

EZB-Strategie: Ist die reine Geldmengensteuerung eine realistische Option?

Die Europäische Zentralbank (EZB) verfolgt eine geldpolitische Strategie, die in der Literatur als Inflation-Targeting bezeichnet wird. Einige Autoren betrachten dies als eine vorübergehende Notlösung, auf die die EZB angesichts verschiedener Unsicherheiten in der Anfangsphase der Europäischen Währungsunion zurückgreifen muß, und plädieren für einen baldigen geldpolitischen Strategiewechsel hin zur Geldmengensteuerung. Hier wird die Auffassung vertreten, daß die Strategie der EZB, die im Rahmen des Inflation-Targeting der Geldmenge eine bedeutende Rolle zumißt, auch für die Zukunft die geeignete geldpolitische Strategie zur Wahrung der Geldwertstabilität ist.

Eine reine Geldmengensteuerung ist nicht zweckmäßig. Diese Schlußfolgerung ergibt sich bereits aus den theoretischen Überlegungen und empirischen Erfahrungen der vergangenen 25 Jahre. Ein Grund ist die kurzfristige Volatilität der Geldnachfrage. Die hier vorgestellte empirische Untersuchung deutet, wie auch frühere Studien, darauf hin, daß die Geldnachfrage im Euroraum eine langfristige Stabilität aufweisen wird. Es wird jedoch gezeigt, daß in der kurzen Frist Abweichungen der Geldnachfrage von dem langfristig stabilen Pfad auftreten, so daß sich die Zentralbank schon aus diesem Grund kurzfristig nicht allein an der Geldmenge orientieren kann. Zweitens spricht gegen eine reine Geldmengensteuerung, daß die Geldmenge bestenfalls ein adäquater Frühindikator dafür sein kann, ob von der Geldpolitik eine destabilisierende Wirkung auf den Geldwert ausgeht. Störungen, die ihren Ursprung in der realen Sphäre haben, zeigt die Geldmenge erst an, wenn sie bereits realwirtschaftliche Wirkungen entfaltet haben und damit zu spät für einen frühzeitigen stabilisierenden Eingriff der Geldpolitik.

Geldmenge und Geldpolitik

Die Frage nach der Rolle, die die Geldmenge als Indikator oder Zwischenziel der Geldpolitik spielen kann, ist keineswegs neu. Sie bildet den Kern der Monetarismus-Debatte der siebziger und achtziger Jahre.¹ Nachdem in den siebziger Jahren

zahlreiche Zentralbanken dazu übergegangen waren, als Bestandteil ihrer geldpolitischen Strategie Geldmengenziele anzukündigen, wirkte die hohe Volatilität der Geldnachfrage alsbald disillusionierend, woraufhin die meisten Zentralbanken den geldpolitischen Stellenwert der Geldmengenentwicklung wieder verringerten.² Die Deutsche Bundesbank hielt zwar bis 1998 an der Vorgabe von Geldmengenzielen fest. Sie verfehlte diese Ziele jedoch in knapp der Hälfte aller Jahre, und das, obwohl sie sie als Zielkorridore mit einer Breite von zuletzt drei Prozentpunkten formulierte. Da die Bundesbank Verfehlungen des Geldmengenziels hinnahm, um ihr Inflationsziel zu erreichen, kommen beispielsweise Bernanke/Mihov (1997) zu dem Schluß, daß selbst die Bundesbank eher als „inflation-targeter“ denn als Geldmengensteuerin zu bezeichnen ist.³

Trotz der theoretischen und empirischen Einwände gegen eine reine Geldmengenstrategie gibt es Stimmen, die eine prominentere Rolle der Geldmenge in der geldpolitischen Strategie der EZB bzw. gar eine reine Geldmengensteuerung fordern.⁴ Im folgenden wird daher auch auf der Grundlage ökonomischer Ergebnisse erörtert, warum eine bloße Orientierung der Geldpolitik an der Geldmenge nicht mit dem primären Ziel der Geldpolitik – der Wahrung der Geldwertstabilität – vereinbar ist.

Die Geldmenge spielt unabhängig von der geldpolitischen Strategie eine bedeutende Rolle für die Geldpolitik, weil die Zentralbank mit ihrem Angebot an Zentralbankgeld den kurzfristigen Zinssatz beeinflusst bzw. mit dem von ihr festgelegten Refinanzierungssatz die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge. Mit diesem kurzfristigen Zinssatz beeinflusst die Zentralbank über die Wirkung auf die langfristigen Zinsen sowie den Wechselkurs und weitere Vermögenspreise die Gesamtnachfrage in der Wirtschaft und damit indirekt die Entwicklung

¹ Vgl. EHRLICHER, W.; BECKER, W.-D. (Hrsg.): Die Monetarismus-Kontroverse. Beihefte zu Kredit und Kapital, 4. Berlin 1978, und „Ist die Strategie der Geldmengensteuerung obsolet?“ in: Wirtschaftsdienst 1994, 6, S. 279-290, mit Beiträgen von O. ISSING, W. FILC, J. VON HAGEN und F. REITHER.

² Vgl. beispielsweise FRIEDMAN, B. M.: The Rise and Fall of Money Growth Targets as Guidelines for U.S. Monetary Policy. NBER Working Paper No. 5465, 1996.

³ Vgl. BERNANKE, B. S.; MIHOV, I.: What does the Bundesbank target? in: European Economic Review, 41, 6, 1997, S. 1025-1053.

