

Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank

Prof. Dr. Jürgen Stark

Mitglied des Direktoriums und des Rates der EZB



Schaffung eines neuen Ordnungsrahmens

- Eine Währung und eine Zentralbank mit einer einheitlichen Geldpolitik – erst 11, dann 12, ab 1. Januar 2007 13 Mitglieder
- Neue supranationale Institution: EZB
- Hatte zu Beginn keine “Erfolgsgeschichte” vorzuweisen

Der Ordnungsrahmen der EWWU

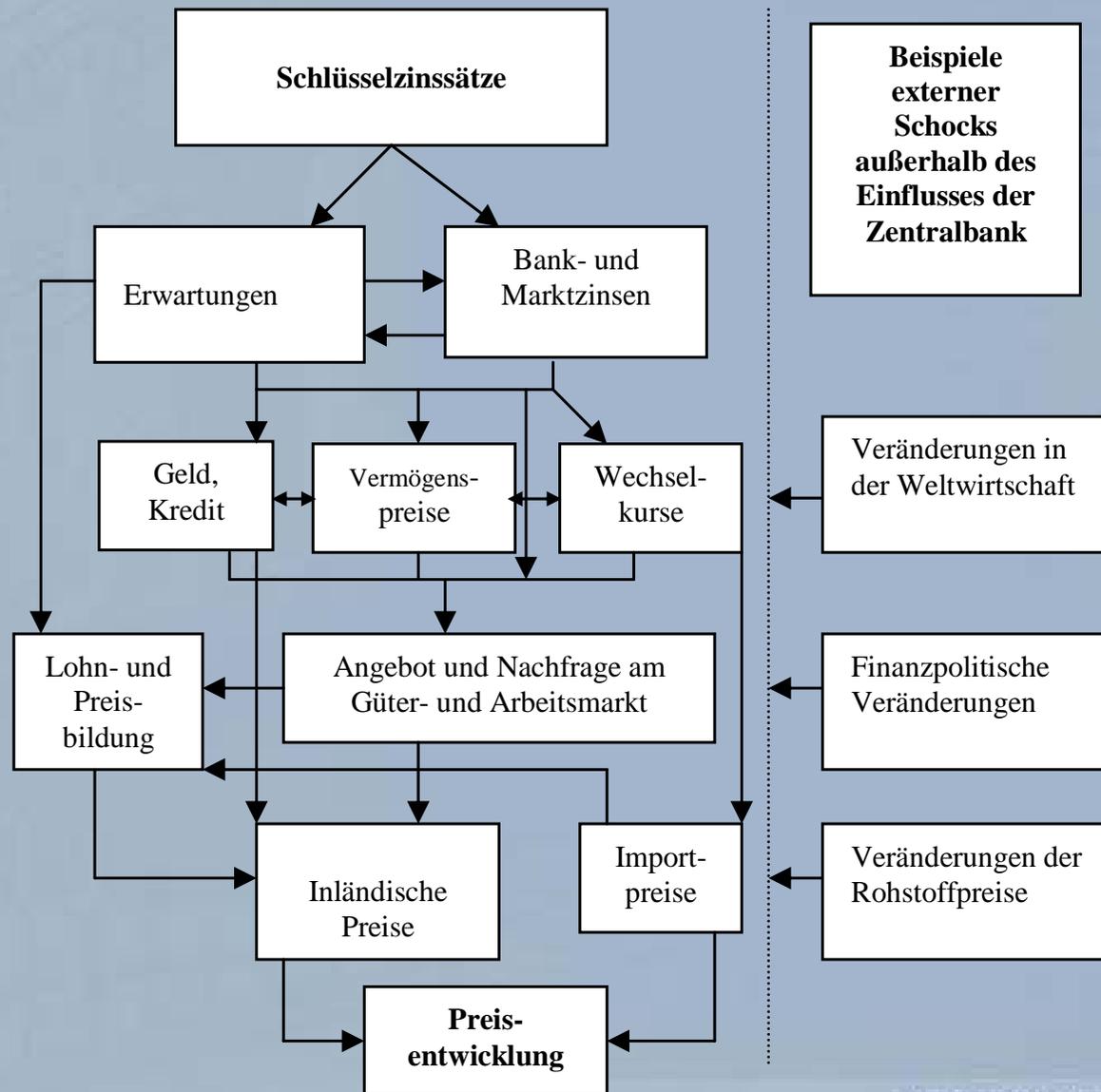
- Überblick -

- Der EG-Vertrag regelt klar und eindeutig die Verantwortlichkeiten für die Geldpolitik und die übrigen Bereiche der Wirtschaftspolitik.
 - Wirtschaftspolitische Koordinierung zwischen den Mitgliedstaaten (Art. 99 EG-Vertrag: Wirtschaftspolitische Leitlinien)
 - Haushaltspolitische Überwachung und Koordinierung (Art. 104 EG-Vertrag und Stabilitätspakt)
- Die Geldpolitik wird einer unabhängigen Zentralbank übertragen, deren oberstes Ziel Preisstabilität ist.
 - Klares Mandat: Preisstabilität (Art. 105 (1) EGV)
 - Zentralbankunabhängigkeit (Art. 108 EGV)

Die geldpolitische Strategie der EZB

- Quantitative Definition von Preisstabilität
- Zwei-Säulen-Ansatz

Vereinfachte Darstellung des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik



Der Zwei-Säulen-Ansatz:

- wirtschaftliche und monetäre Analyse -



Der Zwei-Säulen-Ansatz:

- wirtschaftliche Analyse -

- Umfassende Bewertung von harten Daten, Umfrageergebnissen and anekdotischer Evidenz.
- Schwerpunkt liegt auf aktueller wirtschaftlicher Entwicklung, um kurz- und mittelfristige Risiken für die Preisstabilität zu ermitteln.
- Augenmerk auf
 - realwirtschaftlichen Aktivitäten, Preis- und Kostenindikatoren
 - Fiskalpolitik
 - Finanz- und Arbeitsmarkt
 - Wechselkursen und Außenwirtschaft

Der Zwei-Säulen-Ansatz:

- wirtschaftliche Analyse -

Projektionen der EZB/des Eurosystems

- Spielen eine wichtige, aber nicht allumfassende Rolle
- Werden in Eigenverantwortung der Experten des Eurosystems (der EZB) erstellt
- Basieren auf technischen Annahmen für bestimmte Variablen (Zinssätze, Öl- u. Rohstoffpreise: Markterwartungen; Wechselkurse: unverändert; Fiskalpolitik: Haushaltspläne)
- Zielen auf die Entwicklung eines Szenarios für die nächsten zwei Jahre
- Berücksichtigen sowohl modellbezogene Analysen als auch Einschätzungen der Experten
- Enthalten keine monetäre Analyse

Der Zwei-Säulen-Ansatz

- wirtschaftliche Analyse -

Die Rolle der Projektionen für die Entscheidungsfindung

- Keine automatische Reaktion auf Projektionen
- Urteil des EZB-Rates erforderlich
- EZB-Rat ist verantwortlich für die Gewährleistung von Preisstabilität – nicht für die Prognosen
- Projektionen stellen technische Übung dar – kein Anspruch auf unbedingte Treffsicherheit (“selbst erfüllende Prophezeiungen” sollen vermieden werden)
- Veröffentlichung der Projektionen erhöht die Transparenz – sollten jedoch nicht als einzige Richtschnur im Entscheidungsprozess missverstanden werden.

