

SCHWERPUNKT: INFLATIONSPROGNOSE EUROLAND

INTERVIEW MIT DEN EZB-BEOBACHTERN MARTIN LESCHKE UND THORSTEN POLLEIT

„Zinserhöhungen der EZB sind überfällig“

„ECB Observer“ empfehlen monetäre Inflationsprognose für vorausschauende Geldpolitik – Refinanzierungssatz von „etwa 3 Prozent wäre angemessen“

Börsen-Zeitung, 25.5.2004

Herr Leschke, Herr Polleit, seit Ende 2000 erstellen Sie als Mitglieder der Wissenschaftlergruppe „ECB Observer“ regelmäßig eine so genannte monetäre Euroland-Inflationsprognose auf Zweijahressicht. Diese stützt sich auf Informationen beider Säulen der Strategie (Analysekonzept) der Europäischen Zentralbank (EZB) – auf wirtschaftliche (Säule eins) und monetäre (Säule zwei) Indikatoren. Dagegen gründet die EZB ihre Inflationsprognosen nur auf realwirtschaftliche Daten, somit allein auf die Säule eins. Was spricht für Ihren Ansatz? Sind Sie damit nicht päpstlicher als der Papst? Oder ist die EZB nicht konsequent genug, da sie die monetären Daten für ihre Inflationsprognose nicht nutzt?

Leschke: Wenn die Indikatoren beider Säulen tatsächlich einen Beitrag zur Erklärung der Inflation im Euroraum leisten, muss dies auch in einem empirischen Ansatz zur Geltung kommen. Die Geldmenge wird bei uns in Form der Preislücke (reale Geldmenge, adjustiert um Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes abzüglich des realen potenziellen BIP) mit einer Verzögerung von einem Quartal berücksichtigt. Bis sich eine Geldmengenerhöhung dann vollständig in einer höheren Inflationsrate niederschlägt, vergehen etwa zwei Jahre. Dies ist die Langfristwirkung der monetären Säule, die sich auch auf Basis unseres Modells simulieren lässt. Im Übrigen hat die Bundesbank Anfang der neunziger Jahre einen ähnlichen Ansatz vorgestellt, und Ökonomen wie von Hagen, Svensson u. a. arbeiten auch mit Preislückenmodellen, in die weitere Variablen des realwirtschaftlichen Sektors integriert werden. Es ist also durchaus ein gängiges Verfahren.

Wie zuverlässig, wie robust ist Ihr Modell? Ist die „Monetäre Prognose“ treffsicherer als die der EZB?

Polleit: Wir verwenden das Modell seit April 2000. In dieser Zeit haben sich die Prognoseergebnisse als sehr zufrieden stellend erwiesen. Durch den langen Stützzeitraum ist das Modell robust gegenüber „kurzfristigen Störfeuern“ am „äußeren Rand“. Ich denke, im Vergleich mit den Projektionen der EZB und anderen Prognoseanbietern kann sich das P-Star-Modell mit Fug und Recht sehen lassen.

ZUR PERSON

Ein fixer Denker und ein gefagter Ökonom



Martin Leschke

buc – Klar in der Orientierung, fix im Denken – das zeichnet den Wirtschaftsprofessor Martin Leschke aus, der seit März 2002 einen Lehrstuhl an der Universität Bayreuth innehat. Der 42-Jährige gehört der dem Monetarismus nahe stehenden Wissenschaftlergruppe „ECB Observer“ an, die seit Ende 2000 regelmäßig die Politik der Europäischen Zentralbank (EZB) analysiert. Leschke ist spezialisiert auf geldwissenschaftliche Fragen und beschäftigt sich zudem intensiv mit Fragen der Institutionenökonomie und in diesem Zusammenhang mit der europäischen Integration. Der in Oberhausen geborene Leschke hält die Geldmenge für den wichtigsten und verlässlichsten Inflationsindikator. Er studierte in Münster Volkswirtschaft, forschte 1994 an der George Mason University in Fairfax, und nach seiner Habilitation von 1999 bis 2002 war er Assistenzprofessor an der Universität Münster.

