HVPI-Preisentwicklung für das laufende, das nächste (und teilweise das übernächste) Jahr vor. Diese Projektionen des Eurosystem-Stabs werden vom EZB-Stab zweimal im Jahr aktualisiert und ebenfalls veröffentlicht.

Die Abschätzung der mittel- bis langfristigen Preisrisiken erfolgt im Rahmen der monetären Analyse. Sie basiert auf der allgemein akzeptierten

Erkenntnis, dass Inflation langfristig ein monetäres Phänomen ist. Dieser langfristige Zusammenhang zwischen Geldmengen- und der Preisentwicklung ist in zahlreichen empirischen Arbeiten sowohl für den Euro-Raum als auch für andere Währungsräume bestätigt worden.

Während die monetäre Analyse in den Anfangsjahren der Währungsunion besonders auf den Vergleich der Zwölfmonatsrate der Geldmenge M3 mit einem Wert für das mit Preisstabilität vereinbare Geldmengenwachstum (dem so genannten „Referenzwert“) abstellte, entwickelte sie sich in den Folgejahren immer weiter fort und nimmt eine umfassende Beurteilung der Liquiditätsslage vor.

Durch die explizite Betrachtung monetärer und nicht-monetärer Informationen begrenzt der breit angelegte Zwei-Säulen-Ansatz die Gefahr, dass der EZB-Rat seine geldpolitischen Entscheidungen einseitig und zu kurzfristig auf nur eine mögliche Quelle von Inflationsrisiken ausrichtet. Da geldpolitische Entscheidungen immer unter Unsicherheit zu fällen sind, hilft ein solch breiter Ansatz, die Wahrscheinlichkeit geldpolitischer Fehlentscheidungen zu verringern. Dies ist noch wichtiger in einem sich wandelnden ökonomischen Umfeld, da die Unsicherheit dann besonders ausgeprägt sein dürfte.

3 Aktuelle Herausforderungen

Grundsätzlich sollte eine geldpolitische Strategie so ausgestaltet sein, dass sie sich auch in einem sich wandelnden ökonomischen Umfeld bewährt. Größere Anpassungen aufgrund nur geringfügig modifizierter Umweltbedingungen sollten möglichst vermieden werden. Veränderungen der geldpolitischen Strategie verringern die Transparenz der Geldpolitik und erschweren so die Erwartungsbildung der betroffenen Wirtschaftsakteure. Ändert sich das geldpolitische Umfeld jedoch gravierend, könnte eine Anpassung in der Ausgestaltung der geldpolitischen Strategie nötig werden. In diesem Verständnis sind geldpolitische Strategien grundsätzlich einem stetigen Überprüfungsdruck ausgesetzt.

Dies betrifft grundsätzlich alle drei zuvor dargestellten Elemente: Operationalisierung des Stabilitätsziels, wirtschaftliche und monetäre Analyse. Auf einige ausgewählte Aspekte soll nachfolgend beispielhaft eingegangen werden.

3.1 Inflationsmessung und die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum

Der HVPI stellt auf die tatsächlichen monetären Ausgaben für einen bestimmten Warenkorb ab. Da dieser Warenkorb die repräsentativen Verbrauchsgewohnheiten erfassen soll, beinhaltet er auch Wohnausgaben. Allerdings werden diese bisher lediglich in Form der tatsächlichen Mietzahlungen, der Ausgaben für Haushaltsenergie und der Nebenkosten

und Aufwendungen für Renovierungen erfasst – die Ausgaben für den Erwerb oder die Errichtung von Wohnbauten bleiben außen vor. Dies ist jedoch unbefriedigend, da hierdurch ein bedeutender Teil des Aufwands der privaten Haushalte für die Lebensführung bei der Inflationsmessung unberücksichtigt bleibt. Darüber hinaus leidet die Vergleichbarkeit der Teuerungsraten im Euro-Gebiet, weil sich die Bedeutung des selbst genutzten Wohneigentums respektive des Wohnens zur Miete von Land zu Land mitunter deutlich unterscheidet.

