

## 7. Kapitalmarktforum der WGZ Bank Luxembourg

7. September 2007

# Im Fokus der Europäischen Zentralbank Die Monetäre Analyse im Euroraum : Aktuelle Herausforderungen und Ausblick

Yves Mersch

*Président de la Banque centrale du Luxembourg*

### **ES GILT DAS GESPROCHENE WORT!**

Seit der Einführung des Eurosystems im Jahr 1999 stellt die monetäre Analyse eine der zwei Säulen der Strategie des Eurosystems dar. Die Verleihung einer (prominenten) Rolle der monetären Analyse ist grundsätzlich zurückzuführen auf:

- a) den engen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation in der mittleren bis längeren Sicht.
- b) die Vorlaufeigenschaft der Geldmenge für die Inflation im Euroraum.
- c) den stabilen Zusammenhang zwischen der realen Geldmenge und anderen Fundamentaldaten in der mittleren bis langen Frist (wie z.B. dem realen BIP und dem Zinssatz).

Der Zusammenhang zwischen der Geldmenge und der Inflation in der mittleren bis längeren Sicht zählt bis heute zu den Grundfesten geldpolitischer Strategien und liefert der Geldpolitik auch jenseits des für gewöhnliche Inflationsprognosen gültigen Horizonts einen nominalen Anker. Mit der Einführung einer prominenten Rolle für die Geldmenge hat der EZB-Rat auch und besonders die Bedeutung der mittleren bis langen Frist für die geldpolitische Strategie unterstrichen. Erst die Ausrichtung an der mittleren Frist auf der Grundlage von Geldmenge und Liquidität gestattet es der Geldpolitik, „durch den vorübergehenden Einfluss von Schocks hindurchzusehen“ und allzu häufige Politikwechsel zu vereiteln.

Seit Bestehen des Eurosystems ist der Euroraum wiederholt von verschiedensten Schocks eingeholt worden. Für die Geldpolitik stellten diese Schocks eine zusätzliche Schwierigkeit bei der Einschätzung der Risiken für die Preisstabilität in Echtzeit dar. Daneben stellten diese Schocks aber auch große Herausforderungen für Marktteilnehmer dar. Der EZB-Rat arbeitet daher seit geraumer Zeit auf eine verbesserte Kommunikation der monetären Analyse hin um die Verarbeitung der Schocks an den Märkten so einfach wie möglich zu gestalten. Im Folgenden möchte

ich anhand von drei Kernaussagen verdeutlichen, warum die an der monetären Analyse vorgebrachte Kritik häufig unangebracht ist:

- a) Monetäre Analyse, das zeigen Geldtheorie und geldpolitische Praxis übereinstimmend (auch für den Zeitraum vor dem Bestehen des Eurosystems), darf nicht mechanisch erfolgen.
- b) Die monetäre Analyse ist breit angelegt. Sie ist zu keiner Zeit auf das Geldmengenwachstum beschränkt.
- c) Die monetäre Analyse darf nicht als ein statisches Konzept verstanden werden. Vielmehr verfolgt die EZB aktiv eine kontinuierliche Weiterentwicklung der ihr zugrunde liegenden Verfahren.

Diese Kernaussagen möchte ich im Folgenden näher an konkreten Beispielen erläutern.

### **Kernaussage 1: Monetäre Analyse im Eurosystem darf nicht mechanisch erfolgen**

Geldmengenwachstum kann sehr unterschiedliche Ursachen und auch verschiedene Implikationen für die Risiken für Preisstabilität haben. Eine sorgfältige Abschätzung der Risiken für Preisstabilität ist daher allein auf der Grundlage einer breit angelegten monetären Analyse möglich, gestützt durch eine Vielzahl von Verfahren und Indikatoren. Beispielhaft steht hierfür das starke Geldmengenwachstum in den Jahren 2001/2003 einerseits und seit 2004 andererseits, mithin Phasen, in denen die monetäre Analyse Gegenstand von, wie ich meine, übereilter Kritik wurde. Interessanterweise hat just die monetäre Analyse trotz eines oberflächlich ähnlich starken Geldmengenwachstums in diesen Zeiträumen die völlig unterschiedlichen Risiken für Preisstabilität identifizieren können und unser geldpolitisches Handeln entsprechend steuern können:

**Erstens:** Aufgrund der erhöhten Unsicherheit unter Anlegern infolge der starken Abkühlung der Aktienmärkte sowie der Terroranschläge im Jahr 2001 entwickelten sich Geldmenge und Kreditaktivität entgegengesetzt. Seit 2004/5 hingegen beobachten wir dank niedriger Zinssätze und (in jüngerer Zeit) wirtschaftlichem Aufschwung einen starken Anstieg sowohl der Geld- als auch der Kreditnachfrage.