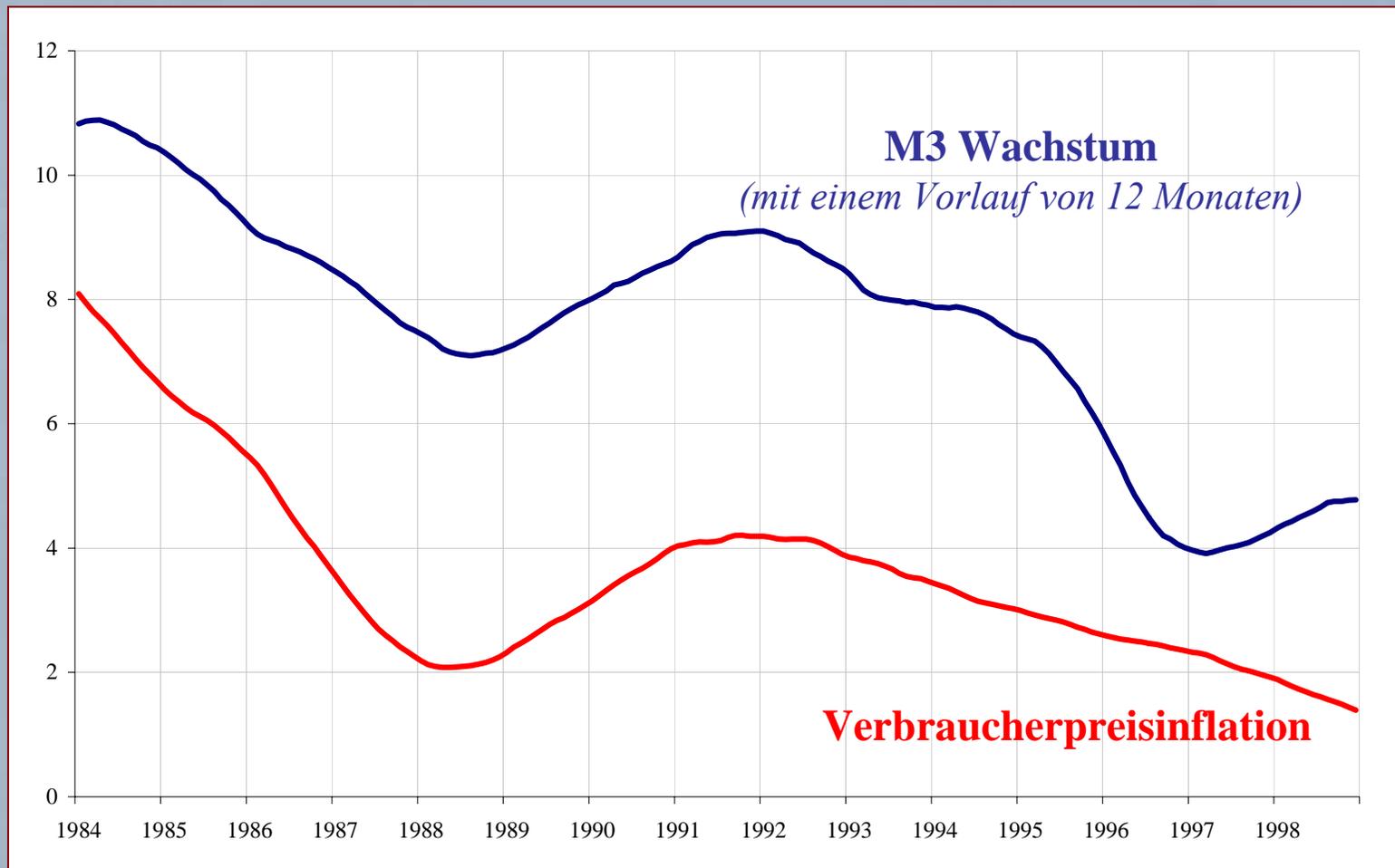
Der Zwei-Säulen-Ansatz

- monetäre Analyse -

- Inflation ist letztlich ein monetäres Phänomen
- Vorlaufeigenschaften der Geldmenge: Stütze für das Erkennen von Inflationsrisiken in der mittleren bis langfristigen Frist
- Geld als nominaler Anker für den mittleren bis langfristigen Zeithorizont
- Monetäre Analyse spielt eine prominente Rolle in der geldpolitischen Strategie der EZB

M3-Wachstum und Inflation im Euroraum

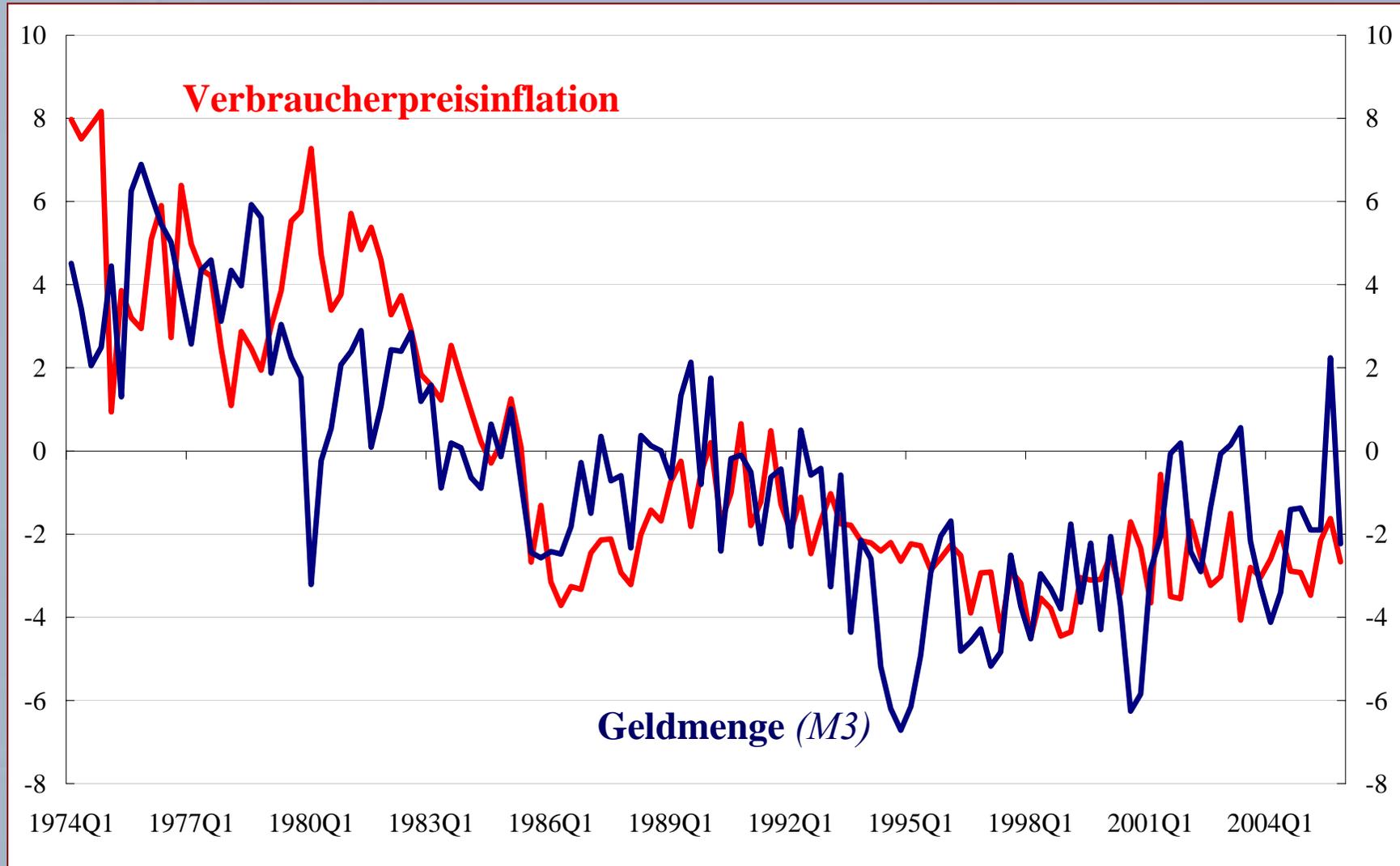
(Gleitender 24-Monatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten)



Quellen: Eurostat, EZB und Berechnungen der EZB.

Beziehung zwischen Geldmenge und Inflation

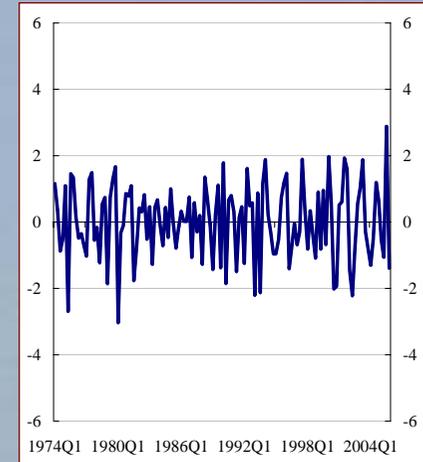
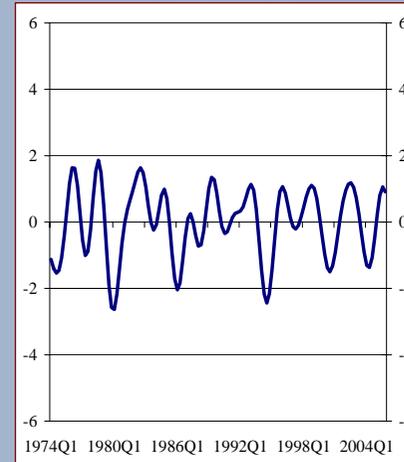
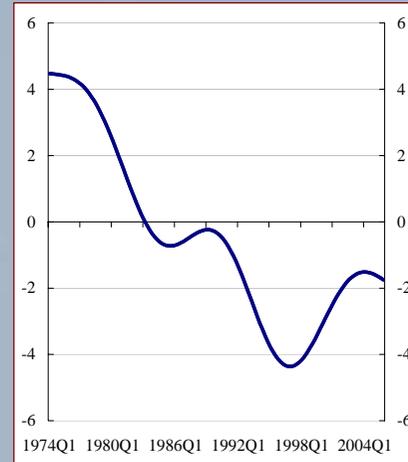
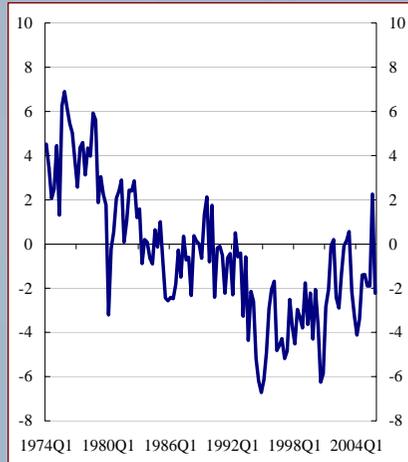
Annualisierte Veränderungen gegen Vorquartal, Abweichungen vom Mittelwert



Quelle: EZB, Eurostat.