⁴ Vgl. NEUMANN, M. J. M.: On the Choice of a Strategy for the European Central bank's Monetary Policy. Position Paper for EMU-Monitor, June 1998; sowie SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER WIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG: Weitreichende Entscheidungen, Jahresgutachten 1998/99. Stuttgart, S. 6 f.

des Preisniveaus.⁵ Über das Transaktionsmotiv der Geldhaltung wirkt die Entwicklung des Bruttoinlandsproduktes und des Preisniveaus auf die Geldnachfrage und damit die Geldmengenentwicklung bzw. die Zinsen zurück. Mittelfristig besteht daher ein Zusammenhang zwischen der Geldmengen- und der Preisniveaumentwicklung, der von der Veränderung des Bruttoinlandsprodukts und der Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit abhängt. Dieser Zusammenhang kommt in der tautologischen Quantitätsgleichung zum Ausdruck:

$$\dot{M} + \dot{V} = \dot{Y} + \dot{P}$$

wobei M die Geldmenge ist, V die Umlaufgeschwindigkeit dieser Geldmenge, Y das reale Bruttoinlandsprodukt bzw. das Transaktionsvolumen und P das Preisniveau. Der Punkt über den Variablen bezeichnet die Veränderungsrate der jeweiligen Variablen. Sofern man die Umlaufgeschwindigkeit und den trendmäßigen Anstieg des Bruttoinlandsproduktes bzw. den Anstieg des Produktionspotentials abschätzen kann, ist es möglich, den Zusammenhang zwischen den Veränderungsraten der Geldmenge und des Preisniveaus zu bestimmen. Dabei ist die Entwicklung des Produktionspotentials deshalb von Bedeutung, weil eine Abweichung des Bruttoinlandsproduktes vom Produktionspotential auf die Preisentwicklung zurückwirkt. Eine positive Produktionslücke, d. h. ein über dem Potential liegendes Bruttoinlandsprodukt wirkt tendenziell preiserhöhend, eine negative Produktionslücke preissenkend.

Ist die Umlaufgeschwindigkeit annähernd konstant oder ändert sie sich in stabiler, vorhersehbarer Weise, so ist es möglich, die Zuwachsrate der Geldmenge zu quantifizieren, die mittelfristig mit der Entwicklung des Produktionspotentials und Preisniveaustabilität vereinbar ist. Dabei wird Preisniveaustabilität in der Regel nicht mit Nullinflation gleichgesetzt, sondern mit einer stabilen niedrigen Inflationsrate.⁶ Dieses Inflationsziel liegt

in den Industrieländern gegenwärtig zwischen 0 und 3 vH.⁷ Sinkt beispielsweise die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes um 0,5 vH und steigt das Produktionspotential um 2,5 vH, so wäre mittelfristig ein Anstieg der Geldmenge um 5 vH mit einem Inflationsziel von 2 vH kompatibel.

Geldmengenstrategie

Die reine Geldmengenstrategie baut auf diesem Zusammenhang auf und beinhaltet, daß die Zentralbank ein Geldmengenziel ankündigt und sich in ihrem Handeln darauf beschränkt, eine Geldmengenentwicklung in Einklang mit diesem Ziel anzustreben. Der Charme einer derartigen Geldmengenregel besteht darin, daß sich die Zentralbank und die Öffentlichkeit bei der Beurteilung der Geldpolitik auf die Veränderung nur einer Variablen konzentrieren und vor diesem Hintergrund die künftige Preisniveaumentwicklung abschätzen. Die Befürworter einer Geldmengenstrategie betonen entsprechend, daß dadurch eine hohe Transparenz der Geldpolitik erreicht und die Gefahr einer Inflationsbeschleunigung infolge der starken Regelbindung der Geldpolitik eingedämmt würde.⁸ Entsprechend schreibt die Deutsche Bundesbank, daß gegenüber der Geldmengensteuerung die Nachteile „... eines ... Multi-Indikatorenansatzes ... in einem sehr hohen Grad der Komplexität, der damit verbundenen mangelnden Transparenz für die Öffentlichkeit und der Gefahr einer gewissen Orientierungslosigkeit der geldpolitischen Entscheidungen [bestehen].“⁹ Neumann (1998) hebt den geringen Informationsbedarf bei Verfolgung der Geldmengenstrategie hervor und betont, daß die Zentralbank im Verlaufe des Jahres lediglich auf Abweichungen der tatsächlichen Geldmengenentwicklung vom Geldmengenziel mit einer Anpassung ihrer Instrumente reagieren müsse.¹⁰

⁵ Detailliert wird der geldpolitische Transmissionsmechanismus beispielsweise dargestellt in FAVERO, C. A.; GIAVAZZI, F.: An evaluation of monetary policy transmission in the context of the European Central Bank. A Report to the European Parliament, 13. April 1999.

⁶ Ein Grund hierfür ist die systematische Überschätzung der Preisniveauveränderungen durch den Verbraucherpreisindex aufgrund von Qualitätsverbesserungen und Produktinnovationen. Für eine auf Deutschland bezogene Untersuchung vgl. HOFFMANN, J.: Probleme der Inflationsmessung in Deutschland. Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank. Diskussionspapier 1/98.

⁷ Vgl. KAHN, G. A.; PARRISH, K.: Conducting Monetary Policy With Inflation Targets. Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Third Quarter 1998, S. 6 und S. 9 ff.

⁸ Vgl. NEUMANN, M. J. M.: On the Choice of a Strategy for the European Central bank's Monetary Policy. Position Paper for EMU-Monitor, June 1998, sowie SCHEIDE, J.: Central banks: no reason to ignore money. Kieler Diskussionsbeiträge 316, Institut für Weltwirtschaft, Kiel 1998.