**Zweitens:** Das starke Geldmengenwachstum der Jahre 2001/3 wurde in erster Linie angetrieben durch eine starke Nachfrage nach marktfähigen Finanzinstrumenten (z.B. Geldmarktfonds), die typischerweise dazu dienen, Mittel in sicheren und liquiden Anlagen zu „parken“, zum Beispiel zu Zeiten erhöhter Unsicherheit. Zwischen 2004 und Ende 2005 hingegen fußte das starke Wachstum von M3 auf einer starken Ausweitung des engen Geldmengenaggregats M1 während mit dem Beginn von 2006 eine verstärkte Verschiebung von Mitteln aus M1 in die marktfähigen Instrumente stattfand.

**Drittens:** Wohingegen in 2001/3 die erhöhte Unsicherheit zu einem relativ sprunghaften Anstieg der Geldhaltung bei den privaten Haushalten führte, erhöhten die privaten Haushalte seit 2004 ihre Geldnachfrage nur allmählich. Der Anstieg der Geldnachfrage seitdem ist demzufolge eher auf Änderungen im allgemeinen Trend

zurückzuführen als auf plötzliche Schocks. Im Gegensatz zum Zeitraum 2001/3, als die Geldhaltung institutioneller Anleger und nicht-finanzieller Unternehmen erst mit Verzögerung anstieg, wuchs die Geldhaltung der nicht-finanziellen Unternehmen sowie der anderen finanziellen Institutionen fast über den gesamten Zeitraum Mitte-2004 bis 2006 sehr stark.

Der EZB-Rat konnte bereits gegen Ende des Jahres 2004 einen Anstieg der Risiken für die Preisstabilität identifizieren. Nachdem sich die Zeichen für die erhöhten Risiken im Zuge eines hohen und ansteigenden Geldmengenwachstums weiter verdichtet hatten, hat die monetäre Analyse letztlich erheblich zur Entscheidung des EZB-Rats, die Zinsen im Dezember 2005 zu erhöhen, beigetragen.

### **Kernaussage 2: Die monetäre Analyse ist breit angelegt**

Die monetäre Analyse und ihre Rolle im Rahmen der geldpolitischen Strategie der EZB sind wiederholt Gegenstand von Kritik geworden. Ursächlich hierfür war und ist regelmäßig eine zu starke Reduktion der monetären Analyse auf den simplen Abgleich von Geldmengenwachstum und Referenzwert bei gleichzeitig zu starker Fokussierung auf die kurze Frist. Eine breit angelegte monetäre Analyse geht jedoch viel weiter, und beinhaltet unter anderem eine vielschichtige Analyse des Aggregats M3, die Analyse der Gegenposten zu M3 sowie diverse modelltheoretische Ansätze zur Erklärung monetärer Phänomene. Die Entwicklungen der letzten drei Jahre stellen dies eindrucksvoll unter Beweis:

Anlass für die jüngste Kritik ist die oberflächliche Beobachtung eines anhaltend starken Geldmengenwachstums im Euroraum bei gleichzeitig niedriger Inflationsrate. Zwischen März 2004 und März 2007 stieg das jährliche Geldmengenwachstum von leicht unter 5% auf mehr als 10% an. Und in der Tat mussten wir im Jahr 2007 das bislang stärkste Geldmengenwachstum seit Bestehen des Eurosystems beobachten. Dies bedeutet dennoch nicht, dass die monetäre Analyse gänzlich außerstande ist, das seit 2004 beobachtete Geldmengenwachstum zu erklären. Grundsätzlich gilt, dass sich bei einem stabilen Zusammenhalt von Geldmengenwachstum und Inflation eine „Norm“ herleiten lässt, die kompatibel ist mit Preisstabilität. Wenn das Geldmengenwachstum diese so hergeleitete „Norm“ übersteigt, kann das dreierlei Ursachen haben:

- a) Die „Norm“ hat sich verändert (d.h. der vermeintlich stabile Zusammenhalt ist obsolet oder hat sich verändert).
- b) Die Abweichung von der Norm ist nur temporärer Natur und das Geldmengenwachstum kehrt zur Norm zurück.
- c) Es gibt nicht unerhebliche Risiken für die Preisstabilität (d.h. die Inflation wird *ceteris paribus* – insbesondere ohne weiteres Einwirken der Geldpolitik - parallel zum Geldmengenwachstum ansteigen).