Zerlegung von M3 nach Frequenzbereichen

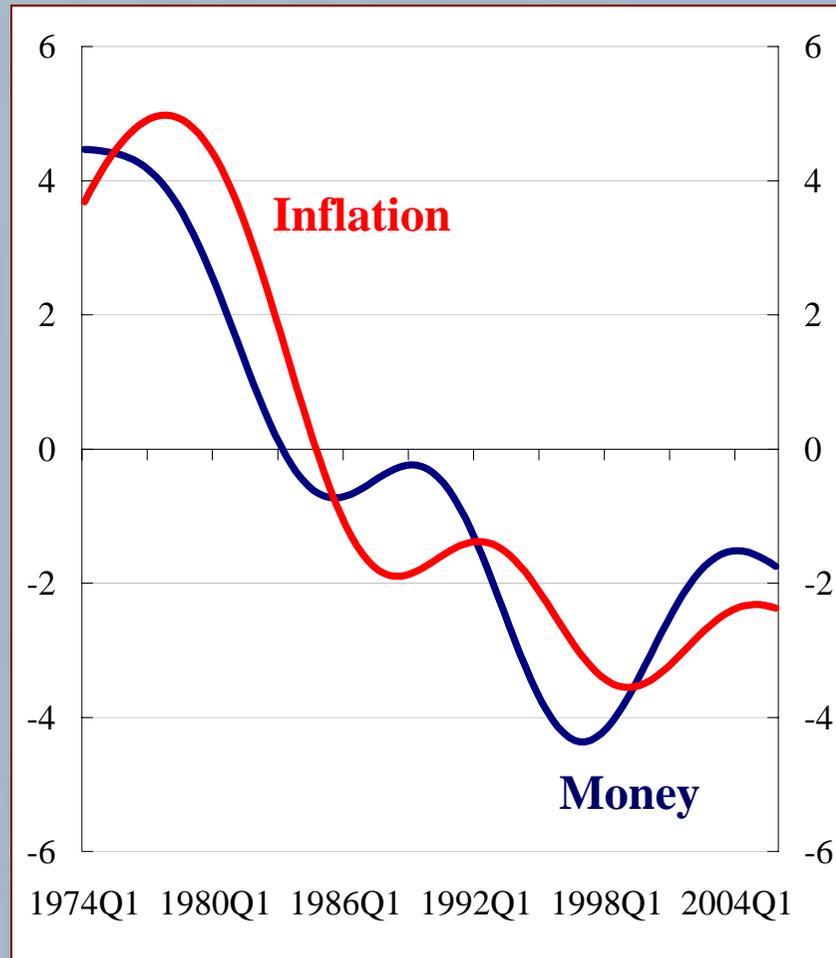
Annualisierte Veränderungen gegen Vorquartal, Abweichungen vom Mittelwert



$$\text{M3} = \text{Niederfrequente Komponente} + \text{Konjunkturzyklus Komponente} + \text{Hochfrequente Komponente}$$

„Nieder-frequente“ (dauerhafte) Komponente

Annualisierte Veränderungen gegen Vorquartal, Abweichungen vom Mittelwert,
Periodizität > 8 Jahre

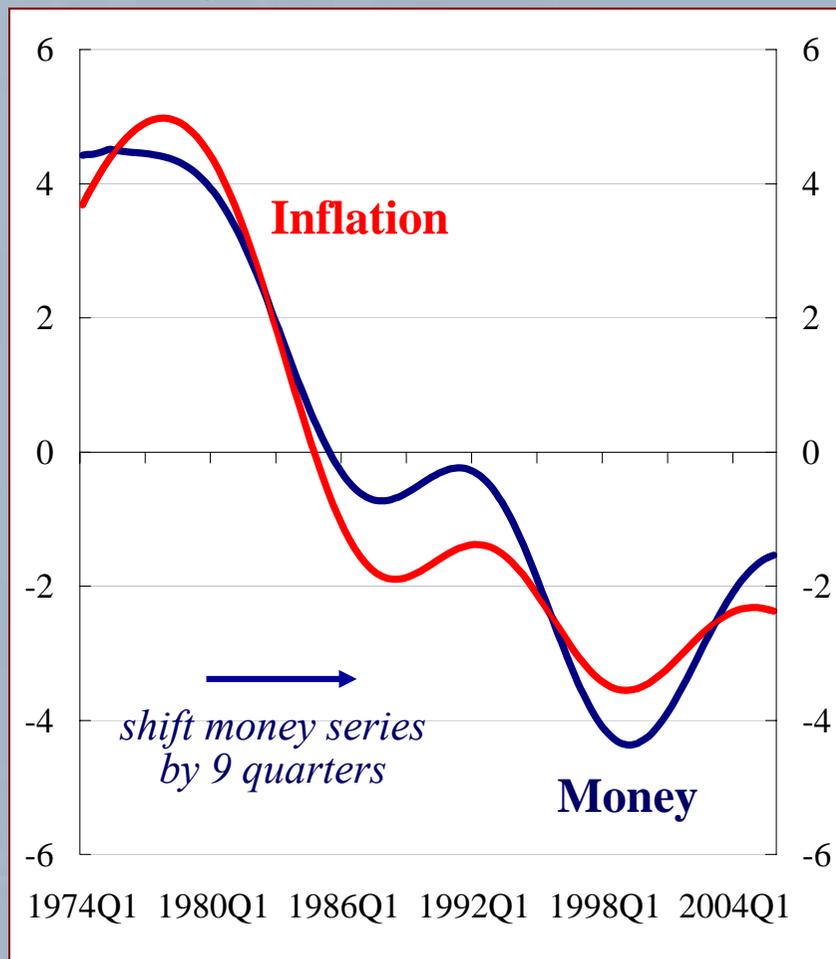


Quelle: EZB Berechnungen basierend auf Bruggeman, et al (2005).

- Die „nieder-frequente“ Komponente des Geldmengenwachstums ist „korreliert“ mit den „nieder-frequenten“ Bewegungen in der Inflationsentwicklung.
- Das Geldmengenwachstum läuft der Inflation voraus ...

„Nieder-frequente“ (dauerhafte) Komponente

Annualisierte Veränderungen gegen Vorquartal, Abweichungen vom Mittelwert,
Periodizität > 8 Jahre

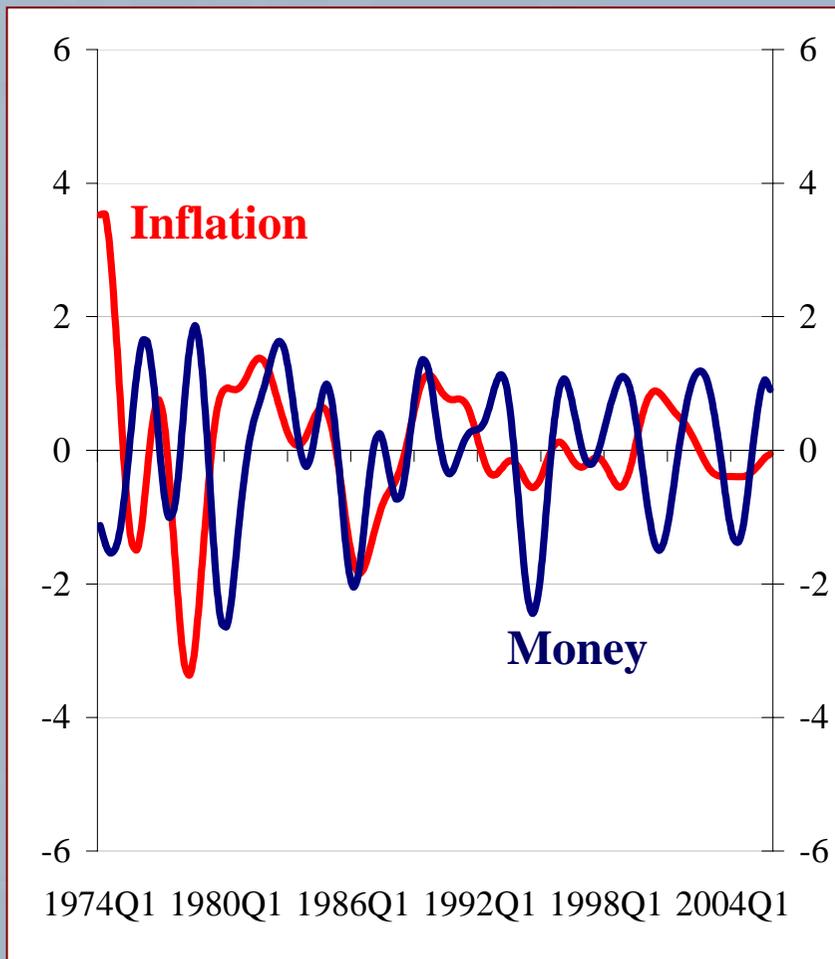


Quelle: EZB Berechnungen basierend auf Bruggeman, et al (2005).

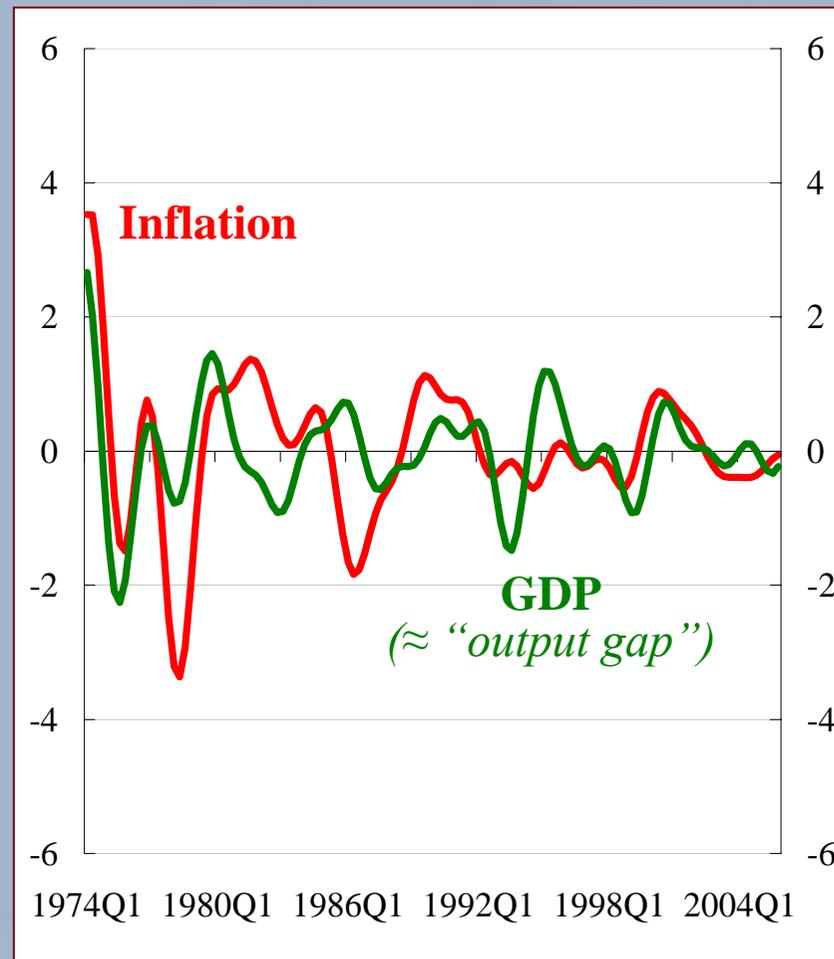
- Die „nieder-frequente“ Komponente des Geldmengenwachstums ist „korreliert“ mit den „nieder-frequenten“ Bewegungen in der Inflationsentwicklung.
- Das Geldmengenwachstum läuft der Inflation voraus ...
- ... die **Vorlaufzeit dieser Komponente liegt bei ca. 2 - 2½ Jahren.**

