

## Konjunkturschlaglicht: Langfristige Inflationsrisiken

Der EZB-Rat hat am 2. Juni 2005 beschlossen, den Mindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte unverändert bei 2% zu belassen. Seit zwei Jahren liegt der wichtigste Leitzins des Euroraumes nun auf diesem historisch niedrigen Niveau. Die jüngste zinspolitische Entscheidung wurde damit begründet, dass sich die Abwärts- und Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität in etwa kompensieren. Laut EZB ergibt sich durch die nur mäßige konjunkturelle Erholung im Euroraum und die moderate Lohnentwicklung kurzfristig kein Inflationsdruck. Mittelfristig sieht sie aber aufgrund der hohen Ölpreise bzw. der geplanten Anhebungen administrativer Preise und indirekter Steuern Inflationsrisiken.

Auf Risiken für die Preisstabilität in der mittleren bis langen Frist weist insbesondere die monetäre Entwicklung hin. Denn die Geldmenge M3 expandiert seit Sommer 2004 wieder mit Raten, die deutlich über dem von der EZB mit 4,5% festgelegten Referenzwert liegen (siehe Abbildung 1). Dadurch ist die Überschussliquidität weiter gestiegen. Anders als in den Jahren 2002 und 2003 trägt dazu jetzt auch eine spürbar steigende Kreditvergabe an private Nichtbanken bei.

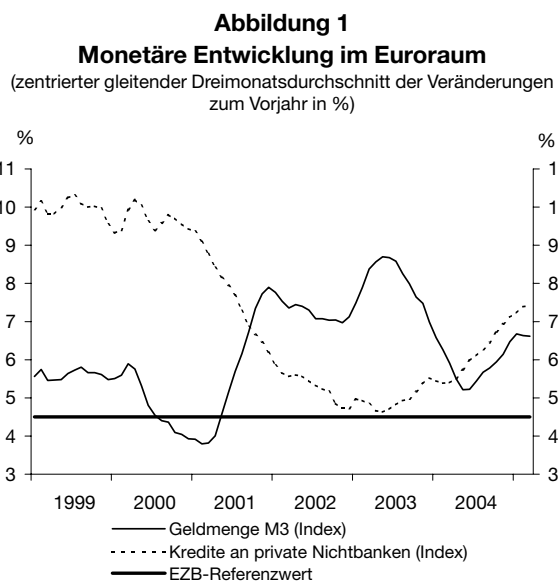
Die seit Anfang 2001 entstandene Überschussliquidität lässt sich durch zwei Messgrößen – die nominale und die reale Geldlücke<sup>1</sup> – darstellen (siehe Abbildung 2). Sowohl die nominale als auch die reale Geldlücke haben sich seitdem kontinuierlich ausgeweitet. Am aktuellen Rand hat sich diese Entwicklung zwar nicht

fortgesetzt, doch auch in der Vergangenheit gab es immer wieder vorübergehend Unterbrechungen. Das ungewöhnliche Ausmaß der Überschussliquidität wurde von der EZB für die vergangenen Jahre zum Teil mit Portfolioumschichtungen in liquide Finanzanlagen begründet, die aufgrund der unsicheren geopolitischen und wirtschaftlichen Situation von den Anlegern bevorzugt wurden. Der nicht dadurch erklärte Teil deutet aber auf erhöhte Risiken für die Preisstabilität hin, vor allem, wenn diese Entwicklung weiter anhalten sollte.