Die geldpolitische Praxis ist teilweise durch ein Zusammenwirken dieser idealtypischen Ursachen charakterisiert, insbesondere durch die Notwendigkeit zur Entscheidungsfindung in Echtzeit. Das gilt auch für das starke Geldmengenwachstum der letzten drei Jahre.

Zum Beispiel kann aus heutiger Sicht nicht ausgeschlossen werden, dass sich die Semi-Zinselastizität der Geldnachfrage in jüngerer Zeit erhöht hat, z.B. als Folge des insgesamt niedrigen Zinsniveaus. Allein der Übergang zu einer stabilitätsorientierten Geldordnung mit geringeren nominalen Zinssätzen kann zu einem Anstieg der Geldhaltung führen. Ebenso kann eine vermeintlich ungewöhnlich hohe Geldnachfrage bei einem sehr niedrigen Zinsniveau auf fixe Transaktionskosten beim Übergang von Geld zu anderen Aktiva zurückzuführen sein. Die breite monetäre Analyse des Eurosystems umfasst deshalb unter anderem auch Geldnachfragemodelle mit einer variablen Semi-Zinselastizität. Solche Modelle konnten über den gesamten Zeitraum 1980 bis 2006 einen stabilen Zusammenhang zwischen der realen Geldnachfrage M1 und seinen Erklärungsfaktoren nachweisen. Sie belegen, dass sowohl das starke Wachstum der Nachfrage nach M1 bis Ende 2005, aber auch die Verlangsamung des Anstiegs seit Mitte 2006 in erster Linie auf Veränderungen der Opportunitätskosten der Geldhaltung zurückzuführen sind. Angesichts des hohen Anteils von M1 im Geldmengenaggregat M3 gilt dies in abgeschwächter Form auch für M3.

Daneben konnte die breit angelegte monetäre Analyse des Eurosystems eine Vielzahl von Faktoren identifizieren, deren *timing* nicht eindeutig ist. Sie können einerseits zeitlich klar abgegrenzte Einzelphänomene reflektieren, andererseits aber auch Ausdruck längerfristiger Entwicklungen sein. Derartige Faktoren können - auch wenn nur von kurzer Dauer - die Geldnachfrage über einen mehr oder weniger langen Zeitraum beeinflussen. Wiederum für den Zeitraum der letzten drei Jahre lassen sich stellvertretend unter anderem nennen:

- a) Die breit angelegte Einführung von Zertifikaten mit derivate-ähnlichen Auszahlungsmustern für den Privatanleger. Diese Zertifikate begrenzen, gleichsam Schuldtiteln, den maximal möglichen Kapitalverlust aber versprechen gleichzeitig eine optionsähnliche Teilhabe an steigenden Kursen. Diese Hybridzertifikate fanden reges Interesse bei Privatanlegern in Zeiten erhöhter wirtschaftlicher und finanzieller Unsicherheit und sehr geringen Zinserträgen. Aus konzeptioneller Sicht ist allerdings streitig, ob sie überhaupt zu M3 zu zählen sind, da Hybridzertifikate häufig keine vollständige Kapitalgarantie enthalten.
- b) Die starke Nachfrage nach Liquidität zur Finanzierung von Fusionen und Akquisitionen. Seit Ende 2004 haben nicht-finanzielle Unternehmen verstärkt einen Teil der Kreditaufnahme zur Finanzierung von Fusionen und Akquisitionen verwendet. Entgegen dem Zeitraum 1999/2000 umfasste dieser M&A boom nahezu alle Sektoren der Volkswirtschaft und zielte auch auf Unternehmen innerhalb des Euroraums ab. Wenngleich der Einfluss dieses Faktors auf die Geldmengen- und Kreditentwicklungen nicht direkt abgeleitet werden kann, kann die verstärkte Kreditaufnahme über den Umweg von Vermögenspreisen und Liquidität Risiken für Preisstabilität beinhalten.
- c) In den letzten Jahren ist die Nachfrage nach Verbriefung stark angestiegen und mit ihr die Bedeutung des OFI-Sektors. Zwar sind die direkten Effekte der Verbriefung auf das M3-Wachstum schlecht abzuschätzen, aber in jedem

Fälle führen diese zu einem höheren Anteil der OFIs an den in M3 enthaltenen Einlagen sowie zu Veränderungen in der Dynamik der Geldmenge. Da sich der OFI-Sektor durch eine sehr volatile und sehr zyklische Geldnachfrage auszeichnet, gestaltet sich die Extraktion längerfristiger Trendentwicklungen von der ausgewiesenen Geldmengenentwicklung schwieriger. Darüber hinaus ist der Zusammenhang zwischen der Geldhaltung der OFIs und den Verbraucherpreisen weniger offensichtlich als z.B. für den Fall der privaten Haushalte.

