

IWF: Ungleichgewichte koordiniert abbauen

De Rato sieht ernsthafte Gefahren für das Weltwirtschaftswachstum und die Stabilität der Finanzmärkte

Börsen-Zeitung, 21.4.2006
det Washington – Beim Abbau der globalen Ungleichgewichte will der Internationale Währungsfonds (IWF) als bilaterale und multilaterale Vermittlungsinstanz künftig eine Schlüsselrolle übernehmen und verstärkt jene „systemisch wichtigen“ Mitgliedsländer in die Diskussion einbeziehen, die durch Budgetkonsolidierung, verstärkte Ersparnisbildung, stärkere Binnennachfrage oder auch Wechselkursanpassungen einen bedeutenden Beitrag zum Ausgleich der Leistungsbilanzen leisten können.

Nach Ansicht des geschäftsführenden IWF-Direktors Rodrigo de Rato stellen die Ungleichgewichte eine

„ernsthafte Gefahr“ für das Weltwirtschaftswachstum dar. Das Risiko einer „ungeordneten Anpassung“ an den Finanz- und Devisenmärkten sei bereits groß.

Während sich der Weltwirtschaftsausblick (WEO) mit den potenziellen Folgen der Ungleichgewichte befasst, diese aber durchaus relativiert, stuft de Rato die Gefahr offenbar deutlich höher ein. Demnach seien „die Risiken deutlich größer, je länger die Ungleichgewichte andauern“. Den Welthandel bezeichnete er als „Nullsummenspiel“. Sowohl Defizit- als auch Überschussländer würden leiden, wenn kein Konsens erzielt und koordinierte Maßnahmen umgesetzt würden. Konkret müssten in den USA verstärkt Maßnahmen

zur Budgetkonsolidierung und privaten Ersparnisbildung ergriffen werden und in Europa Schritte zur Ankurbelung der Binnennachfrage getan werden. Erstmals sagte de Rato, dass der IWF künftig auch in Schwellenländern, die durch künstlich verbilligte Wechselkurse Wettbewerbsvorteile im Handel erzielen, die Wechselkurse zum Gegenstand bilateraler Konsultationen werden sollten und er konkrete Empfehlungen aussprechen würde. Nach Einschätzung des IWF-Direktors sei es aufgrund der stabilen globalen Konjunkturlage bei vielen Regierungen zu einer „Gleichgültigkeit“ gekommen, wonach die Ungleichgewichte sich entweder von selbst auflösen oder aber auf Dauer weiterbestehen wür-

den. Diese Mentalität sei untragbar. De Rato betonte, dass der Fonds zu diesem Zweck keine gesonderten Ausschüsse oder Gremien gründen wolle, sondern die bi- und multilaterale Vermittlung zwischen Defizit- und Überschussländern ein zusätzliches Instrument im Rahmen fortlaufender Konsultationen sei. Auch würde sich die Gruppe der als „systemisch wichtig“ bezeichneten Länder je nach Wachstum, Sparverhalten und Ungleichgewichten laufend ändern. Ferner forderte de Rato eine selektive Quotenerhöhung für einige Mitglieder, insbesondere Schwellenländer. Bis zur Jahrestagung in Singapur soll eine Formel vorliegen, nach der die Neuallokation von Quoten berechnet werden kann.

Inflation im Euroraum lässt weiter etwas nach

Verbraucherpreise steigen im März um 2,2 Prozent

Börsen-Zeitung, 21.4.2006
ks Frankfurt – Der Preisauftrieb in der Eurozone nimmt weiter etwas ab. Im März überragten die Verbraucherpreise ihr Vorjahresniveau um 2,2%, wie Eurostat mitteilte. Damit wurde die vorläufige Schätzung bestätigt. Im Februar hatte die Jahresinflationsrate noch bei 2,3% gelegen und im Januar bei 2,4%. Trotz des etwas geringeren Teuerungsdrucks liegt die Inflationsrate aber noch immer oberhalb der Stabilitätsmarke der Europäischen Zentralbank von knapp unter 2%.

Preistreiber Nummer 1 bleiben die Energiekosten. So verteuerte

sich Energie im Berichtsmonat binnen Jahresfrist um 10,5%. Ohne diese Gütergruppe hätte der Verbraucherpreisindex nur um 1,3% höher gelegen als ein Jahr zuvor.