⁹ Vgl. DEUTSCHE BUNDESBANK: Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank. Frankfurt/M 1995, S. 70.

¹⁰ Vgl. NEUMANN, M. J. M.: On the Choice of a Strategy for the European Central bank's Monetary Policy. Position Paper for EMU-Monitor, June 1998, S. 6.

Die Vorteile einer erhöhten Transparenz und eines geringeren Informationsaufwandes lassen sich jedoch nur dann realisieren, wenn die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und damit die Geldnachfrage auch kurzfristig stabil und vorhersehbar ist. Abweichungen der Geldnachfrage von dem langfristig stabilen Pfad liegen dann vor, wenn die Geldnachfrage kurzfristig nicht durch die Variablen und Parameter erklärt werden kann, die langfristig einen signifikanten Erklärungsbeitrag leisten. Ursachen hierfür können eine erhöhte Unsicherheit, z. B. infolge einer erhöhten Volatilität der Finanzmärkte, sein oder auch Strukturbrüche, z. B. durch die Einführung neuartiger Anlageformen. Weicht die Geldnachfrage kurzfristig von dem langfristig stabilen Pfad ab, so kann die aktuelle Geldmengenentwicklung die Entwicklung der nachfragewirksamen Liquidität über- oder unterzeichnen. Der bloße Vergleich der aktuellen Geldmengenentwicklung mit dem Geldmengenziel läßt sodann keine Rückschlüsse darüber zu, ob die Zuwachsraten der Geldmenge mit dem Inflationsziel in Einklang steht.

Die Stabilität der Geldnachfrage

Für verschiedene europäische Länder sind stabile Geldnachfragefunktionen geschätzt worden.¹¹ Auch für den Euroraum¹² insgesamt zeigen Untersuchungen mit aggregierten Daten, daß stabile Geldnachfragefunktionen empirisch bestimmbar sind.¹³ Die Schätzung einer Geldnachfragefunktion für den Euroraum ist allerdings generell mit dem Problem verbunden, daß die Währungsunion erst seit kurzem besteht und daher für die Vergangenheit nationale Daten aggregiert werden müssen (vgl. Kasten).

Die meisten Analysen beschränken sich darauf, die langfristige Stabilität der Parameter der Geldnachfragefunktion zu zeigen. Die kurzfristige Erklärungsgüte der Geldnachfragefunktion wird in der Regel nicht untersucht. Abweichungen der Geldnachfrage vom langfristig stabilen Pfad haben aber, wie oben dargelegt, Auswirkungen für die praktische Verwendbarkeit der Geldmenge als Indikator und Zwischenziel der Geldpolitik. Im fol-

genden wird daher eine Geldnachfragefunktion für den Euroraum geschätzt, und es werden darauf aufbauend die langfristige Stabilität der Geldnachfrage und vor allem deren kurzfristige Erklärungsgüte untersucht.

Für die Geldnachfrage wird die Funktion

$$M^d / P = f(\bar{Y}, \bar{R})$$

gewählt.¹⁴ Hierbei ist M^d die Geldnachfrage, welche im vorliegenden Fall durch das breite Geldmengenaggregat M3 approximiert wird. P ist der Preisindex. Einen positiven Einfluß auf die Geldnachfrage hat die Transaktionsvariable Y . Die Opportunitätskosten der Geldhaltung, d. h. die Opportunitätskosten des Haltens von liquiden in M3 enthaltenen Vermögensanlagen, werden durch den langfristigen Zins R dargestellt. Dabei werden die Opportunitätskosten um die Eigenverzinsung der Geldmenge korrigiert, da bei einer weiten Abgrenzung des Geldmengenkonzeptes pekuniäre Erträge der Geldhaltung anfallen. Die Opportunitätskosten sind negativ mit der Geldnachfrage korreliert.¹⁵

Die Gültigkeit der Geldnachfragefunktion für den Euroraum wird ökonometrisch mit dem Kointegrationsverfahren nach Johansen getestet.¹⁶ Der Test auf Kointegration untersucht dabei, ob eine langfristig stabile Beziehung zwischen den Variablen besteht. Die Eigenschaften der Parameter dieser Kointegrationsbeziehung geben dann Aufschluß über die Gültigkeit der Geldnachfragefunktion. Zunächst wird auf die Anzahl der möglichen Kointegrationsbeziehungen getestet (vgl. Tabelle 1).

Die Nullhypothese, daß keine Kointegration zwischen den Variablen vorliegt ($r=0$), wird bei einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 5 vH abgelehnt. Testet man die Nullhypothese, daß eine Kointegrationsbeziehung vorliegt ($r=1$), so kann diese nicht mehr abgelehnt werden. Die Anzahl der im System

¹⁴ Vgl. ERICSSON, N. R.: Empirical Modelling of Money Demand, in: Empirical Economics, Vol. 23, No. 3, 1998, S. 483-506.

¹⁵ Die verwendeten aggregierten Reihen für den Euroraum sind das Geldmengenaggregat M3, der Konsumentenpreisindex, das reale Bruttoinlandsprodukt und die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen. Die Eigenverzinsung von M3 wird durch ein gewichtetes Mittel aus den dreimonatigen Interbankzinsen und den Refinanzierungssätzen, vorwiegend den Diskontsätzen, approximiert. Die verwendeten aggregierten Reihen für die Variablen wurden von der EZB und Eurostat bereitgestellt. Sofern diese Reihen nur für kurze Zeiträume verfügbar waren, wurden sie mit Daten der OECD und des IWF verknüpft (vgl. Kasten).

¹⁶ Vgl. JOHANSEN, S.: Likelihood-based Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Models, Oxford 1995.