- d) Die rasante Entwicklung der Nettoforderungen aus dem Ausland. In jüngster Zeit haben Investitionen im Euroraum durch Nicht-Gebietsansässige an Attraktivität gewonnen. Eine gesicherte Analyse der Auswirkungen der verstärkten Transaktionen mit Nicht-Gebietsansässigen auf das Geldmengenwachstum ist zu diesem Zeitpunkt nur schwer möglich: Einerseits kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Nachfrage ansässiger MFIs nach Transaktionen mit dem Rest der Welt dauerhaft höher ausfällt. Andererseits ist davon auszugehen, dass die gegenwärtig starke Nachfrage der Nicht-Gebietsansässigen nach Portfolioinvestitionen im Euroraum zumindest in Teilen zyklischer Natur ist und nur geringen Einfluss auf die Kernwachstumsrate von M3 hat.
- e) Der außergewöhnliche Anstieg privater Vermögen. Bereits frühe Ansätze zur Erklärung der Geldnachfrage belegen, dass ein Anstieg des Vermögens zu einer erhöhten Geldhaltung führen kann. Interessanterweise hat sich das Verhältnis von den Vermögen privater Haushalte zu den in M3 enthaltenen Einlagen der Haushalte um den seit den 90'er Jahren eingeschlagenen Trend herum entwickelt. Die infolge des niedrigen Zinsniveaus starken Anstiege bei Wertpapierkursen und Immobilienpreisen können daher ein weiterer Grund für die sehr dynamische Entwicklung der Geldmenge M3 im Euroraum darstellen.
- f) Strukturelle Verfahren zur Modellierung der Geldmenge M3 für den Euroraum belegen, dass das starke Wachstum der Geldmenge seit der Mitte des Jahres 2004 hervorgerufen wurde durch einen rasanten Anstieg der Kredite an Haushalte. Die Nachfrage der Haushalte nach Krediten könnte durch eine verstärkte Konsumneigung hervorgerufen worden sein oder durch einen starken Anstieg der Vermögenswerte. Ersteres würde Risiken für die Preisstabilität implizieren, letzteres nicht.

Trotz der Fülle von Einflussfaktoren ist allerdings nicht davon auszugehen, dass das beobachtete Geldmengenwachstum ausschließlich hierauf zurückgeführt werden kann. Entsprechend den obigen Ausführungen zur den möglichen Ursachen für Abweichungen von der *Norm* hat der EZB-Rat bereits gegen Ende des Jahres 2005 Aufwärtsrisiken für Preisstabilität identifiziert. Bereits zum Ende des ersten Quartals 2005 sprachen diverse monetäre Modelle eine relativ deutliche Sprache: Die in den Jahren 2003 noch relativ unsicheren Aussichten für die Risiken für Preisstabilität wich einer deutlich geringeren Streuung der sich nach oben verlagerten Inflationsindikatoren.

Die breit angelegte monetäre Analyse liefert auch Erklärungsansätze für die heterogene monetäre Entwicklung, die wir seit der schrittweisen Rückführung der geldpolitischen Akkommodierung im Dezember 2005 beobachten konnten. Wohingegen sich das Wachstum des engen Geldmengenaggregats M1 im Herbst 2005 und das Kreditwachstum seit Sommer 2006 verlangsamte, beobachteten wir einen weiteren Anstieg des Wachstums von M3. Empirische Modelle der breit angelegten monetären Analyse belegen, dass der Anstieg des Wachstums von M3 keineswegs unplausibel ist, sondern kompatibel ist mit den seit Anfang der 90'er Jahre geltenden „historischen Gesetzmäßigkeiten“. Als Gründe für die Fortsetzung des Wachstumspfad des breiten Geldmengenaggregats M3 in den Jahren 2006 und 2007 lassen sich zum Beispiel nennen:

- a) In Erwartung weiterer Zinserhöhungen zögerten Investoren vor einer Anlage in festverzinslichen Papieren und fragten verstärkt Geldmarktfonds, Termineinlagen oder kurzfristige Schuldverschreibungen mit variabler Verzinsung nach.
- b) Die flache Zinsstrukturkurve begünstigte *ceteris paribus* die Anlage in kurzfristige Instrumente, die bei annähernd gleicher Rendite mehr Liquidität boten.
- c) Sowohl die Erwartung eines höheren Zinsniveaus als auch die verbesserten Wirtschaftsaussichten für den Euroraum erhöhten die Attraktivität von Investitionen durch Nicht-Gebietsansässigen und konnte über einen Anstieg der Nettoauslandsforderungen einen Anstieg von M3 bewirken.