Aus diesem Grund sollten die Aufwendungen für selbst genutztes Wohneigentum möglichst in die Inflationsmessung einbezogen werden (Weber (2007)). Hierzu gibt es prinzipiell drei Hauptvarianten: Das Nettoerwerbskonzept, also die Anrechnung der direkten Aufwendungen für den Nettoerwerb von Wohneigentum, die Verwendung periodengerecht abgegrenzter Nutzungskosten und die Ableitung von Äquivalenten für die Kosten der Eigennutzung aus Mietzahlungen für vergleichbare Wohnimmobilien.

Da der HVPI stärker den Kaufakt betont als beispielsweise ein Lebenshaltungskostenindex, erscheint beim selbst genutzten Wohneigentum das Nettoerwerbskonzept am sinnvollsten. Wegen des relativ geringen Gewichts des selbst genutzten Wohneigentums beim Nettoerwerbskonzept – die Kaufpreise sind zwar relativ hoch, die Kaufakte aber recht selten – wären zudem die Auswirkungen einer derartigen Berücksichtigung des selbst genutzten Wohneigentums auf den HVPI begrenzt. Ein deutlicher Bruch zum bisherigen Gesamtindex für das Euro-Gebiet wäre also nicht zu erwarten. Für das Nettoerwerbskonzept spricht auch ein vergleichsweise geringer Aufwand bei der Umsetzung. Wenn die Bodenkomponente außen vor bleiben soll, könnte auf Baupreisindizes zurückgegriffen werden. Für die beiden anderen Varianten (Mietäquivalente und Nutzungskosten) sind die statistischen Voraussetzungen ungünstiger. So könnte die Berechnung repräsentativer Mietäquivalente daran scheitern, dass es in vielen Ländern des Euro-Raums kaum ausreichend breite Mietwohnungsmärkte mit freier Preisfindung gibt. Und für die Schätzung von Nutzungskosten bedarf es präziser, transaktionsbasierter, aber qualitätsbereinigter unterjähriger Wohnimmobilienpreisindizes, die nicht nur einige wenige große Städte, sondern alle Regionen abdecken sollten.

Beim Nettoerwerbskonzept werden allerdings gegenüber dem Nutzungskostenkonzept die Finanzierungskosten vernachlässigt. Dies hat Vor- und Nachteile. So sind die Finanzierungskosten bei Immobilien wegen ihrer langen Lebensdauer besonders wichtig, was für ihre Einbeziehung spricht. Andererseits besteht ein Problem der Berücksichtigung der Finanzierungskosten bei der Inflationsmessung darin, dass sie durch die Geldpolitik selbst beeinflusst werden. Beispielsweise könnte ihre Einbeziehung dazu führen, dass eine Zinserhöhung durch das Eurosystem über die Erhöhung der Finanzierungskosten – bei Konstanz aller anderen Faktoren – eine (zeitweise) Erhöhung der Inflationsrate bewirkt. Da dies die Beurteilung des geldpolitischen Restriktionsgrades und die Erfolgsmessung der Geldpolitik erschwert, sollte dieser Faktor aus dieser Perspektive also eher nicht in die Inflationsmessung einbezogen werden. Hinzu kommt, dass die

Einbeziehung der Finanzierungskosten die Volatilität des Preisindex merklich erhöht, nicht zuletzt weil auch Wertsteigerungen bei Immobilien in Ansatz gebracht werden müssen.

3.2 Globalisierung und niedrige Inflationsraten

Ich habe bereits zu Anfang erwähnt, dass der Rückgang der Inflationsraten weltweit ein prägendes makroökonomisches Phänomen der letzten Jahre darstellt. Doch es sind nicht nur die Inflationsraten zurückgegangen, sondern es hat sich parallel dazu auch die Volatilität der Inflationsraten verringert.

Dies lässt sich auch für den Euro-Raum beobachten. Die Standardabweichung der jährlichen Teuerungsraten (Quartalsbetrachtung) fiel von rund 3 Prozentpunkten in den 80er Jahren auf wenig mehr als 1 Prozentpunkt im darauf folgenden Jahrzehnt. Seit Beginn der dritten Stufe der Währungsunion 1999 war eine nochmalige Verringerung auf knapp $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt zu verzeichnen. Diese erfreuliche Entwicklung ist zuallererst einer stärkeren Stabilitätsorientierung der Geldpolitik zu verdanken.