Zu erheblichen Preiszunahmen kam es in den Bereichen Wohnung und Verkehr mit Steigerungen um 5,1% bzw. 4,1%. Deutlich mehr bezahlen mussten die Verbraucher im Euroraum auch für Tabak und Alkohol. Hier zogen die Preise um durchschnittlich 3,0% an. Bremsend auf die allgemeine Teuerung wirkten dagegen die Preise für Telekommunikation, die im Berichtsmonat um 3,9% sanken.

EZB entwickelt mit Eurostat neue Statistik für den Euroraum

Vierteljährliche Publikation von Sektorkonten soll eine große Lücke im amtlichen Zahlenwerk schließen

Von Reinhard Kuls, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 21.4.2006
 Die Europäische Zentralbank (EZB) und das statistische Amt der Europäischen Union, Eurostat, planen die Publikation einer neuen, umfassenden und tiefgegliederten Statistik zur Volkswirtschaft der Währungsunion. Die darin enthaltenen Sektorkonten werden die bisherigen Veröffentlichungen Eurostats und der EZB zur volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) ergänzen und vertiefende Erkenntnisse ermöglichen, wie Steven Keuning, EZB-Generaldirektor für Statistik, im Gespräch mit der Börsen-Zeitung erläuterte. So soll in der ersten Jahreshälfte 2007 mit der vierteljährlichen Bekanntgabe von Daten zu den wirtschaftlichen Interaktionen der VGR-Sektoren Staat, Privathaushalte, finanzielle und nichtfinanzielle Unternehmen sowie Ausland begonnen werden.

Jahresdaten der Euro-Länder

Auf der Ebene der einzelnen Euro-Staaten gibt es solche Sektorstatistiken bereits, jedoch zumeist nur als Jahresdaten. Bislang müssen alle 25 EU-Länder jährliche Sektorkonten berechnen und Eurostat übermit-

teln. Quartalsergebnisse für nichtfinanzielle Sektorkonten müssen entsprechend einer im vergangenen Jahr verabschiedeten EU-Verordnung seit Januar 2006 von allen EU-Ländern, die jeweils mindestens 1% zum Bruttoinlandsprodukt der EU beitragen, an Eurostat übermittelt werden. Die finanziellen Sektorkonten werden von den einzelnen Zentralbanken der Währungsunion an die EZB geliefert.

Das Statistische Bundesamt Destatis publiziert bislang nur Jahresdaten für sämtliche Sektoren. Soeben wurden von Destatis in seiner „Fachserie 18, Reihe 1.4“ erste Zahlen für 2005 mitgeteilt. Für September steht dann die reguläre, ausführliche Überarbeitung dieser Daten an. Vierteljährliche Ergebnisse werden in Deutschland bisher erst für den Sektor private Haushalte publiziert, wie der zuständige Referatsleiter bei Destatis, Norbert Schwarz, auf Anfrage weiter mitteilte. Wann und ob Deutschland vollständige vierteljährliche Sektorkonten veröffentlichen wird, sei zurzeit noch nicht entschieden, sagte er.

Für das Euro-Währungsgebiet in seiner Gesamtheit stehen diese Sektortabellen aber noch vollständig aus. Bislang hat die EZB lediglich vereinzelt zu Teilbereichen aus dieser

Sektoraufschlüsselung Daten vorgelegt, zum Beispiel für den Sektor Staat. Nun sollen aber alle Transaktionen der verschiedenen VGR-Sektoren statistisch erfasst werden. Dabei wird für jeden Sektor ein Konto aller Finanz-, Güter- und Dienstleistungstransaktionen sowie der entsprechenden finanziellen Bestände gebildet. Damit solle es zum Beispiel möglich werden, die Vermögensbildung mit dem Konsumverhalten in Bezug zu setzen, zeigt EZB-Statistikchef Keuning eine der Möglichkeiten dieser Statistik auf, die auf einer integrierten Datenbasis beruht. Darüber hinaus soll sie zu einem besseren Verständnis etwa der Portfolioentscheidungen von Privathaushalten beitragen.