Komponente im Frequenzbereich typischer Konjunkturzyklen

Annualisierte Veränderungen gegen Vorquartal, Abweichungen vom Mittelwert, 2 Jahre < Periodizität < 8 Jahre



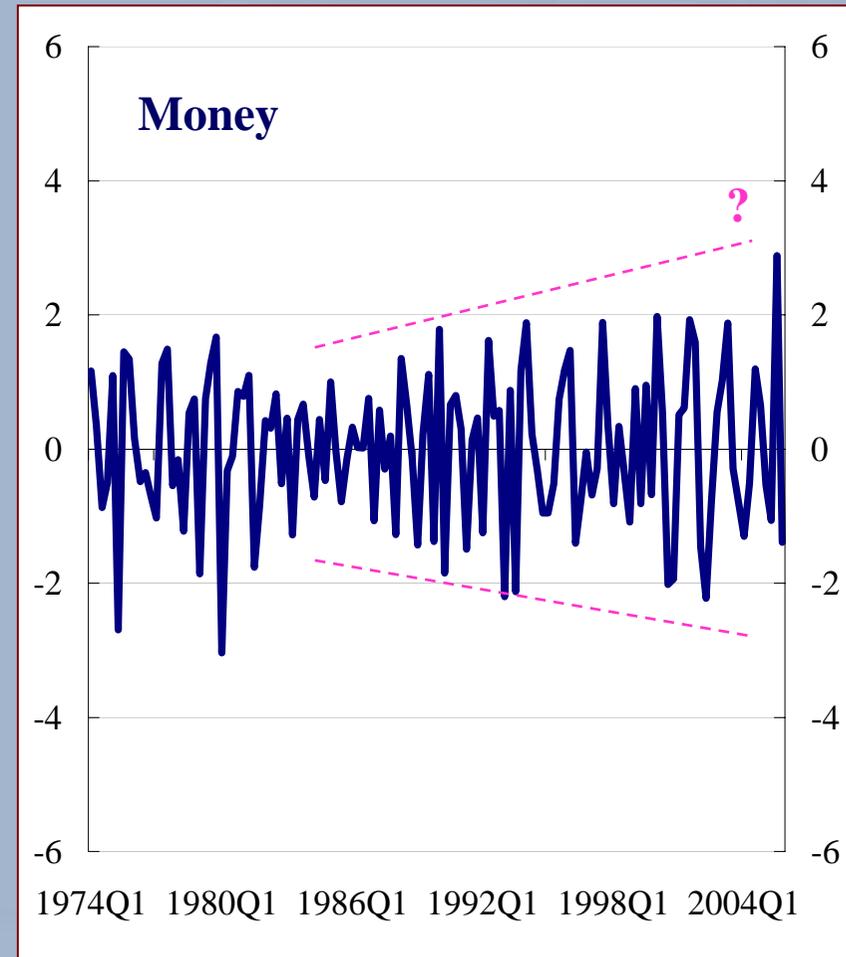
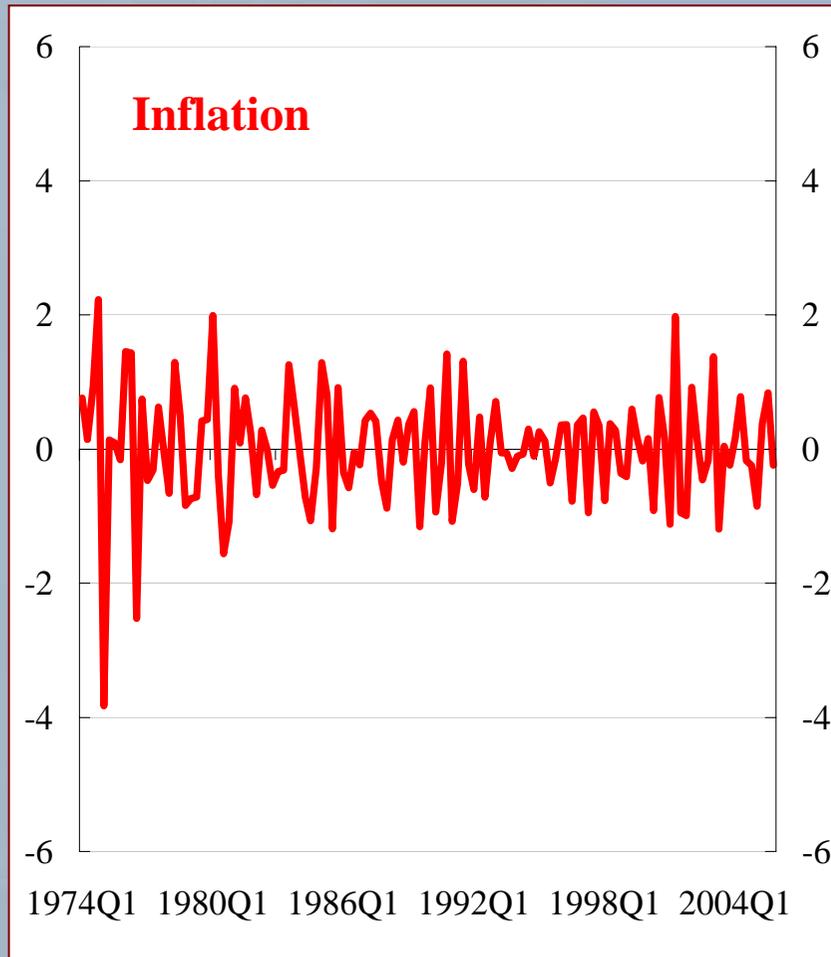
Quelle: EZB Berechnungen basierend auf Bruggeman, et al (2005).



Source: ECB calculations.

„Hoch-frequente“ Komponente

Annualisierte Veränderungen gegen Vorquartal, Abweichungen vom Mittelwert, Periodizität < 2 Jahre



Quelle: EZB Berechnungen, basierend auf Bruggeman, et al (2005).

Die Herausforderungen für die Geldpolitik

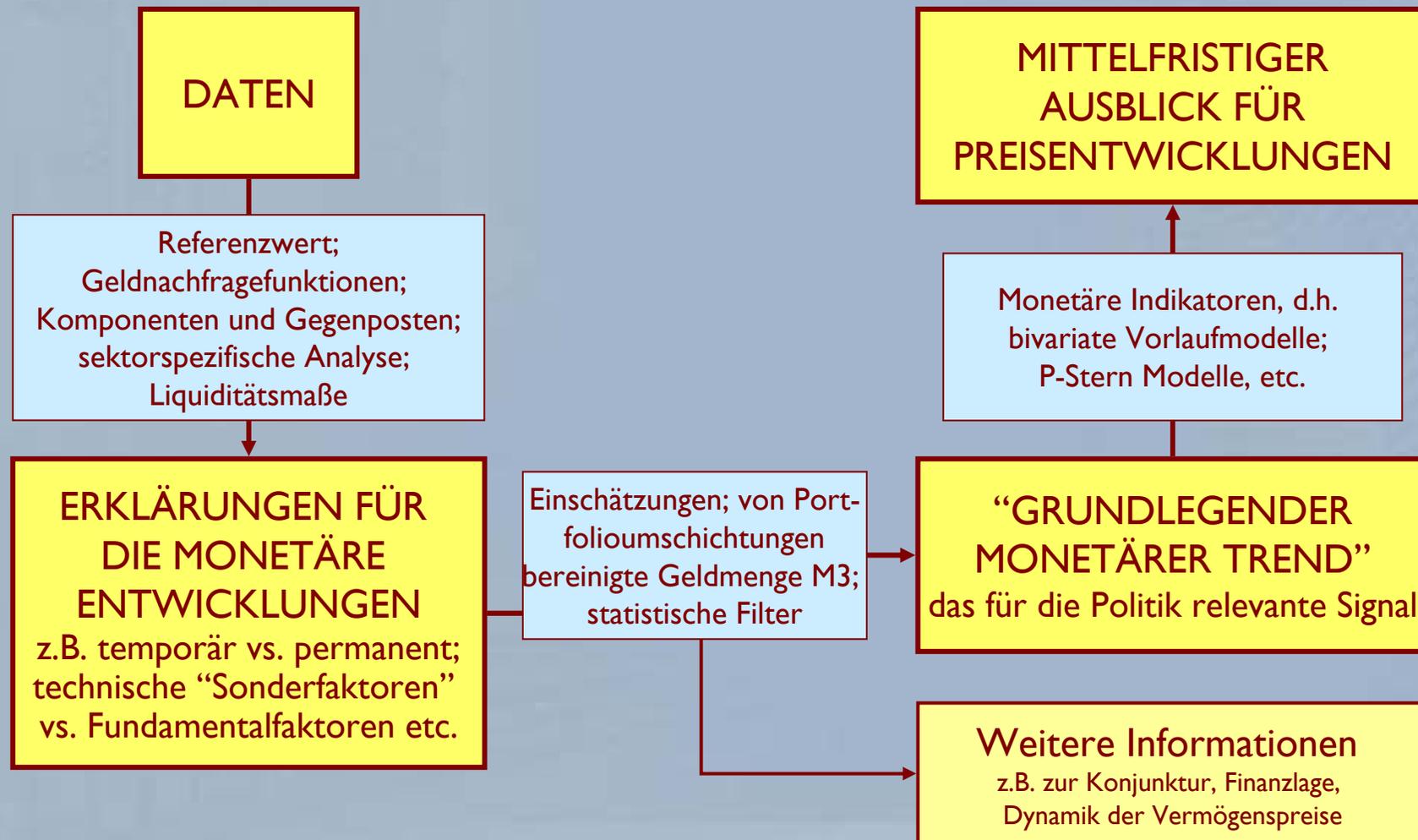
*Die zentrale Herausforderung für die monetäre Analyse in der Praxis:
In Echtzeit: Isolierung des in den monetären Aggregaten
enthaltenen “Signals” über die grundlegenden Preistrends
(Unterscheidung von bloßem “Datenrauschen”).*