Ein flacher Inflationsverlauf bedeutet jedoch auch neue Herausforderungen für vorausschauende Geldpolitik und für geldpolitische Strategie. So implizieren wenig schwankende Teuerungsraten, dass die aktuelle Inflationsrate bereits eine hohe Prognosekraft für die Zukunft besitzt. Unter solchen Umständen ist der zusätzliche Prognosegehalt jedes weiteren Indikators für die Prognose der zukünftigen Teuerung – sei es aus der wirtschaftlichen oder der monetären Analyse – naturgemäß vergleichsweise gering.

Hier kommt ein verwandter Aspekt hinzu: Es ist plausibel anzunehmen, dass die erfolgreichere Geldpolitik auch auf der Orientierung an Indikatoren mit guter Prognoseeigenschaft für die kommende Inflationsrate basiert. Dieser Umstand erschwert es jedoch gerade, diese guten Prognoseeigenschaften (insbesondere am aktuellen Rand) ohne weiteres empirisch festzustellen („Goodhart’s law“). Folgende Überlegung macht dies deutlich: Richtet sich Geldpolitik an einem erfolgreichen Prognoseindikator aus, dann wird ex-post diese Prognoseeigenschaft abnehmen oder verschwinden. Der Grund hierfür ist aber nicht fehlende Prognoseeigenschaft, im Gegenteil! Ursächlich ist gerade die effektive Nutzung der Vorlaufeigenschaft des betreffenden Indikators. Dieses Beispiel macht deutlich, dass die geldpolitische Nützlichkeit eines Indikators nicht allein auf Basis seiner aktuellen Prognosekraft für die kommende Inflationsentwicklung beurteilt werden darf. Dies gilt im Übrigen gleichermaßen für monetäre und nicht-monetäre Indikatoren.

Neben der Geldpolitik wird vielfach auch die Globalisierung als Grund für die weltweit niedrigen und stabilen Inflationsraten angeführt, auch wenn das Ausmaß des Gesamteffekts nur schwer abzuschätzen ist. So ist beispielsweise dem Preis dämpfenden Effekt billigerer Importwaren aus

Schwellenländern wie China und Indien der Anstieg der Energie- und Rohstoffpreise (und dem damit verbundenen Druck auf die inländischen Löhne und Preise) gegenüberzustellen, der durch den forcierten exportbasierten Industrialisierungsprozess ebendieser Volkswirtschaften erzeugt wird.

Wichtiger aus einer längerfristigen geldpolitischen Perspektive ist dabei, dass die Globalisierung die heimischen Preisbildungsprozesse und damit die Inflationsdynamik verändern kann. Beispiele hierfür wären direkte Effekte über Außenhandel und Importpreise, der Einfluss von Importkonkurrenz und drohenden Produktionsverlagerungen auf die Lohnentwicklung oder eine in einer globalisierten Welt möglicherweise verringerte Abhängigkeit der Preisentwicklung von heimischen Kapazitätsrestriktionen. Ohne diese Aspekte im Einzelnen diskutieren zu wollen, wird deutlich, dass die Globalisierung die im Rahmen der Abschätzung der Preisrisiken unterstellten Zusammenhänge grundlegend zu ändern vermag. Dies stellt eine Herausforderung insbesondere für die im Rahmen der wirtschaftlichen Analyse verwendeten Ansätze zur Abschätzung der kurz- bis mittelfristigen Inflationsentwicklung dar. Dies wird mit aller Klarheit deutlich, wenn man sich vergegenwärtigt, dass sämtliche der angesprochenen Beispiele das Potenzial haben, mit dem Phillipskurvenzusammenhang einen Kernbaustein der üblichen makroökonomischen und makroökometrischen Werkzeuge grundlegend zu verändern.