Diese Ausführungen belegen, dass die monetäre Analyse im Eurosystem breit angelegt ist und zu keinem Zeitpunkt von einem einzelnen Modell/Verfahren abhängt. Welches der vorhandenen Modelle/Verfahren geeignet ist hängt von den konkreten Umständen ab und wird daher im Zeitablauf variieren. In jedem Fall wird die modelltheoretische Analyse im Eurosystem erst durch das qualifizierte Urteil des EZB-Rats vervollständigt.

### **Kernaussage 3: Die monetäre Analyse ist kein statisches Konzept**

Die Entwicklung der monetären Analyse im Euroraum ist einem evolutionären Prozess gleichzusetzen. Dieser dynamische Charakter der monetären Analyse, der im Übrigen auch für die ökonomische Analyse und die Geldpolitik ganz allgemein gilt, bleibt von den Kritikern der monetären Analyse regelmäßig unberücksichtigt. Seit Bestehen des Eurosystems wurde die monetäre Analyse ständig weiterentwickelt und vertieft (ich erinnere nur an die Bereinigung des M3-Wachstums um den Effekt von Portfolioumschichtungen). Die Ausführungen zur Kernaussage 2 belegen, dass die monetäre Analyse auch in jüngerer Zeit vertieft und erweitert wurde. In diesem Abschnitt möchte ich einen Überblick geben über die Fülle an Arbeiten zur weiteren Vertiefung und Erweiterung der monetären Analyse in der näheren Zukunft. Der Schwerpunkt dieser Arbeiten liegt auf den folgenden drei Gebieten:

- a) Die Entwicklungen in den letzten Jahren haben gezeigt, dass die Stabilität der Geldnachfrage nicht als selbstverständlich vorausgesetzt werden kann. Da die Schätzung der Geldnachfrage ein inhärent wichtiges Konzept zur Beurteilung der beobachteten monetären Entwicklung darstellt, ist die Weiterentwicklung

bestehender Modelle der Geldnachfrage im Euroraum offenkundig von großer Bedeutung. Die gegenwärtigen und geplanten Arbeiten umfassen:

- a) Die Erweiterung bestehende Modelle der Geldnachfrage, zum Beispiel um weitere Erklärungsfaktoren, wie z.B. Vermögenswerte und Unsicherheit.
  - b) Die Definition eines Geldmengenaggregats mit einer engeren Verbindung zur gesamtwirtschaftlichen Nachfrage bzw. zur Inflation (z.B. durch Weglassen der Geldhaltung von OFIs oder aber mithilfe von Gewichtungen) sowie alternative Definitionen der erklärenden Variablen (z.B. Einkommen, Opportunitätskosten).
  - c) Die Schätzung von Modellen der sektoralen Geldhaltung (z.B. für private Haushalte) sowie eine verbesserte quantitative Erfassung von Verzerrungen im Geldmengenwachstum hervorgerufen durch Finanzinnovationen, Verbriefungstendenzen, Nachfrage nach Euro-Banknoten durch Nicht-Gebietsansässige, etc..
- b) Empirische Untersuchungen haben gezeigt, dass der Zusammenhalt zwischen Geldmengenwachstum und Inflation besonders stark ist in der mittleren bis längeren Sicht (d.h. den niedrig-frequenten Zeitreihenkomponenten). Ein starker Zusammenhang zwischen den niedrig-frequenten Komponenten von Geldmengenwachstum einerseits und Inflation andererseits konnte für viele Länder und mehrere Geldordnungen festgestellt werden. Dieser starke empirische Nachweis lässt vermuten, dass der Zusammenhalt von Geldmengenwachstum und Inflation politikunabhängig und struktureller Natur ist. Weiterführende Studien zielen unter anderem darauf ab, die Vorlaufeigenschaften des Geldmengenwachstums für die Inflation besser identifizieren und interpretieren zu können. Um unser Verständnis dieser Langfristbeziehung zu vertiefen und um die Interpretation monetärer Indikatoren gerade im Hinblick auf die Notwendigkeit zur Geldpolitik in Echtzeit zu verbessern, müssen bereits bestehende Filtertechniken verfeinert werden (Stichwort: „*signal-extraktion*“). Zur weitergehenden Analyse der Leistung und der Eigenschaften monetärer Inflationsindikatoren bieten sich spezielle empirische Modelle (z.B. Bayes'sche VARs, Faktoranalyse) an.
- c) Unser Verständnis der Mechanismen, anhand derer monetäre Schocks auf die Inflation übertragen werden ist bislang unvollständig. Weiteren Einblick versprechen umfassende theoretische Konzepte, so z.B. die allgemeine Gleichgewichtstheorie (Stichwort „DSGE“) mit ausdrücklicher Modellierung des Geld- und Kreditmarktes. Die umfassende Modellierung von monetärem und realem Sektor dient auch zur verbesserten Gegenüberstellung von monetärer und ökonomischer Analyse. Diese Ansätze erweitern die einfache Gegenüberstellung von Inflationsprognosen aus der ökonomischen Analyse mit jenen der monetären Modelle. Andere Ansätze wiederum zielen darauf ab, die makroökonomischen Projektionen mit denen struktureller monetärer Modellen zu replizieren und alternative Szenarios basierend auf monetären Entwicklungen einzuführen.