¹¹ Einen Überblick liefern die Beiträge in LÜTKEPOHL, H.; WOLTERS, J. (Hrsg.): Money Demand in Europe. Heidelberg 1999.

¹² Der Begriff Euroraum bezeichnet hier auch für die Vergangenheit die Ländergruppe, die Anfang Januar 1999 den Euro als Währung eingeführt hat.

¹³ Vgl. die Übersicht bei BROWNE, F. X.; FAGAN, G.; HENRY, J.: Money Demand in EU Countries: A Survey, EMI Staff Paper, No. 7, 1997.

vorhandenen Gleichgewichtsbeziehungen ist somit eins. Ob diese Beziehung als Geldnachfragefunktion interpretiert werden kann, läßt sich anhand der Kointegrationsparameter klären (vgl. Tabelle 2).

Tabelle 1:
Kointegrationstest für die Geldnachfrage im Euro-
raum^{a, b}

- H0: r Kointegrationsbeziehungen liegen vor -

Kointegrations- beziehungen r	Trace-Test	
	Prüfgröße	Kritischer Wert ^c
0	44,80	29,68
1	12,29	15,41
2	0,12	6,65

^a Schätzzeitraum: erstes Quartal 1980 bis drittes Quartal 1998; drei Verzögerungen; Schätzung mit einer unrestringierten Konstanten; das Bruttoinlandsprodukt und die Geldmenge gehen als Logarithmen in die Schätzung ein. – ^b Der Test wird abgebrochen, wenn die H0-Hypothese das erste Mal nicht mehr abgelehnt werden kann. – ^c Kritischer Wert bei einem Signifikanzniveau von 95 vH.

Quellen: EZB; Eurostat; OECD; Berechnungen des IWH.

Die Vorzeichen der Koeffizienten entsprechen den sich aus der Theorie ergebenden. Das Bruttoinlandsprodukt hat einen positiven Einfluß, die Opportunitätskosten haben einen negativen. Zudem sind die Parameter signifikant. Die Stabilität der Parameter wird mit einem rekursiven Test untersucht. Dabei wird der Schätzzeitraum verkürzt, und sukzessive in die Vergangenheit verschoben (vgl. Abbildung 1). Die Variabilität der Schätzparameter läßt dann Rückschlüsse auf die langfristige Stabilität der Geldnachfrage zu.¹⁷

Tabelle 2:
Parameter der Geldnachfragefunktion für die
Geldmenge M3^a

Variable	Parameter	
	Wert ^b	t-Statistik
Y	1,209	77,161
R	-0,708	-2,503

^a Zur Schätzung vgl. Tabelle 1. – ^b Der Parameterwert für Y ist eine Elastizität; für R hingegen ist der Parameterwert eine Semielastizität, die angibt, um wieviel Prozent sich die Geldnachfrage verändert, wenn sich R um einen Prozentpunkt verändert.

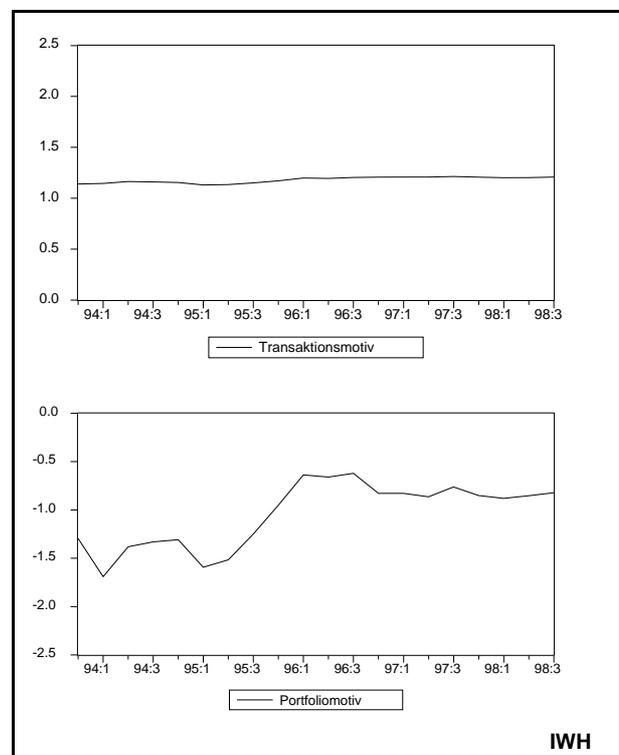
Quellen: EZB; Eurostat; OECD; Berechnungen des IWH.

Der Transaktionsparameter, d. h. die Korrelation zwischen der Geldnachfrage und dem Brutto-

¹⁷ Einschränkung ist allerdings zu berücksichtigen, daß der verwendete Schätzzeitraum dann stark verkürzt wird. Die Stabilitätsbetrachtung der Schätzung ist daher mit einer erhöhten Unsicherheit behaftet.

inlandsprodukt, weist nur eine geringe Variabilität auf. Der Zusammenhang zwischen den Opportunitätskosten und der Geldnachfrage ist etwas weniger stabil, hat aber immer das erwartete Vorzeichen.¹⁸ Insgesamt deuten die Ergebnisse auf ein langfristig stabiles und ökonomisch plausibles Geldnachfrageverhalten für den Euroraum hin. Allerdings ist zu beachten, daß die Ergebnisse auf Daten aus der Vergangenheit basieren. Durch den Übergang zu einem einheitlichen Währungsraum könnten Strukturbrüche auftreten, die die Stabilitätseigenschaften der geschätzten Geldnachfragefunktion beeinträchtigen und eine Interpretation am aktuellen Rand erschweren.