Letztlich sind Notenbanken durch die Globalisierung mit einem Anstieg des Ausmaßes an Unsicherheit hinsichtlich der Angemessenheit ihrer Modelle oder der in ihnen enthaltenen quantitativen Wirkungszusammenhänge konfrontiert. Vor diesem Hintergrund ist eine unmittelbare Konsequenz, sich einer robusten geldpolitischen Strategie zu bedienen. Robustheit bedeutet hier vor allem das Erfordernis eines breiten Analyserahmens, der eine Vielzahl von Modellen und Indikatoren verwendet und zudem den Blickwinkel des geldpolitischen Transmissionsprozesses nicht zu einseitig auf ein bestimmtes Modell der Inflationserklärung verkürzt. Hier kommt wiederum die monetäre Säule der geldpolitischen Strategie des Eurosystems ins Spiel.

3.3 Die Interpretation monetärer Indikatoren

Seit einiger Zeit schon lässt sich im Euro-Raum ein sehr starkes Wachstum der Geldmenge M3 beobachten, ohne dass dies mit einer entsprechenden Erhöhung der HVPI-Inflationsrate einhergegangen wäre. Dies hat einige Beobachter zu der Schlussfolgerung veranlasst, dass die Aussagekraft von Geldmengenbewegungen für die kommende Inflationsrate gering und dass die Geldnachfrage instabil geworden sei. Gelegentlich mündet diese Vermutung sogar in die Forderung, das Eurosystem solle die monetäre Säule vollständig aufgeben und sich stattdessen allein an der wirtschaftlichen Analyse orientieren. Aber weder die Vermutung einer man-

gelanden Prognosekraft monetärer Indikatoren für die Inflationsrate, noch die Befürchtung einer grundlegenden Instabilität im Geldnachfrageverhalten erweisen sich als begründet.

3.3.1 Prognosegehalt monetärer Indikatoren für die Inflationsentwicklung

Im Hinblick auf die Beurteilung monetärer Indikatoren spielt der Prognosegehalt für die zukünftigen Inflationsrisiken eine wichtige Rolle. In den entsprechenden empirischen Studien werden typischerweise einfache Gleichungen geschätzt, in denen die zukünftige Inflationsrate durch ihre eigene vergangene Entwicklung und eine oder zwei weitere monetäre oder nicht-monetäre Indikatoren prognostiziert wird. Aus diesen Studien erhält man regelmäßig das Ergebnis, dass monetäre Indikatoren vor allem bei längeren Prognosehorizonten von rund 6 bis 10 Quartalen eine über die eigene Historie der Inflationsraten hinausgehende Prognosekraft besitzen, während nicht-monetäre Indikatoren eher bei kürzeren Prognosehorizonten punkten können (s. z.B. Hofmann (2006)).

Allerdings wird dieser Art von Studien häufig eine willkürliche Auswahl der einbezogenen Variablen entgegengehalten, die die Ergebnisse zugunsten der einbezogenen monetären Indikatoren verzerren könnte. Dieser Vorwurf ist nicht stichhaltig, wie eine aktuelle Forschungsarbeit der Bundesbank zeigt (Scharnagl/Schumacher (2007)). In einem weitestgehend unrestringierten Ansatz, was Auswahl und Kombination einschlägiger Indikatoren in der Prognose angeht, kommt die Studie zu dem Ergebnis, dass monetäre Indikatoren über nicht-monetäre Indikatoren hinaus zusätzliche Prognosekraft für die kommende Inflationsentwicklung besitzen und daher von der Geldpolitik nicht vernachlässigt werden dürfen. Allerdings schwankt die Prognosequalität der einzelnen Indikatoren im Zeitablauf. Dieser Befund unterstreicht die Aussage, sich nicht auf einzelne Indikatoren zu konzentrieren, sondern eine breit angelegte Beurteilung der Inflationsrisiken vorzunehmen.

Bezogen auf die monetäre Analyse bedeutet letzteres auch, dass die monetäre Säule nicht auf einzelne Indikatoren reduziert werden darf. In der Öffentlichkeit herrscht leider häufig der Eindruck vor, dass die monetäre Analyse vor allem aus einem Vergleich des M3-Wachstums mit dem Referenzwert besteht. Dieser Vergleich bildet jedoch nur den Ausgangspunkt der monetären Analyse, die viel umfangreicher ist, sowohl hinsichtlich der Vielfalt der verwendeten Indikatoren als auch im Hinblick auf die angewendeten Methoden. Der sich zeitlich möglicherweise ändernde Informationsgehalt spezifischer monetärer Indikatoren macht im geldpolitischen Entscheidungsprozess eine Abschätzung der Qualität einzelner Indikatoren in Echtzeit nötig, was sich als sehr anspruchsvolle analytische Aufgabe erweist. Diese Komplexität erschwert auch die Kommunikation der monetären Säule gegenüber der Öffentlichkeit, denn ihr Inhalt lässt sich des-

wegen nicht auf sehr wenige oder gar einen einzelnen Indikator (wie z.B. den Referenzwert) reduzieren.