(Börsen-Zeitung, 25.5.2004)



Thorsten Polleit

buc – Zu den wenigen Ökonomen mit standfester monetaristischer Orientierung am Finanzplatz Frankfurt zählt Thorsten Polleit. Dennoch oder gerade deshalb, weil er „die andere Meinung vertritt“, ist der Marktliberale in den Medien als Kommentator gefragt. Der 36-Jährige, geboren in Münster, ist Mitglied der Wissenschaftlergruppe „ECB Observer“ und seit Oktober 2000 bei Barclays Capital in Frankfurt als Chefökonom Deutschland tätig. Im März 2003 wurde er zum Honorarprofessor an der Hochschule für Bankwirtschaft in Frankfurt ernannt. Seine Forschungsschwerpunkte sind die Geldtheorie und -politik. Er ist Verfechter einer regelgeleiteten Geldpolitik, studierte und promovierte an der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster. 1997/98 arbeitete er für ABN Amro im Bereich Institutional Equity Sales, danach bis September 2000 als Chefvolkswirt Deutschlands.

(Börsen-Zeitung, 25.5.2004)

Machen Sie sich mit Ihrem Modell vielleicht nobelpreisverdächtig? EZB-Chefvolkswirt Otmar Issing meint ja, wer beide Säulen der EZB-Strategie in ein konsistentes Prognosemodell zu integrieren vermag, dem gebührt der Nobelpreis. Was halten Sie von seiner Position, dass die monetären Daten eher für die längere Sicht und eben nicht für den Zeitraum bis zu zwei Jahren Aussagekraft bezüglich der Inflation haben?

Leschke: Worauf Herr Issing anspielt, ist ein konsistentes makroökonomisches Rahmenmodell, das zu empirisch überprüfbar Hypothesen führt. Hier ist es in der Tat so, dass das Gros dieser Modelle keine Geldmengenvariablen und auch keinen Übertragungsweg monetärer Impulse enthält. Um es ganz einfach zu sagen: Geld spielt bei ihnen keine Rolle für die Erklärung der Inflation. Daneben steht die monetäre Theorie in der Tradition der Quantitätsgleichung, die zu dem Schluss kommt: „Money matters!“ Beides in ein Makromodell zu integrieren, welches dann die Grundlage eines empirischen Modells darstellt, ist bisher nicht gelungen. Trotzdem ist es nicht nur statthaft, sondern, wie wir meinen, sogar notwendig, beide Theorieströmungen in einem empirischen Modell zu berücksichtigen, auch wenn wir damit dem Nobelpreis nicht viel näher kommen.

Haben Sie also zumindest insoweit den „Stein des Weisen gefunden“, dass sich der EZB-Rat vor allem auf Ihr Modell stützen sollte? Oder erachten Sie Ihre Prognose nur als nützlichen ergänzenden oder alternativen Ansatz für die Beurteilung der Inflationsrisiken?

Polleit: Die Variablen, die wir verwenden, analysiert die EZB ebenfalls. Insofern ist unser Modell weder ergänzend noch alternativ. Es bietet jedoch einen entscheidenden „Mehrwert“: Es ist ein verständliches, transparentes und theoretisch fundiertes Konzept, um die Inflationsentwicklung im Euroraum systematisch abzuschätzen. Die Erkenntnisse, die das Modell über die „trägen“ und zeitverzögerten Wirkungen der Variablen auf die künftige Inflation liefert, unterstreichen die Ratio für die Stetigkeit der Geldpolitik und verdienen daher Beachtung durch die Geldpolitiker.

Wäre der geldpolitische Kurs des EZB-Rats deutlich restriktiver ge-

wesen, hätte er seine Zinsentscheidungen maßgeblich auf die Ergebnisse Ihrer Prognose gestützt?

Leschke: Deutlich restriktiver über den gesamten Zeitraum seit 1999 sicherlich nicht. Jedoch sind die nach unserem Modell empfohlenen Zinsschritte vorausschauender. Bei Inflationsbewegungen nach oben bzw. nach unten, die durch kurzfristige Kostenschübe induziert sind, empfehlen wir weniger schnell Zinsschritte. Erst wenn die Konjunktur und vor allem die Liquidität gleich gerichtet expansiv bzw. restriktiv ausgerichtet sind, sehen wir Handlungsbedarf. So hätten wir nicht empfohlen, auf 2% zu senken.

Eine Politik der superruhigen Hand, also?