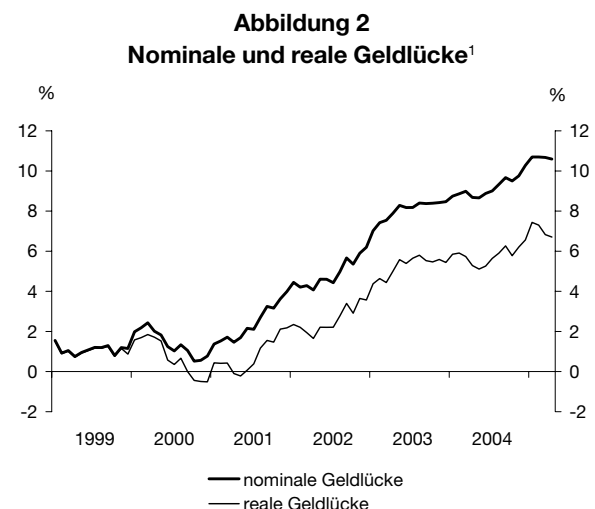
Auch die Entwicklung des „core money“-Konzepts von Neumann und Greiber<sup>2</sup> deutet auf mittelfristige Risiken für die Preisstabilität hin. Das „core money“, die Kernkomponente des Geldmengenwachstums, ist definiert als der Überschuss der permanenten Komponente des nominalen Geldmengenwachstums über die permanente Komponente der realen Geldnachfra-

<sup>1</sup> Die nominale Geldlücke entspricht der Differenz zwischen der tatsächlichen Geldmenge M3 und dem Geldbestand M3, der sich aus einem M3-Wachstum entsprechend dem Referenzwert von 4,5% p.a. ergeben hätte (Gleichgewichtsgeldmenge). Die reale Geldlücke ist analog die Differenz zwischen der mit dem HVPI deflationierten tatsächlichen Geldmenge M3 und dem deflationierten Geldbestand M3, der sich bei einem nominalen M3-Wachstum entsprechend dem Referenzwert von 4,5% p.a. und einer mit der Preisstabilitätsdefinition der EZB im Einklang stehenden HVPI-Inflation ergeben hätte (reale Gleichgewichtsgeldmenge), vgl. Europäische Zentralbank: Gestaltungsrahmen und Instrumentarium der monetären Analyse, in: Monatsbericht, Jg. 3, Nr. 5 (Mai 2001), S. 50 ff.

<sup>2</sup> Vgl. M. J. M. Neumann, C. Greiber: Inflation and core money growth in the euro area, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Series 1, Nr. 63, Frankfurt/Main 2004.



Quellen: Europäische Zentralbank, Thomson Financial Datastream; Berechnungen des HWWA.



<sup>1</sup> Die nominale und die reale Geldlücke werden in % des nominalen bzw. realen M3-Bestands dargestellt. (Basisperiode für die Berechnung der Gleichgewichtsgeldmenge ist hier der Dezember 1998.)

Quellen: Eurostat, Europäische Zentralbank, Thomson Financial Datastream; Berechnungen des HWWA.

geentwicklung. Letztere entspricht dem mit der Einkommenselastizität der Geldnachfrage gewichteten Trendwachstum des realen Bruttoinlandsprodukts. Da bei Neumann und Greiber erst Zyklen mit einer Länge von mehr als acht Jahren einen statistisch signifikanten Zusammenhang zwischen Geldmengenwuchs und Inflation aufweisen, signalisieren lediglich länger andauernde positive Abweichungen der permanenten Komponente des nominalen Geldmengenwachstums von der permanenten Komponente der realen Geldnachfrageentwicklung potenzielle Inflationsrisiken.

<sup>3</sup> Eine aktuelle graphische Darstellung des „core money“-Konzepts findet sich in Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute e. V.: Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Frühjahr 2005, HWWA-Report Nr. 254, Hamburg 2005, S. 87.

Seit Mitte 2003 expandiert das „core money“ mit Raten über dem EZB-Referenzwert, in jüngster Zeit sogar beschleunigt<sup>3</sup>. Dies birgt durchaus Risiken für die mittel- bis längerfristige Preisstabilität, da seit Sommer 2003 keine Portfolioumschichtungen mehr für das kräftige Wachstum der Geldmenge M3 ursächlich waren und sich das Expansionstempo von M3 zwischenzeitlich sogar verlangsamte. Sollte sich die Ausweitung der Geldmenge M3 und der Kredite an private Nichtbanken fortsetzen, so erhöht sich das Risiko, dass das in der Überschussliquidität schlummernde Inflationspotenzial wirksam wird.

*Eva-Ulrike Feldkord, Tel. 040/42834-317*

*eva-ulrike.feldkord@hwwa.de*