Basis für Marktstrategien

Zunächst dienen die Sektorkonten, wie Destatis-Referatsleiter Schwarz weiter erklärte, der amtlichen Statistik zur letztlichen Abstimmung der VGR, da sie deren gesamten Kreislauf nachzeichnen. Zu den Abnehmern dieser Statistiken, so die Erfahrungen bei Destatis, gehören Wissenschaftler, Ministerien und künftig auch die EZB. Aber auch Analysten aus der Finanzbranche greifen auf diese Daten zu, wenn sie

etwa versuchen, über das Studium der Finanzströme, die von den privaten Haushalten ausgehen, mögliche Preisüberhebungen in irgendwelchen Assetklassen bereits im Entstehungsstadium zu erkennen. Dies ermöglicht, wenn die Identifikation gelingt, mit vorkalkuliertem Wiederausstieg gezielt dort zu investieren und von den dann eintretenden Kurssteigerungen zu profitieren.

Für die Zentralbanken ist die Analyse von Finanzströmen und das frühe Erkennen von Preisblasen von ganz grundlegendem Interesse. Es ermöglicht, schon sehr früh Gegenmaßnahmen zur Sicherung der Geldwertstabilität zu ergreifen. Die Sektorkonten böten „eine erweiterte Perspektive der monetären und wirtschaftlichen Analysen“, strich Keuning heraus.

In die neue Eurostat-Statistik werden die Finanzdaten von der EZB und die realwirtschaftlichen Zahlen von Eurostat beziehungsweise den nationalen Statistikämtern der Euro-Länder eingebracht. Ehe die EZB und Eurostat aber mit der vierteljährlichen Veröffentlichung starten, will die EZB erst noch die Qualität der im ersten Halbjahr 2006 anzuliefernden Daten testen.

Unter Statistikern ist das Veröffentlichliche von Quartalsdaten nicht

unumstritten. Sollen die Zahlen in keinem zu großen Verzug veröffentlicht werden, laufe man Gefahr, vergleichsweise unzuverlässige Daten zu publizieren, die dem Erkenntnisinteresse derjenigen, die sie für weitergehende Analysen einsetzen, eventuell mehr schaden als nutzen, wird moniert. Die EZB hingegen zeigt sich zuversichtlich, diese Probleme lösen zu können. So betont Keuning: „Die Aggregate auf europäischem Niveau sind in aller Regel zuverlässiger als einzelstaatliche Angaben. Das folgt aus den statistischen Gesetzmäßigkeiten.“

Bald erste Zahlen

Nach der Testphase, in der die derzeit einlaufenden Daten überprüft werden, ist zunächst die Bekanntgabe von Jahreszahlen bis einschließlich der Berichtsperiode 2004 geplant. Dies könnte noch im Mai geschehen, hofft Keuning. Der nächste Schritt, vermutlich im kommenden Frühjahr, führt dann zu vierteljährlichen Veröffentlichungen, wobei die publizierten Daten zunächst einen zeitlichen Rückstand von etwa vier bis fünf Monaten aufweisen dürften. Danach soll dieser Abstand aber sukzessive verringert werden, wie Keuning betont.

DIE ZUKUNFT DES MONETARISMUS (TEIL 4)

Zentralbanken müssen sich gegen mögliche Irrtümer absichern

Geldmenge liefert kaum Signale in Zeiten niedriger und stabiler Inflation – Nicht nur auf ein Modell setzen – Einfache Regeln sind robuster als komplizierte

Von Volker Wieland

Börsen-Zeitung, 21.4.2006
 Die Notenbank kontrolliert die Geldmenge in der Volkswirtschaft. Ihr Ziel sollte es sein, das Wachstum der Geldmenge stabil zu halten. Zwei Sätze wie aus dem Lehrbuch – aber leider beide falsch. Was können die Notenbanken der Welt, wie zum Beispiel die Europäische Zentralbank (EZB), die U.S. Federal Reserve

Zukunft des Monetarismus

oder die Bank von Japan denn eigentlich kontrollieren? Die Notenbanken stellen den Banken kurzfristig Liquidität zur Verfügung, das heißt, sie stellen für einen bestimmten Preis Geld bereit, wenn Banken solche Liquiditätsreserven benötigen. Genau genommen kontrollieren Notenbanken also nur die Menge oder den Preis, d. h. den Zinssatz, auf diesem Markt für Refinanzierungsgeschäfte. Auf diesem Weg kann die EZB zum Beispiel den Geldmarktzins im Euroraum bestimmen oder die Fed die sogenannte „federal funds rate“ auf US-Dollar. Die absolute Geldmenge in der Volkswirtschaft dagegen, ob man sie nun mit M1, M2, M3 oder einem anderen technischen Maß abgrenzt, hängt von vielen Faktoren auf der Nachfrage- und Angebotsseite ab und kann von der Notenbank nur ungenau kontrolliert werden.