3.3.2 Die Stabilität der Geldnachfrage

Standardspezifikationen der Geldnachfragefunktion, die die Entwicklung der realen Geldmenge typischerweise lediglich in Abhängigkeit der Realeinkommens- (als SkalenvARIABLE) und der Zinsentwicklung (als OpportunitätskostenvARIABLE) erklären, vermögen das starke Geldmengenwachstum der letzten Jahre nicht mehr befriedigend zu erfassen. Diesen Befund darf man jedoch nicht vorschnell als endgültiges Urteil über ein instabiles Geldnachfrageverhalten fehlinterpretieren oder gar darauf schließen, dass eine gehaltvolle monetäre Analyse nicht mehr sinnvoll ist.

Erweitert man nämlich beispielsweise die Standard-Geldnachfragefunktion um die Preis- bzw. Vermögensentwicklung im Immobilienbereich, lassen sich keine Hinweise mehr für eine Instabilität finden (Greiber/Setzer (2007)). Offensichtlich steht demnach die Geldmengenentwicklung in einer gewissen wechselseitigen Beziehung zur Entwicklung auf den Vermögensmärkten, insbesondere dem Immobilienmarkt. So lässt sich zum einen feststellen, dass ein Anstieg der Immobilienpreise oder des Immobilienvermögens zu einer Beschleunigung der monetären Dynamik führt. Zum anderen ergibt sich aber auch der Befund, dass sich das starke Geldmengenwachstum im Euro-Raum zumindest teilweise auf die Immobilienpreisdynamik ausgewirkt hat.

Offen bleibt dabei aber zum jetzigen Zeitpunkt noch, ob eine solche Transmission bei den Immobilienpreisen endet. Es ist nämlich durchaus denkbar, dass die Erhöhung der Immobilienpreise letztendlich auch auf die Güterpreise durchschlägt, beispielsweise weil die Wohnkomponenten im HVPI steigen oder weil das gestiegene Immobilienvermögen zu verstärkten Konsumausgaben anregen kann. Da zu diesen Fragen bisher noch keine befriedigenden Antworten vorliegen, müssen die Notenbanken ihre geldpolitische Analyse durch mehr zielgerichtete Forschungsaktivitäten auf diesem Gebiet ergänzen. Diese Überlegungen verdeutlichen aber auch, dass es zur adäquaten Interpretation von Geldmengenbewegungen für die zukünftige Entwicklung der Verbraucherpreise notwendig sein mag, die Immobilienpreise – oder allgemeiner, die Vermögenspreise – umfassender zu berücksichtigen.

4 Aktuelle geldpolitische Lage

Die bisherigen Ausführungen behandelten unabhängig von Tagesaktualität eher grundsätzliche Fragestellungen. Die geldpolitische Strategie ist aber auch nicht zuletzt der Kompass, mit dem wir unseren aktuellen Politikurs bestimmen. Hierzu einige Anmerkungen.

Die wirtschaftliche Analyse liefert das Bild eines robusten und in der Breite gut fundierten Aufschwungs im Euro-Raum. Die Aussichten für eine Fortsetzung der günstigen Entwicklung sind gut. Die ersten veröffentlichten Zahlen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zu Jahresanfang stützen diese Einschätzung.

Vor diesem robusten konjunkturellen Hintergrund sind die aus der wirtschaftlichen Analyse resultierenden Inflationsrisiken aufwärts gerichtet: Die Kapazitätsauslastung ist – gemessen an ihrem langfristigen Durchschnitt - bereits hoch und wird voraussichtlich weiter zunehmen. Dies erhöht das Risiko kräftigerer Lohnerhöhungen als gegenwärtig erwartet. Darüber hinaus bestehen Gefahren aus den hohen und in den letzten Wochen wieder anziehenden Energiepreisen.