Abbildung 1:
Stabilität der Parameter der Geldnachfragefunktion^a
- Parameterwerte -



^a Der Schätzzeitraum wird auf 50 Quartale verkürzt. Dieser wird dann sukzessive in die Vergangenheit verschoben und das Schätzverfahren wiederholt durchgeführt. Die berechneten Parameterschätzer werden dem jeweiligen Ende des Schätzzeitraumes zugeordnet.

Quellen: EZB; Eurostat; OECD; Berechnungen des IWH.

¹⁸ Die Werte des Transaktions- und des Portfolioparameters liegen zudem im Bereich der Resultate, die in vergleichbaren, auf älterem Datenmaterial beruhenden Studien erzielt wurden. Vgl. FAGAN, G.; HENRY, J.: Long-run Money Demand in the EU: Evidence for Area-wide Aggregates, In: Empirical Economics, Vol. 23, No. 3, 1998, S. 483-506 und GOTTSCHALK, J.: A Cointegration Analysis of a Money Demand System in Europe. Kiel. Working Paper No. 902, 1999.

Zur Aggregation der nationalen Daten

Da der Euroraum erst seit dem 1. Januar 1999 als einheitlicher Währungsraum existiert, basieren Schätzungen einer Geldnachfragefunktion auf aggregierten nationalen Zeitreihen. Eine derartige Aggregation wirft sowohl aus methodischer als auch aus analytischer Sicht Probleme auf.

Methodisch stellt sich die Frage nach dem Verfahren bei der Aggregation der nationalen Geldmengen, Bruttoinlandsprodukte, Preisindizes und Zinsen. So müssen die nationalen Reihen für die Geldmenge und das Bruttoinlandsprodukt in eine einheitliche Währung umgerechnet werden, bevor sie zu einer Reihe für den Euroraum zusammengefügt werden können. In der Literatur werden hierfür drei Verfahren diskutiert: Eine Umrechnung mit laufenden Wechselkursen, eine Umrechnung mit Kaufkraftparitäten einer Basisperiode und eine Umrechnung mit den Wechselkursen einer Basisperiode.^a Alle drei Verfahren weisen Vor- und Nachteile auf, so daß sich bisher kein Verfahren als dominant herausgebildet hat. Bei einer Verwendung laufender Wechselkurse besteht beispielsweise das Problem, daß das Bruttoinlandsprodukt und die Geldmenge allein durch Multiplikation mit dem jeweiligen Wechselkurs eine stärkere Korrelation erhalten als auf Basis der nationalen Statistiken. In den hier durchgeführten Berechnungen erfolgt die Aggregation auf der Grundlage fester Wechselkurse, und zwar der Umrechnungskurse in den Euro. Dies entspricht auch dem Aggregationsverfahren der EZB.^b Mit den hieraus errechneten Anteilen der einzelnen Länder am Bruttoinlandsprodukt des Euroraums wurden die nationalen Preisindizes und die nationalen Zinsen gewichtet.

Ein weiteres methodisches Problem liegt in den nur begrenzt vergleichbaren nationalen Statistiken. Für M3 wurde dieses Problem vor kurzem von der EZB entschärft, als sie eine aggregierte Reihe in der gegenwärtig angewandten Abgrenzung für den Zeitraum seit 1980 bereitstellte.^c Diese historische Reihe beruht allerdings zum Teil auf Schätzungen, steht unter dem Vorbehalt künftiger Revisionen und wurde nicht offengelegten Bereinigungen unterzogen. Weder für das Inlandsprodukt noch für den Verbraucherpreisindex existieren bislang harmonisierte lange Reihen. Auch die Hauptrefinanzierungssätze der Zentralbanken, die hier in die Berechnung der Eigenverzinsung von M3 eingehen, waren in der Vergangenheit nur begrenzt vergleichbar, und die langfristigen Zinsen weisen in bezug auf die Fristigkeit Unterschiede auf.

Auch die in der Vergangenheit schwankenden Wechselkurse erschweren die Interpretation der geschätzten Geldnachfragefunktion, da die zum Teil beträchtlichen Unterschiede zwischen den Zinsniveaus der einzelnen Länder auch auf erwartete Wechselkursänderungen zurückzuführen sind. Ähnlich verzerrend können unterschiedliche Risikoprämien der einzelnen Währungen und der Staatspapiere wirken. Unabhängig von Problemen der Aggregation können ökonometrische Untersuchungen zur Geldnachfrage zudem mit Strukturbrüchen konfrontiert sein. Diese treten beispielsweise infolge von Finanzinnovationen oder außergewöhnlichen Ereignissen wie der deutschen Einheit auf. Strukturbrüche werden mit den herkömmlichen Stabilitätstests identifiziert und durch entsprechende Neuspezifikationen berücksichtigt.

Insgesamt ist eine Geldnachfragefunktion für die Gesamtheit der Länder des jetzigen Euroraums daher vorsichtig zu interpretieren. Dies gilt, obwohl Studien auf der Grundlage der verschiedenen Aggregationsverfahren ähnliche Schätzergebnisse erzielen^d und Einzeluntersuchungen für zahlreiche Länder der EWU ebenfalls zu dem Ergebnis langfristig stabiler Geldnachfragefunktionen kommen.^e

^a Vgl. WESCHE, K.: Geldnachfrage in Europa – Aggregationsprobleme und Empirie. Heidelberg 1998. Eine Umrechnung mit laufenden Kaufkraftparitäten ist aufgrund der mangelnden Verfügbarkeit entsprechender Daten nicht realisierbar.

^b Vgl. EUROPÄISCHE ZENTRALBANK: Monatsbericht Februar 1999, S. 42-47.