- Die „**nieder-frequenten**“ d.h. dauerhaften Komponenten des Geldmengenwachstums enthalten das „Signal“ über die künftige Preisentwicklung.
- Die „**hoch-frequenten**“ Komponenten des Geldmengenwachstums enthalten lediglich „Datenrauschen“.
- Die Komponenten des Geldmengenwachstums im Frequenzbereich typischer Konjunkturzyklen können wichtige Informationen enthalten (für die längerfristigen Preistrends sind sie jedoch nicht entscheidend).
- In der Praxis beobachten wir die Summe und die Kombination aller drei Komponenten gleichzeitig.

Der Zwei-Säulen-Ansatz

- monetäre Analyse -

Schema für die Durchführung der monetären Analyse in der Praxis

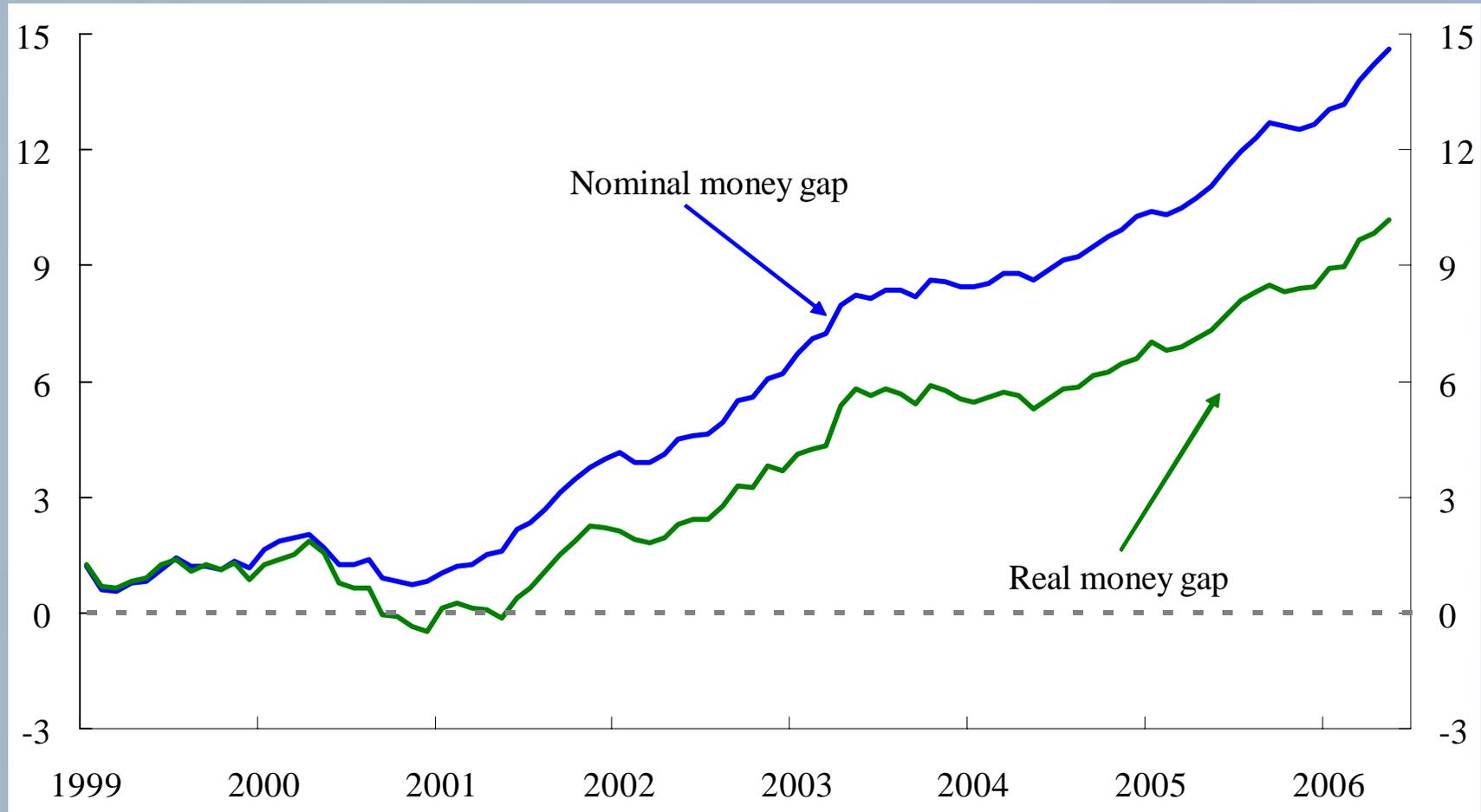


Der Referenzwert

- Bezieht sich auf die Wachstumsrate M3, die auf mittlere Sicht als mit Preisstabilität vereinbar angesehen wird.
- Keine “mechanische Reaktion” der Geldpolitik auf Abweichungen des M3-Wachstums vom Referenzwert.
- Instrument zur Analyse und Darstellung monetärer Entwicklungen und zur Beurteilung des Informationsgehaltes der Geldmenge für zukünftige Preisentwicklungen.

Geldlücke

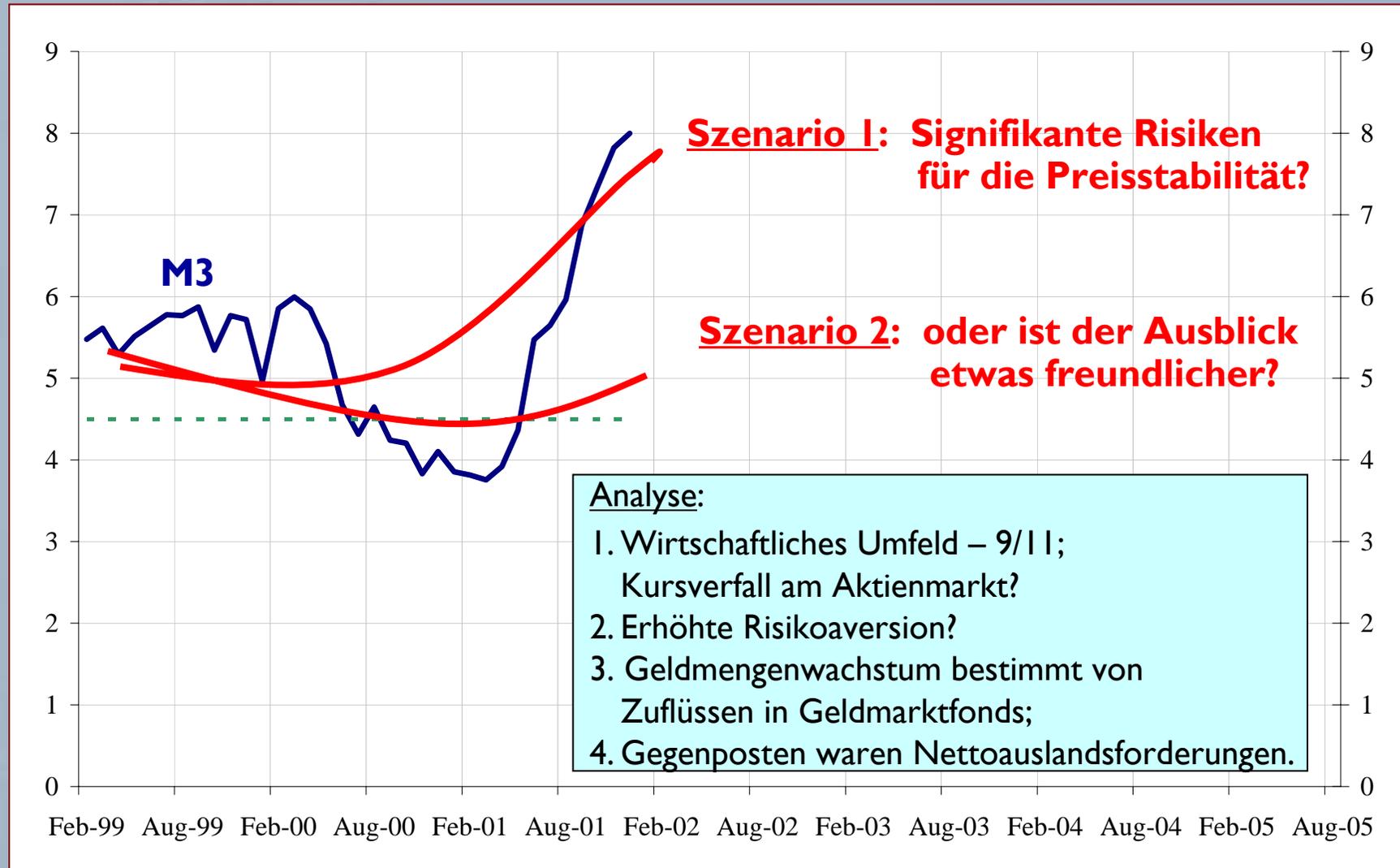
(in % der Geldmenge M3; Basis Dezember 1998)



Quelle: EZB; Stand: Mai 2006.