Betonen möchte ich in diesem Zusammenhang, dass die gegenwärtigen Bemühungen zur Vertiefung und Erweiterung der monetären Analyse sich nicht auf die spezifische Weiterentwicklung einzelner Ansätze beschränkt, sondern ein breites Spektrum an ökonomischen Modellen und ökonometrischen Verfahren umfasst. Des Weiteren besteht keine Rangfolge bei der Weiterentwicklung der monetären Analyse. Dank der ständigen Erweiterung und Vertiefung kann sich die monetäre Analyse im Eurosystem bereits heute auf eine Vielzahl komplementärer Ansätze stützen. Jede Innovation bringt wiederum die Notwendigkeit und auch das Potenzial zur Erweiterung und Vertiefung der monetären Analyse mit sich. Im Laufe der Zeit werden darüber hinaus neue Daten verfügbar und neue Schocks auf den Euroraum eintreffen. Hierdurch ergeben sich unablässig neue Herausforderungen für die Geldpolitik in Echtzeit.

### **Die monetäre Analyse und Luxemburg**

Gerade für Luxemburg ist die monetäre Analyse wie sie im Rahmen des Eurosystems praktiziert wird von Bedeutung. Immerhin steuerte der Finanzsektor, welcher zu einem großen Teil auf das *Private Banking* und *Asset Management* spezialisiert ist, zuletzt 28 %<sup>1</sup> des Bruttoinlandsproduktes bei. Dabei sind gerade Instrumente welche im so genannten breiten Geldaggregat M3 enthalten sind von Bedeutung. Die Bedeutung des luxemburgischen Finanzsektors kann man auch anhand des eines europäischen Vergleichs zeigen. So beträgt der luxemburgische Anteil am Bruttoinlandsprodukt der Eurozone nur knapp 0,4 %.<sup>2</sup> Beim breiten Geldmengenaggregat M3 steuert Luxemburg jedoch an die 3,75 % bei, bei M2 und M1 sind es jeweils 2,92 % bzw. 2,25 %. Bei näherer Betrachtung dieser Aggregate so fällt auf dass Luxemburg vor allem bei den marktfähigen Instrumenten von Bedeutung ist. So stammen z. B. sage und schreibe 8,46 % der in M3-M2 enthaltenen Instrumente des Euroraums aus den Bilanzen luxemburgischer monetärer Finanzinstitute. Nimmt man das etwas enger gefasste Aggregat M2-M1, so bestreiten luxemburgische monetäre Finanzinstitute immerhin noch 3,71 % des Europäischen Aufkommens.<sup>3</sup> Allein durch die Bedeutung des Finanzsektors für den Wirtschaftsstandort Luxemburg, hat auch Luxemburg ein erhebliches Interesse am Ausbau der monetären Analyse.

### **Aktuelle Entwicklungen aus dem Blickwinkel der monetären Analyse**

Durch den Übergang zu einer stabilitätsorientierten Geldpolitik in weiten Teilen dieser Welt scheint sich die Inflation in jüngerer Zeit stabilisiert zu haben, nicht allein im Euroraum, sondern weltweit. Es ist nicht auszuschließen, dass eine zunehmend konstante Inflationsrate einen Einfluss haben könnte auf den empirischen Nachweis der Vorlaufeigenschaften des Geldmengenwachstums. So weist z.B. *Goodhart's law* darauf hin, dass der empirische Nachweis eines engen Zusammenhanges zur Zielgröße (d.h. die Inflationsrate) erschwert wird, sobald die Geldpolitik eben diesen

---

<sup>1</sup> Quelle: Statec 'Comptes Nationaux par branche', Daten für 2007Q1.