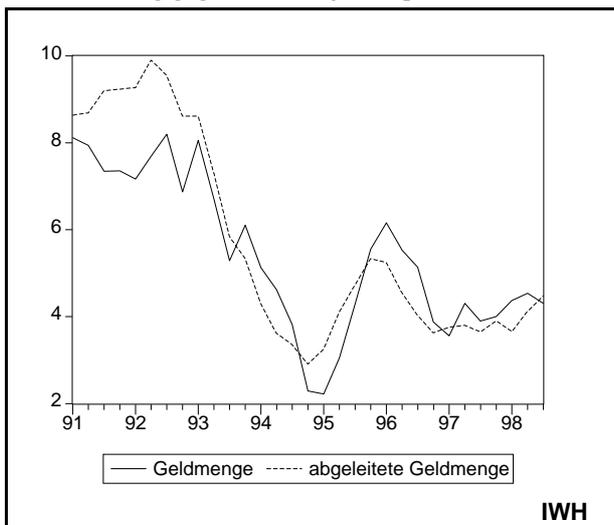
^c Vgl. ebenda.

^d Vgl. FAGAN, G.; HENRY, J.: Long-run Money Demand in the EU: Evidence for Area-wide Aggregates, in: Empirical Economics, Vol. 23, No. 3, 1998, S. 483-506.

^e Vgl. LÜTKEPOHL, H.; WOLTERS, J. (Hrsg.): Money Demand in Europe. Heidelberg 1999.

Für die Anwendung der Geldmengensteuerung ist aber auch relevant, ob die Geldnachfrage kurzfristig ausreichend gut durch die ermittelte Geldnachfragefunktion abgebildet wird. Dies wird geprüft, indem die aus der Geldnachfragefunktion berechnete Geldmengenentwicklung der tatsächlichen gegenübergestellt wird (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2:
Abgeleitete^a und tatsächliche Geldmengenentwicklung im Euroraum 1980 bis 1998
- Veränderung gegenüber Vorjahresquartal, in vH -



^a Die abgeleitete Geldmenge ist die Geldmenge, die sich aus der Geldnachfragefunktion ergibt.

Quellen: EZB; Eurostat; OECD; Berechnungen des IWH.

Die Standardabweichung der aus der Geldnachfragefunktion abgeleiteten Geldmengenentwicklung von der tatsächlichen Geldmengenentwicklung beträgt im Schätzzeitraum etwa einen Prozentpunkt. Auf der Grundlage der Geldnachfragefunktion kann die Geldmengenentwicklung dementsprechend im Mittel um etwa einen Prozentpunkt nach oben oder unten falsch eingeschätzt werden; über Monate hinweg kann die Spanne der Abweichungen sogar deutlich höher sein, wenngleich sie langfristig nicht bestehen bleibt.

Unzureichende Indikatoreigenschaften der Geldmenge

Kurzfristige Abweichungen der Geldnachfrage vom langfristig stabilen Pfad führen dazu, daß die Geldmengenentwicklung die Entwicklung der nachfragewirksamen Liquidität nicht adäquat widerspiegelt. Eine ähnliche Wirkung kann auch von der Zinsabhängigkeit der Geldnachfrage ausgehen. Unterzeichnet die aktuelle Geldmengenentwicklung beispielsweise die nachfragewirksame Liqui-

dität, weil hohe Opportunitätskosten, d. h. hohe langfristige Zinsen,¹⁹ eine Bevorzugung von liquiden, in dem Geldmengenaggregat enthaltenen Vermögensanlagen gegenüber längerfristigen Anlageformen bewirken, so würde sich bei einer Entwicklung der Geldmenge in Einklang mit dem Geldmengenziel von monetärer Seite ein Inflationspotential aufbauen. Die Zinsabhängigkeit der Geldnachfrage wird seit den fünfziger Jahren in allen Standardmodellen berücksichtigt²⁰ und dürfte ein Grund dafür sein, daß beispielsweise die Bundesbank einen Zielkorridor statt eines Punktziels für die Geldmengenentwicklung vorgab. Sofern sich die Geldnachfrage kurzfristig von ihrem langfristig stabilen Pfad entfernen kann, ist es jedoch nicht möglich, Abweichungen der Geldmengenentwicklung von der Mitte des Korridors ausschließlich mit Rekurs auf die Zinsabhängigkeit der Geldnachfrage zu erklären.

Als Konsequenz müssen auch Zentralbanken, die ein Geldmengenziel als Zwischenziel der Geldpolitik vorgeben, aber letztlich ihrem Endziel der Geldwertstabilisierung Vorrang geben, eine Vielzahl weiterer monetärer Indikatoren analysieren, die Aufschluß darüber geben, inwieweit die Veränderung der Geldmenge eine Veränderung der nachfragewirksamen Liquidität widerspiegelt. Hierzu gehören vor allem sowohl die bilanztechnischen Gegenposten des Geldmengenaggregats, insbesondere die Geldkapitalbildung bei den Banken und die Kreditentwicklung, als auch die Zinsspanne zwischen kurz- und längerfristigen Anlagen. Beharrt eine Zentralbank in ihren Verlautbarungen auf einer reinen Geldmengenpolitik, senkt jedoch beispielsweise trotz einer Überschreitung des Geldmengenziels die Zinsen, weil die Geldmengenentwicklung die Entwicklung der nachfragewirksamen Liquidität stark überzeichnet, so leidet die Transparenz der Geldpolitik.