Isolierung politikrelevanter Information aus der monetären Entwicklung: Die Portfolioverschiebungen 2001-2003

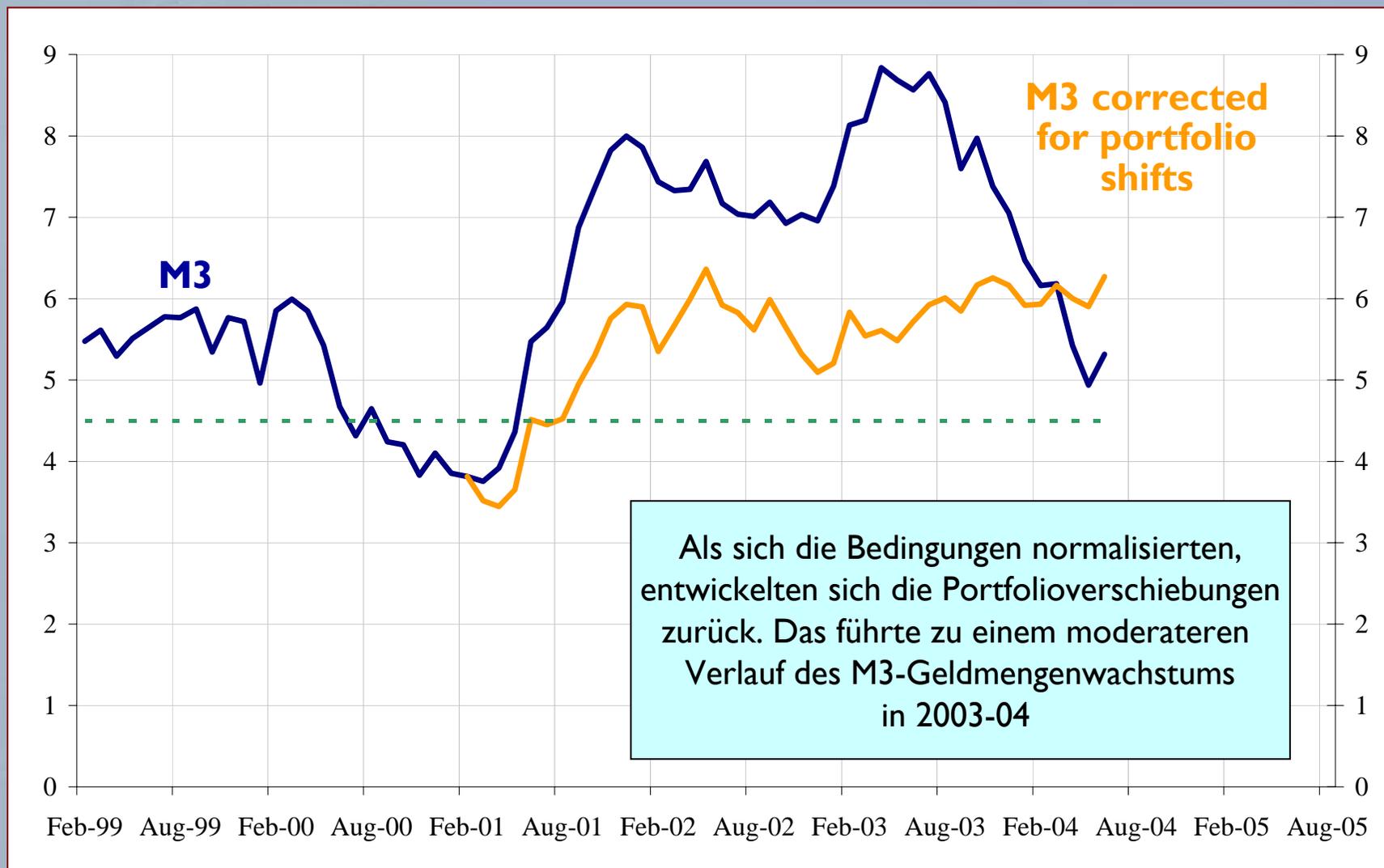
Änderungen gegen Vorjahr in %, saisonbereinigt



Source: ECB.

Portfolioverschiebungen 2001-2003

Veränderungen in % gegen Vorjahr, saisonbereinigt

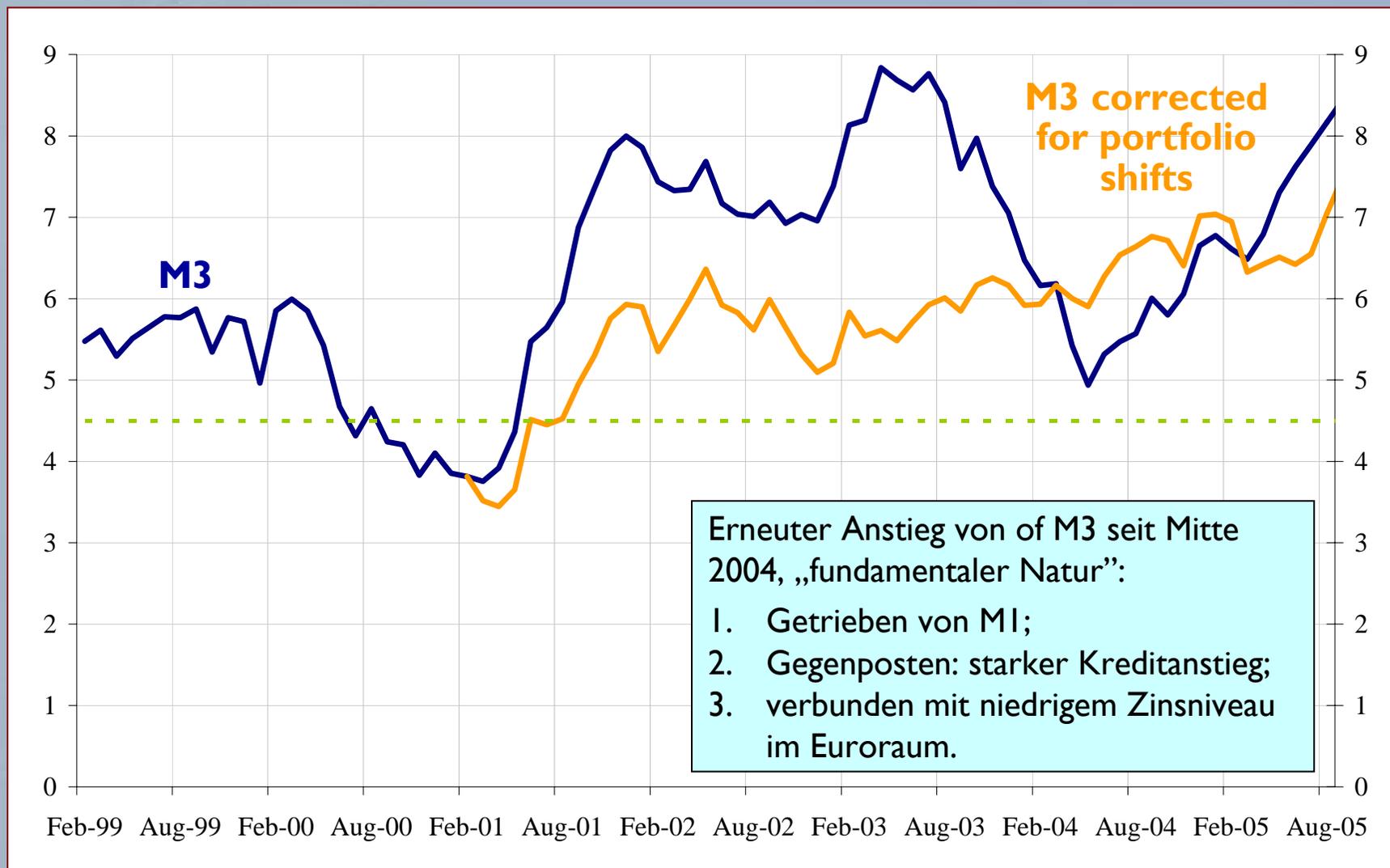


Als sich die Bedingungen normalisierten, entwickelten sich die Portfolioverschiebungen zurück. Das führte zu einem moderateren Verlauf des M3-Geldmengenwachstums in 2003-04

Quelle: EZB.

Portfolioverschiebungen 2001-2003

annual percentage change, sa



Erneuter Anstieg von of M3 seit Mitte 2004, „fundamentaler Natur“:

1. Getrieben von M1;
2. Gegenposten: starker Kreditanstieg;
3. verbunden mit niedrigem Zinsniveau im Euroraum.

Quelle: EZB.