Geldmenge irreführend

Auch was das eigentliche Ziel der Notenbankpolitik betrifft, führt der Verweis auf die Geldmenge in die

Irre. Schaut man sich Gesetze, Verfassungen oder Verträge rund um die Welt an, so sollen sich die Notenbanken um Preisstabilität kümmern und die Inflationsrate stabilisieren. In manchen Ländern, ein Beispiel sind die Vereinigten Staaten, kommt dazu noch die Beschäftigung und die Konjunktur. Hört man auf die wissenschaftliche Theorie, findet man auch dort Argumente für diese Zielsetzungen, wobei zur Preisstabilität unter Wissenschaftlern weit mehr Einigkeit herrscht als zum realen (also preisbereinigten) Wirtschaftswachstum und der Beschäftigung.

Welche Rolle soll nun die Geldmenge in der Geldpolitik spielen? Laut Dictum des Nobelpreisträgers und Urvaters des sogenannten Monetarismus, Milton Friedman, ist „Inflation immer und überall ein monetäres Phänomen“ und „verursacht durch den schnelleren Anstieg der Geldmenge im Vergleich zum realen Wachstum des volkswirtschaftlichen Gesamtproduktes“. Die Geschichte der großen Inflationen bestätigt Friedmans Aussagen. Ob in Deutschland Anfang der 20er Jahre, in China Ende der 40er Jahre oder in Brasilien in den 70er und 80er Jahren, immer gingen hohe Inflationsraten bis zur Hyperinflation einher mit einer exzessiven Ausweitung der Geldmenge.

Erfolgreich gegen Inflation

Aber auch jenseits dieser Extremfälle führte die Verwendung eines Geldmengenzieles als Zwischenziel der Geldpolitik zu Erfolgen in der Inflationskontrolle. Zum Beispiel konnte die Bundesbank in den 70er Jahren mittels solcher Geldmengenziele einen längerfristigen Anstieg der Inflationsrate infolge der Ölpreisschocks – im Gegensatz zu den Verei-



Volker Wieland
 –seit April 2003, Direktor am Center for Financial Studies
 –seit November 2000, Professor für Geldtheorie und -politik an der Universität Frankfurt
 –von 1995 bis 2000, Economist und Senior Economist, Division of Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington DC
 –1995 Promotion an der Stanford University, Kalifornien, USA
 –1986 bis 1995 Studium an der Universität Würzburg, der State University of New York at Albany, dem Institut für Weltwirtschaft in Kiel und der Stanford Universität
 –geboren am 3. Februar 1966 in Aalen/Baden-Württemberg

nigten Staaten und dem Vereinigten Königreich – vermeiden. Auch Paul Volcker als Chef der Fed griff 1979 mit Erfolg zu Geldmengenzielen, um der zweitstelligen Inflationsraten Herr zu werden.

Unter Alan Greenspan wurde die Inflationskontrolle jedoch erfolgreich fortgesetzt, auch dann, als der enge empirische Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisen in einem Umfeld mit niedriger Inflation unzuverlässig wurde. Damit ge-

riet auch die Idee eines Geldmengen(zwischen)zieles aus der Mode. Auch die Bundesbank kam nach der Wiedervereinigung immer wieder in Erklärungsnot, wenn Abweichungen von ihrem Geldmengenziel nicht im Zusammenhang mit Inflation, sondern mit Sonderfaktoren stand.