Als alleiniger Frühindikator der künftigen Preisniveaumentwicklung wäre die Geldmengenentwicklung zudem nur dann angemessen, wenn keine Störungen der wirtschaftlichen Aktivität ihren Ursprung im realwirtschaftlichen Bereich hätten. Einen nach unten gerichteten Preisdruck bei einer

¹⁹ Genauer: im Vergleich zur Eigenverzinsung des Geldmengenaggregats hohe langfristige Zinsen.

²⁰ Die theoretische Berücksichtigung der Zinsabhängigkeit der Geldnachfrage geht zurück auf KEYNES, J. M. [1936]: *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. San Diego 1964. – Vgl. auch TOBIN, J.: *The Theory of Portfolio Selection*, in: Hahn, F. H. und Breching, F. R. (Hrsg.): *The Theory of Interest Rates*. London 1965, S. 3-51.

Unterauslastung der Kapazitäten infolge einer Eintrübung des Investitions- oder Konsumklimas zeigt die Geldmengenentwicklung beispielsweise erst an, wenn der Zuwachs des Bruttoinlandsproduktes hinter dem des Produktionspotentials zurückbleibt und sich die Zunahme des Transaktionsmittelbedarfs entsprechend verlangsamt. Erst zu diesem Zeitpunkt würde eine ausschließlich an der Geldmenge orientierte Zentralbank die Zinsen senken, um ihr geldpolitisches Zwischenziel zu erreichen. Da sich die realwirtschaftlichen Wirkungen geldpolitischer Impulse mit Verzögerung entfalten, käme es zu gegebenenfalls vermeidbaren realwirtschaftlichen Schwankungen.

Inflations-Targeting: Die Strategie der EZB

Aufgrund der unzureichenden Indikatoreigenschaften der Geldmenge ziehen Zentralbanken mehrere monetäre und realwirtschaftliche Indikatoren für die Beurteilung der künftigen Inflationsentwicklung heran.²¹ Hierzu zählen auch vorlaufende Indikatoren wie Auftragseingänge und die Indizes des Geschäfts- und Konsumklimas, Entwicklungen auf dem Arbeitsmarkt sowie die Kapazitätsauslastung. Auf eine derart umfassende Analyse der Indikatoren stützt sich das Inflations-Targeting.

Die geldpolitische Strategie des Inflations-Targeting ist dadurch gekennzeichnet, daß ein offizielles Inflationsziel im voraus angekündigt wird und sich die Zentralbank explizit dem primären Ziel der Preisstabilität verpflichtet.²² Weitere wichtige Bestandteile dieser Strategie bestehen in der ausführlichen öffentlichen Darlegung der Entscheidungsgrundlage und der Beweggründe für die aktuelle Geldpolitik. Eine hohe Rechenschaftspflicht ergibt sich dabei aus der expliziten Vorgabe eines quantifizierten Inflationsziels.

Auf der Grundlage der verschiedenen Indikatoren prognostiziert die Zentralbank die künftige Inflationsentwicklung. Eine Abweichung dieser Inflationsprognose von dem Inflationsziel zeigt sodann einen geldpolitischen Handlungsbedarf an.²³ Inflations-Targeting steht nicht in Widerspruch dazu, daß die Zentralbank der Geldmenge eine be-

deutende Rolle bei der Beurteilung der künftigen Preisentwicklung beimißt, sofern sie – wie die Bundesbank in der Vergangenheit – im Falle eines „Zielkonflikts“ dem Inflationsziel Priorität einräumt.²⁴

Die geldpolitische Strategie der EZB umfaßt drei Elemente. An erster Stelle steht die Quantifizierung von Geldwertstabilität, mithin das Inflationsziel der EZB, das zwischen 0 und 2 vH liegt. Die Einschätzung der Risiken für die Geldwertstabilität basiert sodann auf einer Analyse der Geldmengenentwicklung und einer umfassenden Analyse verschiedener realwirtschaftlicher und monetärer Indikatoren.²⁵ Dabei hat die Geldmenge zwar eine „herausragende“ Bedeutung, diese Prominenz liegt jedoch weniger in der kurzfristigen Indikatorfunktion der Geldmenge begründet als in der Tatsache, „... daß die Gesamtentwicklung der Preise im Euro-Währungsgebiet in engem Zusammenhang mit dem längerfristigen Geldmengenwachstum steht.“²⁶ Da die Preise auf kurze und mittlere Sicht „durchaus von der durch das Geldmengenwachstum vorgezeichneten Entwicklung abweichen [können]“,²⁷ gab der EZB-Rat „bewußt einen Referenzwert und nicht ein anzustrebendes Ziel bekannt. ... Die Grundidee des Konzepts eines Referenzwerts besteht darin, daß Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert eingehend analysiert werden.“²⁸ Entsprechend wird eine Vielzahl von Indikatoren im Rahmen der Analyse der Risiken für die Preisstabilität herangezogen.

„Die kurz- bis mittelfristige Preisentwicklung wird nicht nur von der Geldmengenentwicklung, sondern auch von einer Reihe nichtmonetärer Faktoren beeinflusst. Die Beobachtung und Analyse einer breiten Palette von Konjunkturindikatoren trägt dazu bei, die das Preisklima insgesamt bestimmenden Einflußgrößen zu erkennen und dabei zwischen

²¹ Vgl. KING, M.: Direct Inflation Targets, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Monetary Policy Strategies in Europe. München 1996, S. 58 ff.

²² Vgl. BERNANKE, B. S.; MISHKIN, F. S.: Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? NBER Working Paper No. 5893, 1997, S. 1.

²³ Vgl. SVENSSON, L.: Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets, in: European Economic Review, 41, 1997, S. 1025-1053.