Im Rahmen der monetären Analyse deutet die anhaltend dynamische Entwicklung der Geldmengen- und Kreditaggregate klar auf Inflationsrisiken in der mittleren bis längeren Frist hin. Das seit einigen Jahren lebhaftes Wachstum der Geldmenge reflektiert nach allen verfügbaren Maßen eine reichliche Liquiditätsausstattung.

Die wechselseitige Überprüfung der Informationen aus beiden Säulen signalisiert demzufolge die Notwendigkeit großer Wachsamkeit. Rechtzeitiges und entschlossenes Handeln bleibt geboten, um Risiken für die Preisstabilität in der mittleren Frist entgegenzutreten.

5 Schlussfolgerungen

Der Erfolg einer geldpolitischen Strategie muss sich letztlich am Grad der Erreichung ihres primären Ziels messen lassen. Die geldpolitische Strategie des Eurosystems war in diesem Zusammenhang bisher erfolgreich. Dies bedeutet nicht, dass keine neuen Herausforderungen existierten und kontinuierliche Weiterentwicklungen des Analyseinstrumentariums nicht notwendig wären. Dies betrifft grundsätzlich alle Bereiche der Strategie, die den beiden Säulen zugrunde liegenden Hypothesen ebenso wie die der Definition von Preisstabilität zugrunde liegende Inflationsmessung.

So wird beispielsweise gemäß der gegenwärtigen Praxis das selbst genutzte Wohneigentum im HVPI nur unzureichend erfasst – ein bedeutender Teil des Aufwands der privaten Haushalte für die Lebensführung bleibt somit bei der Inflationsmessung unberücksichtigt. Es gibt grundsätzlich mehrere Möglichkeiten, die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum einzubeziehen, die jeweils ihre spezifischen Vor- und Nachteile besitzen; die Diskussion hierzu ist noch im Gange, aber es spricht einiges für das Nettoerwerbskonzept. Auch die Abschätzung der kurz- bis mittelfristigen Inflationsrisiken im Rahmen der realwirtschaftlichen Analyse steht vor Herausforderungen. Es kann beispielsweise nicht ausgeschlossen werden, dass sich die unterstellten Phillipskurvenzusammenhänge grundsätzlich verändert haben, zum Beispiel durch die Globalisierung. Dies erfordert eine laufende Überprüfung des verwendeten realwirtschaftlichen Analyse-

instrumentariums. Ähnliches gilt für die monetäre Analyse. Unsere aktuelle Forschung hierzu zeigt, dass die monetäre Entwicklung weiterhin unverzichtbare Informationen für die kommende Preisentwicklung enthält und dass die Geldnachfrage stabil ist, wenn die Entwicklung auf den Vermögenmärkten mit ins Bild genommen wird. Eine Abschätzung der mittel- bis langfristigen Inflationsrisiken erfordert daher auch eine Verbreiterung der Analyse des monetären Transmissionsmechanismus unter Einbeziehung ebendieser Vermögenmärkte. Es besteht daher ein kontinuierlicher Forschungsbedarf, damit das Eurosystem auch in Zukunft erfolgreich Geldpolitik unter sich wandelnden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen betreiben kann.

6 Literatur

Erhard, L. (1972): Bundestagsreden, Bonn, 1972.

Greiber, C./Setzer, R. (2007): *Money and Housing – Evidence for the Euro Area and the US*; Deutsche Bundesbank Discussion Paper, Series 1: Economic Studies, No. 12/2007, forthcoming.

Hofmann, B. (2006): *Do monetary indicators (still) predict euro area inflation?* Deutsche Bundesbank Discussion Paper, Series 1: Economic Studies, No. 18/2006.

Scharnagl, M./Schumacher, C. (2007): *Reconsidering the role of monetary indicators for euro area inflation from a Bayesian perspective using group inclusion probabilities*, Deutsche Bundesbank Discussion Paper, Series 1: Economic Studies, No. 09/2007.

Weber, A.A. (2007): Wohneigentum bei der Inflationsmessung berücksichtigen; Börsenzeitung vom 29. März 2007.

* * *