<sup>2</sup> Quelle: CSS, Daten für 2007Q1.

<sup>3</sup> Quelle : CSS, Daten für Juli 2007.



Zusammenhang auszunutzen versucht. Dies gilt nicht ausschließlich (auch nicht in erster Linie) für das Geldmengenwachstum sondern auch für die realwirtschaftliche Seite unserer Strategie.

Eine Beurteilung der monetären Analyse des Eurosystems ist grundsätzlich nur möglich bei Berücksichtigung der äußeren Rahmenbedingungen (und den Veränderungen ebendieser). Empirische Studien deuten zum Beispiel darauf hin, dass die Globalisierung und auch die Liberalisierung der Finanzmärkte starke Veränderungen in der Dynamik der Wirtschaftsentwicklung, aber auch für die Risiken für Preisstabilität mit sich brachten. Im Zuge der fortschreitenden Globalisierung scheint darüber hinaus die Abhängigkeit der Inflation von den ehemals so wichtigen Indikatoren für wirtschaftliche Über-/Unterauslastung und steigende Faktorkosten an Bedeutung verloren zu haben. Die Notwendigkeit zu einer globaleren Ausrichtung der klassischen Inflationsmodelle ist angesichts der stärkeren Verflechtung der Volkswirtschaften offensichtlich. Empirische Untersuchungen zeigen, dass Proxies für den Grad der Auslastung der Weltwirtschaft den Erklärungsgehalt klassischer (d.h. schwerpunktmäßig nationaler) Inflationsmodelle erhöhen. Auch betrifft die scheinbar geringere Vorhersagbarkeit im Zuge voranschreitender Globalisierung nicht ausschließlich die monetäre Analyse, sondern auch die ökonomische Analyse.

Wenngleich einige Kritiker der monetären Analyse glauben machen wollen, dass moderne Standardmodelle der Makroökonomie der Geldmenge keine wichtige Rolle in der Geldpolitik zusprechen, zeigen weiterführende Arbeiten dennoch, dass die Berücksichtigung der monetären Entwicklungen auch aus theoretischer Sicht gute Gründe hat. Diese liegen zum einen in der besonderen Eigenschaft der Geldmenge, die langfristigen Inflationserwartungen fest zu verankern. Zum anderen können monetäre Variablen helfen, die Auswirkungen extremer Zyklen auf den Finanz- und den Immobilienmärkten zu identifizieren und infolgedessen zu lindern. Der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Vermögenspreisen ist aus heutiger Sicht vielschichtig. Einerseits können stark ansteigende Vermögen der Privathaushalte über zusätzliche Endnachfrage und letztendlich inflationären Druck Risiken für die Preisstabilität bergen obwohl der Vermögenskanal der geldpolitischen Transmission in Europa stark von institutionellen Faktoren bestimmt ist, und vom Kreditkanal überlagert wird. Ebenso kann ein solcher Anstieg Verzerrungen der Vermögenspreise darstellen, welche über kurz oder lang eine Korrektur erfahren werden, mit unter Umständen schmerzlichen Folgen für die gesamtwirtschaftliche Stabilität und, letztendlich, die Preisstabilität. Andererseits können stark ansteigende Vermögenspreise wiederum Folge von Überschussliquidität sein. Seit Jahren belegen empirische Studien sowohl für den Euroraum als auch darüber hinaus, dass monetäre Entwicklungen (z.B. der Geldmenge und Kreditvolumina) Eigenschaften von Frühwarnindikatoren für Finanzmarktverwerfungen aufweisen können welche bei der Identifikation von sehr seltenen aber aus gesamtwirtschaftlicher Sicht extrem kostspieligen Entwicklungen helfen können. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt allerdings ist der empirische Befund noch nicht robust. Daher sind weitere empirische und theoretische Analysen auf diesem Gebiet unerlässlich.