Modelle für die Geldnachfrage

Langfristige reale Geldnachfrage

$$m_t - p_t = k + \beta y_t + \gamma i_t$$

- Das Standard Modell für die Geldnachfrage setzt die reale Geldmenge ($m_t - p_t$) in Beziehung zur wirtschaftlichen Entwicklung / dem Einkommen (y_t) und den Opportunitätskosten / Zinssätzen (i_t)
- Auf Basis der Daten für 1980-1998 (aggregierte nationale Zeitreihen) haben eine Reihe von Studien (des EZB Stabs und anderer Experten) für die Geldmenge M3 des Eurogebiets eine stabile Geldnachfrage gefunden, die ungefähr diesem Typus entspricht.
- Diese Ergebnisse lieferten zu Beginn der WWU Grund zur Annahme, dass das Verhältnis zwischen Geldmenge und Preisen für geldpolitische Zwecke genutzt werden kann.

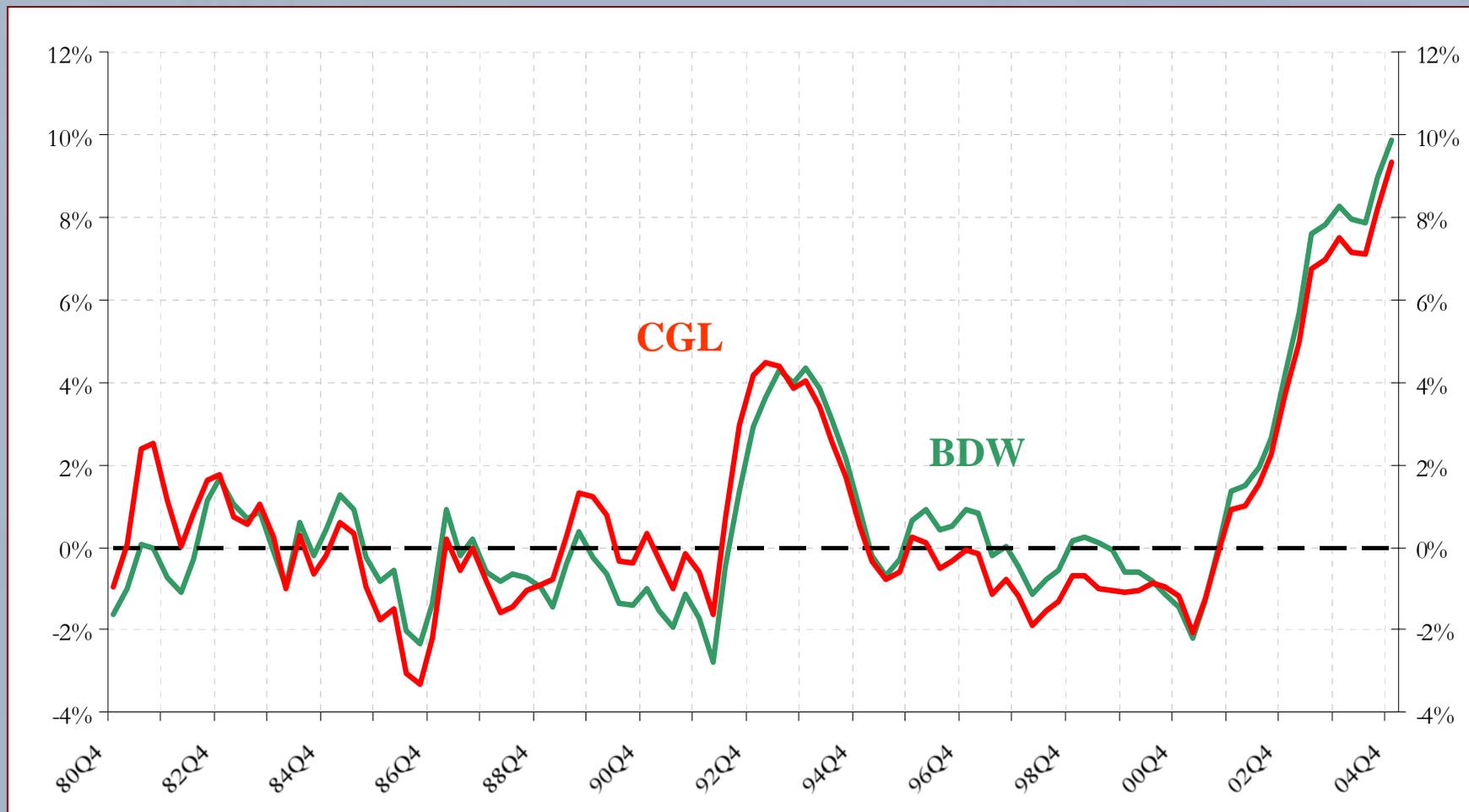
Stabilität der Geldnachfrage

- Der Geldüberhang entspricht im Wesentlichen der unerklärten “Restgröße” in der Geldnachfragegleichung.
- Es ist zu untersuchen, ob die Akkumulation von Liquidität als Anzeichen für Preisstabilitätsrisiken oder als Indiz für eine instabile Geldnachfrage zu werten ist.
- Die zentrale Frage ist, ob es wichtige Erklärungen für die monetäre Entwicklung gibt, die vom Modell nicht erfasst werden (vgl. \mathbf{z}_t).

$$\mathbf{m}_t - \mathbf{p}_t = \mathbf{k} + \beta \mathbf{y}_t + \gamma \mathbf{i}_t + \mathbf{z}_t$$

Portfolioverschiebungen 2001-2003

Residualgrößen langfristiger Geldnachfragegleichungen, in % der realen Geldmenge, mittelwertbereinigt



Note: CGL = A. Calza, D. Gerdemeier and J. Levy (2001). IMF working paper no. 01/179;
BDW = A. Bruggeman, P. Donati and A. Warne (2003). ECB working paper no. 255.

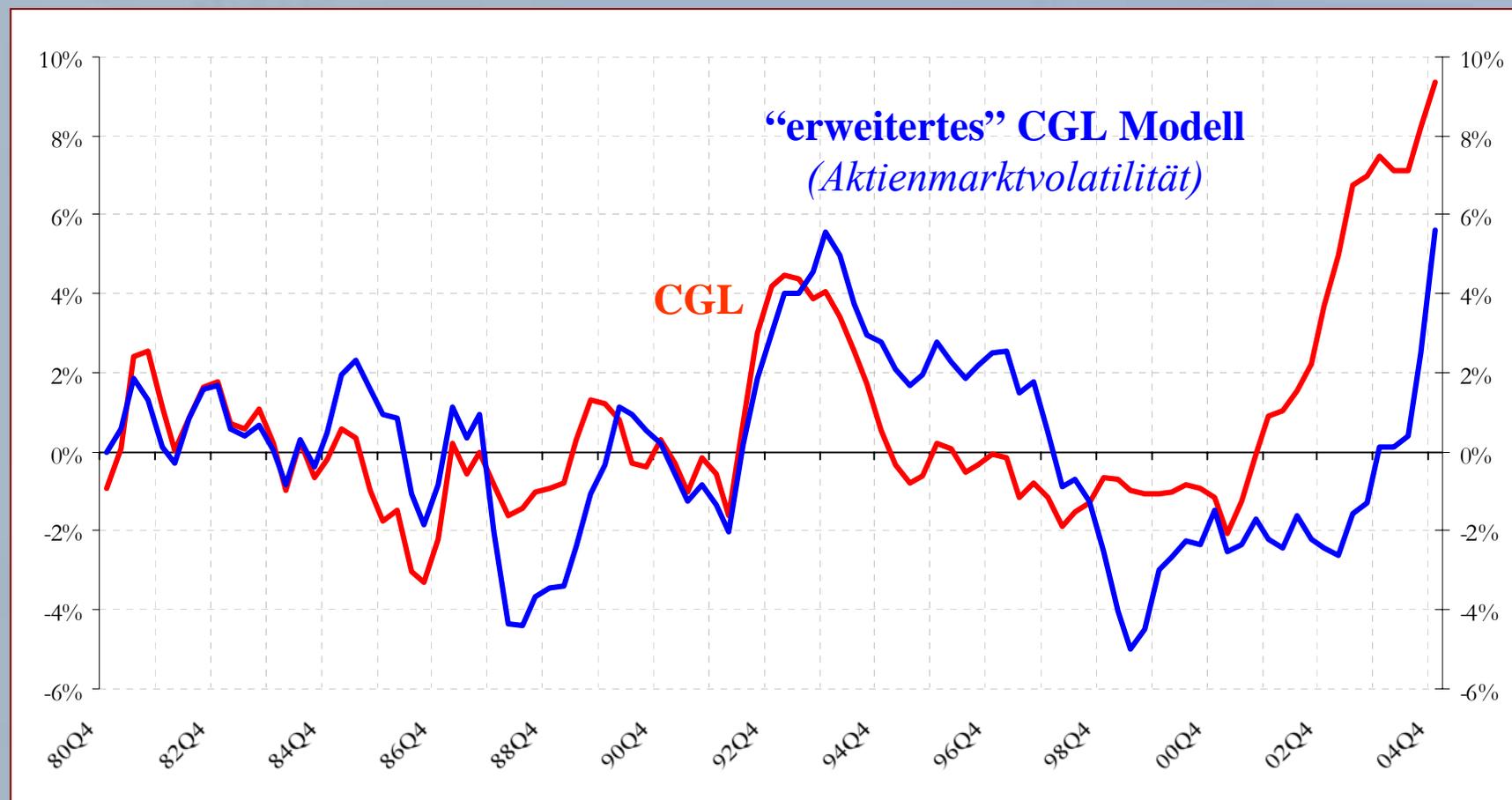
Quelle: EZB.

Wie ist der Geldüberhang zu interpretieren?