Es kam also nicht überraschend, dass die geldpolitische Strategie der EZB zwar einen monetären Referenzwert als eine von zwei Säulen erhielt, aber eben kein striktes Geldmengenziel. Auch dieser Referenzwert der Zwei-Säulen-Strategie schien in den nachfolgenden Jahren mit niedrigen Inflationsraten oft wenig hilfreich. Sie kam unter immer stärkeren Beschuss. Nicht zuletzt

Die bisherigen Serienbeiträge finden Sie unter <http://www.bzwpi.de> (passwortgeschützter Zugang für Abonnenten)

Inflationsraten oft nur ungenaue oder manchmal gar keine Signale bezüglich der kurz- und mittelfristigen Inflationsentwicklung liefert. In diesem Umfeld dominieren verschiedene Faktoren die Geldnachfrage und Geldangebotsentwicklung.

In Zeiten mit höheren oder stark ansteigenden Inflationsraten kann die Geldmenge dagegen wichtige Signale geben. Auch in einer Zeit der Deflation wie im Japan der 90er Jahre verdient die Geldmenge ganz besondere Aufmerksamkeit.

Zudem können die Notenbanker die Zusammenhänge und Wirkungsketten zwischen dem geldpolitischen Instrument, d. h. dem entsprechenden kurzfristigen Nominalzins, und dem langfristigen geldpolitischen Ziel, d. h. der Inflationsrate, nur sehr ungenau bestimmen. Die Wissenschaft liefert konkurrierende Modellansätze, während die Daten nur eine ungenaue Schätzung der entsprechenden Schlüsselgrößen erlauben.

Versicherungsansatz

In dieser von Unsicherheit geprägten Entscheidungssituation, in der Notenbanker Risiken managen müssen, bietet es sich an, eine „Versicherungsstrategie“ zu fahren, die nicht auf einem einzigen Modellrahmen fußt. Aus diesem Grund forschen wir auch am Center for Financial Studies in Frankfurt – aufbauend auf früheren Forschungsarbeiten am Federal Reserve Board für die USA – nach robusten Regeln für die europäische Geldpolitik. Erste Ergebnisse sind in dem Working Paper 2005-13 des CFS „Insurance Policies for Monetary Policy in the Euro Area“, Working Paper (Küster, K. und V. Wieland), zu finden. Es zeigt sich dabei, dass Regeln, die für ein bestimmtes, vielleicht ja sehr wahrscheinliches

Issing besorgt über hohen Ölpreis

Börsen-Zeitung, 21.4.2006
js Frankfurt – Der Chefvolkswirt der Europäischen Zentralbank (EZB), Otmar Issing, hält die Markterwartungen einer weiteren Leitzinserhöhung im Juni für schlüssig. Die aktuellen Einschätzungen der Finanzmärkte „passen zur unserer eigenen Einschätzung“, sagte Issing in einem Interview der „International Herald Tribune“, das am Donnerstag veröffentlicht wurde.

Die Märkte hatten eine Zinserhöhung im Mai erwartet, bis EZB-Chef Jean-Claude Trichet nach der Ratssitzung am 6. April dieser Einschätzung widersprach. Der Notenbankchef deutete indes an, dass die EZB stattdessen ihren Leitzins im Juni weiter anheben werde. Derzeit liegt der für den Euroraum maßgebliche Zins bei 2,5%.

Besonders besorgt zeigte sich Issing, der Ende Mai aus dem Amt scheidet, über den hohen Ölpreis, der jüngst die Rekordmarke von 72 Dollar überschritten hatte. Die Inflation im Euroraum könnte dadurch höher ausfallen als bislang erwartet, sagte Issing. Auch wenn noch Zeit bis zum Erstellen der neuen Inflationsprognosen sei, müsse zum jetzigen Zeitpunkt darin ein höherer Ölpreis angenommen werden als noch im März. Die Inflations- und Wachstumsprognosen des EZB-Stabs werden quartalsweise aktualisiert.

Serie Die Zukunft des Monetarismus

- Teil 1:** Axel Weber: Die monetäre Analyse – eine wertvolle Perspektive
 Mittwoch, 12. April 2006
- Teil 2:** David Laidler: Geldmengensteuerung weiter betreiben
 Donnerstag, 13. April 2006
- Teil 3:** Thorsten Polleit: Friedmans Monetarismus: lebendig wie eh und je, 19. April 2006
- Teil 4:** Volker Wieland: Zentralbanken müssen sich gegen mögliche Irrtümer absichern
- Teil 5:** Lorenzo Bini Smaghi: Die Rolle des Geldes auf kurze bis mittlere Sicht
- weitere Beiträge in Vorbereitung