Im Einklang mit den einschlägigen Forschungsergebnissen hat das Konzept der Überschussliquidität spätestens mit der Diskussion über die ungeklärte Frage in Bezug auf die Langfristzinsen und, grundsätzlicher, über die Bewertung von Risiken an Bedeutung gewonnen. Dies gilt nicht nur für den Euroraum, sondern vielmehr auf globaler Ebene. Auch die jüngsten Verwerfungen auf den Finanzmärkten lassen die Kritik an der monetären Analyse in einem anderen Licht erscheinen. In den letzten Jahren konnten wir ein rasantes Wachstum der Geldmenge und der Kreditvolumina in allen wichtigen Währungsräumen dieser Welt beobachten. Diese rasche Ausweitung der Liquiditätsversorgung war zunächst Resultat des anhaltend niedrigen Zinsniveaus über das gesamte Laufzeitspektrum, später dann unterstützt durch die grundsätzlich guten Wirtschaftsdaten. Für den Euroraum hat sich hierdurch eine im historischen Vergleich ungewöhnliche Entwicklung abgezeichnet: Nur selten war das Niveau der Realzinsen über einen relativ langen Zeitraum so niedrig und das Wachstum von Geldmenge und Kreditvolumina so stark ohne galoppierende Preise zu erzeugen. Diese Entwicklung führte über den Euroraum hinaus zu der Bezeichnung „*the great liquidity puzzle*“. Empirische Arbeiten belegen, dass starkes monetäres Wachstum bei gleichzeitig hohen Zuwächsen bei Vermögenspreisen Risiken für die gesamtwirtschaftliche Stabilität signalisieren können, mit letztlich Risiken für die Preisstabilität. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Entwicklungen der letzten zwei Jahre mit dem Resultat einer auf globalem Niveau überaus reichhaltigen Liquiditätsversorgung keine Ausnahme darstellen. Aus dieser Sicht ist die Anpassung der Vermögenspreise und die ihr zugrunde liegende grundsätzliche Re-Evaluierung finanziellen Risikos als ein Prozess der Korrektur zu begrüßen. Nicht auszuschließen ist ferner, dass die Korrektur der Risikopräferenz eine Rückkehr zu den „alten Gesetzmäßigkeiten“ mit steileren Zinsstrukturkurven und höheren Risikoprämien bewirkt und bereits einige wenige verloren geglaubte Zusammenhänge wieder herstellt.

Um noch einmal kurz auf die Finanzmarktverwerfungen der letzten Wochen zu sprechen zu kommen: Eine solch ausgeprägte Volatilität auf den Finanzmärkten kann kurzfristig einen erheblichen Einfluss auf die Entwicklung monetärer Aggregate haben. Wie ich zuvor ausgeführt habe, haben Finanzmarkterwartungen und die Einstellung der Marktteilnehmer gegenüber Risiko bereits in der Vergangenheit die Entwicklung monetärer Größen beeinflusst. So ist es z.B. gut vorstellbar, dass in der gegenwärtigen Situation das breite Geldmengenaggregat M3 temporär stark ansteigen wird, weil kurzfristig die Kreditvolumina einen starken Anstieg erfahren werden. Es ist anzunehmen, dass Bankkredite ansteigen werden, weil Banken durch eine erschwerte Verbriefung Schuldverschreibungen nicht mehr so leicht an den Märkten „abladen“ können. Des Weiteren ist anzunehmen, dass so genannte Brückenfinanzierungen durch Banken im Rahmen von Fusionen und Akquisitionen aufgrund allgemeiner Knappheit von Liquidität verlängert werden müssen. Letztlich ist damit zu rechnen, dass einige Zweckgesellschaften zur Unternehmensfinanzierung, so genannte „Special purpose Vehicles“ gezwungen sein werden auf ihre „stand-by“ Bankkreditlinien zurückzugreifen, um kurzfristig ihre Liquidität zu sichern. Diese Effekte könnten zum Teil bereits die monetären Entwicklungen im Juli 2007 beeinflusst haben. Dieser Monat zeichnete sich durch ein

extrem hohes Wachstums des Aggregats M3 von 11,7 % auf – 1,2 % mehr als im Juni. Es wäre nicht verwunderlich wenn auch die monetären Entwicklungen im August davon betroffen wären. Um all diese Entwicklungen richtig zu erkennen und zu deuten, bedarf es einer gründlichen Analyse der monetären Daten.

Sollten weitere Arbeiten auf diesem Gebiet die bestehenden vorläufigen Ergebnisse bestätigen, erscheint eine stärkere Orientierung an der langen Frist ratsam. Des Weiteren, können Ergebnisse der monetären Analyse dienlich sein um extreme Zyklen auf den Finanzmärkten abzumildern und so zu einem stabileren gesamtwirtschaftlichen Gleichgewicht führen. Gerade in dieser Hinsicht kann die monetäre Analyse über die gewöhnlichen makroökonomischen Modelle hinaus einen wertvollen Beitrag zur Beurteilung der Stabilität des Finanzsystems und, letztendlich, der Risiken für die Preisstabilität leisten.

---