²⁴ Vgl. BERNANKE, B. S.; MIHOV, I.: What does the Bundesbank target? in: European Economic Review, 41, 6, 1997, S. 1025-1053.

²⁵ Vgl. EUROPÄISCHE ZENTRALBANK: Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems. Monatsbericht Januar 1999, S. 43-56, insb. S. 52 ff. sowie EUROPÄISCHE ZENTRALBANK: Die Rolle kurzfristiger Konjunkturindikatoren bei der Analyse der Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet. Monatsbericht April 1999, S. 31.

²⁶ Vgl. ebenda.

²⁷ Vgl. EUROPÄISCHE ZENTRALBANK: Monetäre Aggregate im Euro-Währungsgebiet und ihre Rolle in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems. Monatsbericht Februar 1999, S. 30 und 39.

²⁸ Vgl. ebenda, S. 40-41.

eher temporären Faktoren einerseits und Grundtendenzen andererseits zu unterscheiden.“²⁹

Damit trägt die geldpolitische Strategie der EZB alle Züge eines Inflation-Targeting, in dessen Rahmen auch der Geldmengenentwicklung infolge einer erwarteten langfristigen Stabilität der Geldnachfrage eine wichtige Rolle zugemessen wird.

Fazit

Sowohl das Inflation-Targeting als auch die Geldmengenstrategie sind regelgebundene Strategien und können sich dadurch positiv auf die Transparenz, Rechenschaftspflicht und Glaubwürdigkeit der Geldpolitik auswirken. Die Gegensätze zwischen den beiden Strategien werden in der öffentlichen Diskussion oftmals überspitzt dargestellt. Beide Strategien würden vollkommen übereinstimmen, wenn die Geldnachfrage auch kurzfristig stets ihrem langfristig stabilen Pfad folgte, ein Portfoliomotiv der Geldnachfrage nicht existierte und Störungen der wirtschaftlichen Aktivität ausschließlich von der monetären Seite ausgingen.

Da diese Voraussetzungen nicht gegeben sind, ist das Inflation-Targeting eher als die Geldmengenstrategie in der Lage, Preisniveaustabilität zu gewährleisten. Zwar kann man das Konzept der Geldmengensteuerung umfassender interpretieren als die reine Orientierung an der Geldmengenentwicklung. Eine derartige Strategie wäre allerdings kaum von dem Inflation-Targeting zu unterscheiden. Es bestünde jedoch die Gefahr, daß sich Widersprüche zwischen der verlautbarten Strategie und dem tatsächlichen geldpolitischen Handeln herausbilden und der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik entgegenwirken. Für die Transparenz und Glaubwürdigkeit der Geldpolitik ist es entscheidend, daß die Zentralbank „tut, was sie sagt, und sagt, was sie tut.“³⁰ Im Rahmen des Inflation-Targeting sind die Zusammenhänge zwar komplizierter als bei der reinen Geldmengenstrategie. Diese Komplexität entspricht jedoch der wirtschaftlichen Realität und läßt sich nicht auf einfache Wirkungszusammenhänge reduzieren.

*Christian Schumacher (csr@iwh.uni-halle.de)
Silke Tober (sit@iwh.uni-halle.de)*

Ungarns Wirtschaftswachstum von Ungleichgewichten geprägt: ein erneutes Problem mit dem Zwillingsdefizit?

Bei hohem Wirtschaftswachstum intensivierten sich die Defizite im ungarischen Staatshaushalt und in der Leistungsbilanz, die Auslandsverschuldung des Landes stieg erneut deutlich an. Im Jahre 1995, als eine ähnliche Konstellation zu beobachten war, kam es beinahe zu einer Finanzkrise. Diese konnte durch sozialpolitisch schmerzhaftes Interventionen im Rahmen eines umfangreichen Spar- und Konsolidierungsprogramms verhindert werden.

Die Analyse der heute neu eskalierenden Defizite im Haushalt und im Außenhandel deutet darauf hin, daß im Unterschied zu 1995 neue, die Leistungsbilanz passivierende Momente aufgetreten sind. Von besonderer Bedeutung war die umfangreiche Repatriierung von Gewinnen aus ausländischen Direktinvestitionen. Das Staatsbudgetdefizit weitete sich im wesentlichen durch in ihrem Cha-

rakter einmalige Sonderbelastungen aus, deren Nachfragewirksamkeit eher gering sein dürfte. Es handelt sich dabei um Zuschüsse zur Konsolidierung des Bankensektors und zur Finanzierung der Rentenreform.

Gleichwohl ist vor dem Hintergrund der immer noch fragilen ökonomischen Situation Ungarns und nicht zuletzt des erwarteten EU-Beitritts eine streng zurückhaltende Fiskalpolitik unabdingbar. Die ungarische Wirtschaftspolitik sollte zugunsten eines weiterhin hohen Wirtschaftswachstums ihr Hauptaugenmerk nunmehr auf die nachhaltige Aktivierung der Handelsbilanz lenken. Nur so können die Finanzierung des mit dem Aufholprozeß untrennbar verbundenen Importsogs und die notwendige Reduzierung der Auslandsverschuldung gesichert werden.

²⁹ Vgl. EUROPÄISCHE ZENTRALBANK: Die Rolle kurzfristiger Konjunkturindikatoren bei der Analyse der Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet. Monatsbericht April 1999, S. 33.

³⁰ Vgl. ARTIS, M.; MIZEN, P.; KONTOLEMIS, Z.: Inflation Targeting: What Can the ECB Learn From the Recent Experience of the Bank of England? in: The Economic Journal, 108, November 1998, S. 1824; eigene Übersetzung aus dem Englischen.