- Hinsichtlich der Interpretation dieses Geldüberhangs, der auf Basis konventioneller Geldnachfragemodelle abgeleitet wurde, ergeben sich zwei Fragen:
 - Kann das Residuum der langfristigen Geldnachfragefunktionen mit Variablen erklärt werden, die in den Funktionen noch nicht enthalten sind?
 - Und: Was bedeutet dies für die Interpretation der Liquiditätssituation und für die Preisstabilitätsrisiken?
- Für die Periode 2001-2003, lag es auf der Hand, Variablen für die Volatilität am Aktienmarkt einzubeziehen, da dies auch die Portfolioverschiebungen in M3 erklärt ...

Portfolioverschiebungen 2001-2003

Residualgrößen langfristiger Geldnachfragegleichungen, in % der realen Geldmenge, mittelwertbereinigt

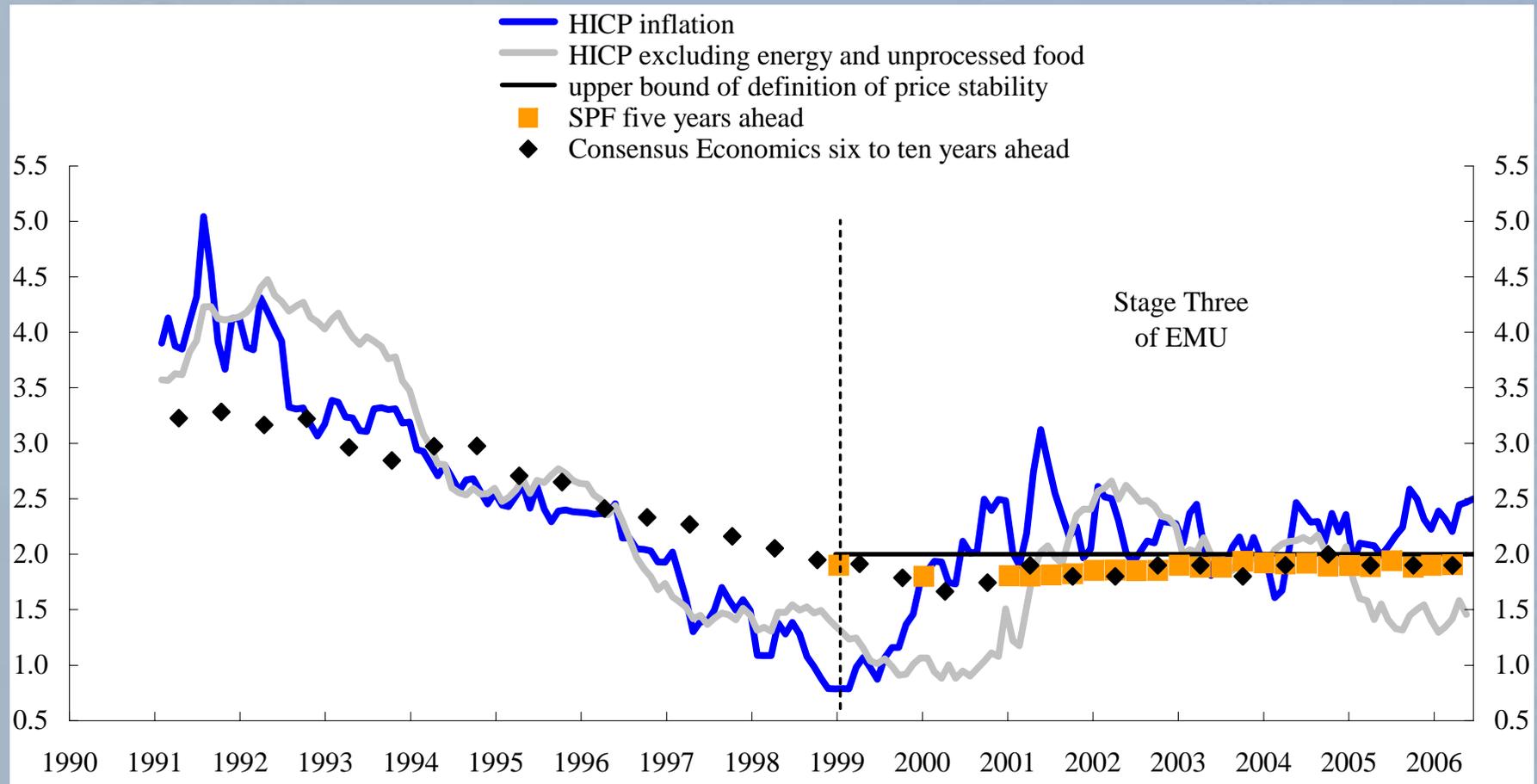


Hinweis: CGL = A. Calza, D. Gerdesmeier and J. Levy (2001). IMF working paper no. 01/179;

Quelle: EZB.

Inflationserwartungen im Euroraum

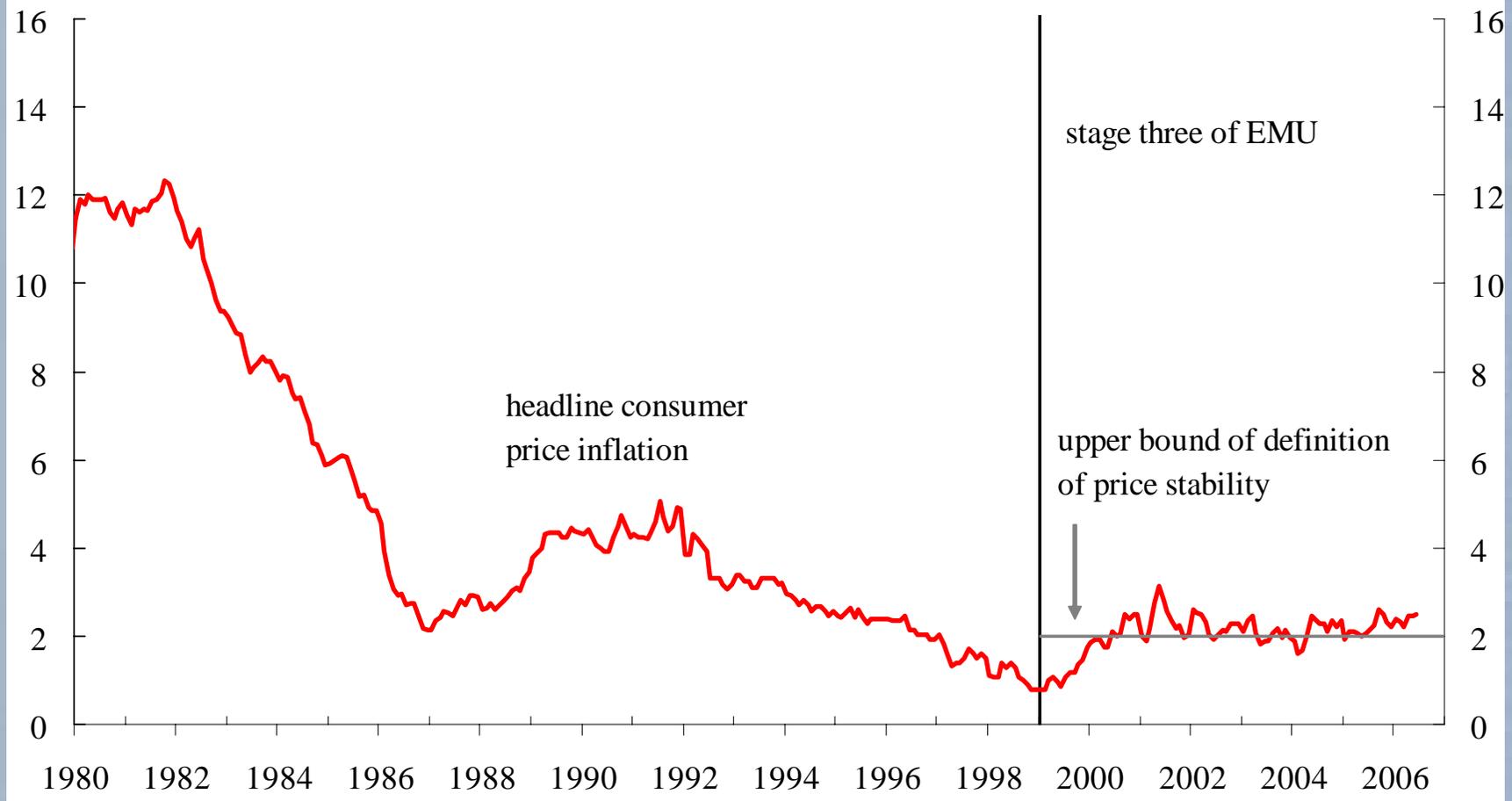
(jährliche Änderungen)



Sources: EUROSTAT, Consensus Economics and ECB.

HVPI-Inflation im Euroraum

(jährliche Änderungen in %; Monatsdaten)



Note: data before January 1990 compiled from monthly rates of change of national CPIs excluding owner occupied housing (except Spain). Fixed euro conversion rate used for weights.

Sources: EUROSTAT and ECB calculations. Latest observation: June 2006.

Schlussfolgerungen

- Der Geldpolitik der EZB ist es gelungen, die Inflation auf niedrigem Niveau zu halten und die längerfristigen Inflationserwartungen bei Sätzen zu stabilisieren, die mit Preisstabilität vereinbar sind.
- Die Zwei-Säulen-Strategie in der Geldpolitik der EZB war maßgeblich an diesem Erfolg beteiligt, wobei die wirtschaftliche Analyse und die monetäre Analyse sich gegenseitig ergänzt und jeweils eine gewichtige Rolle bei der Begründung geldpolitischer Entscheidungen gespielt haben.