Leschke: Nicht unbedingt, wir halten es nämlich auf der anderen Seite eher für erforderlich, Zinsschritte schon dann schon einzuleiten, wenn Preis- und Produktionslücken einen Inflationsdruck für die Zukunft anzeigen. Wir treten also in einem stärkeren Maße für eine vorausschauende Geldpolitik ein und weniger für eine Politik, die fast nur auf die aktuelle Inflationsrate schaut – und die EZB neigt zu so einer Politik.

Welcher konkrete zinspolitische Handlungsbedarf ergibt sich aus Ihrer Inflationsprognose bis Ende 2005? Rauf mit dem EZB-Leitzins so bald wie möglich? Und wenn ja, um wie viel und wie rasch?

Polleit: Das ist doch keine Frage mehr. Zinserhöhungen sind überfällig, um die monetäre Expansion abzuschwächen und so die Inflation auf dem anvisierten Niveau von knapp unter 2% zu halten. Eine Erhöhung des EZB-Leitzinses auf etwa 3,0% wäre angemessen.

Bis wann?

Polleit: Die EZB sollte die Märkte jetzt vorbereiten und im Juni anheben.

Ihr Prognosemodell beruht auf dem P-Star-Ansatz, den Mitarbeiter der US-Notenbank entwickelten und Experten der Bundesbank ausbauten, wobei P-Star das langfristige gleichgewichtige Preisniveau bezeichnet. Inwieweit haben Sie diesen Ansatz übernommen?

Leschke: Das P-Star-Modell geht auf die Arbeiten der amerikanischen Ökonomen Hallman, Porter und Small Ende der achtziger Jahre zurück. Zeitgleich hat im deutschsprachigen Raum für die Inflationsklärung in Deutschland der Münsteraner Ökonom van Suntum einen ähnlichen Ansatz entwickelt. Suntum spricht vom Inflationspotenzial. Wir haben das Preislückenmodell auf die europäische Situation zugeschnitten und um Variablen der realwirtschaftlichen Säule ergänzt. Zudem schätzen wir nicht direkt die Inflationsrate, sondern deren Veränderung und schließen dann auf die Inflation zurück.

Die EZB hat beim P-Star-Modell Probleme mit den beiden zentralen Elementen: Produktions- und Liquiditätslücke, die anhand des realen langfristigen Produktionspotenzials und des langfristigen Gleichgewichtswerts für die Liquidität gemessen werden. Sind damit nicht Ihre Prognoseresultate sehr stark von der schwierigen und in der Wissenschaft divergierenden Schätzung beider Größen abhängig, also höchst unsicher?

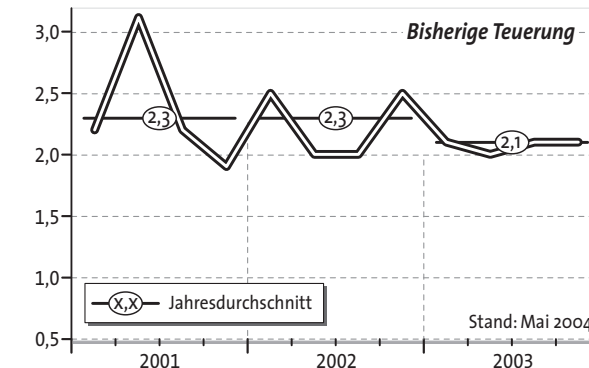
Polleit: Richtig ist, dass man das Produktionspotenzial bzw. das Trendwachstum des realen BIP schätzen muss. Wir allerdings meinen erkannt zu haben, dass verschiedene Schätzansätze nicht zu nennenswerten Unterschieden führen, die – und das ist ganz wichtig – die Beziehung zwischen Geldüberhang und Inflation entwerfen würden. Bedenken Sie bitte eines: Grundsätzlich ergeben sich solche Problemfelder auch bei alternativen Konzepten. Ich denke an den „Taylor-Zins“ oder die Berechnung des „neutralen Zinses“. Insofern wäre es nicht angemessen, die genannten Probleme als Schwachpunkte des P-Star-Modells gegenüber anderen Verfahren anzusehen.

Die Geldmengendaten, die in Ihrem Modell eine große Rolle spielen, wurden und werden immer wieder und für längere Zeit durch Sonderfaktoren wie Portfolioumschichtungen verzerrt. Wie tragen Sie dem Rechnung?

Leschke: Die Preislücke zeigt die noch nicht durch Wirtschaftswachstum

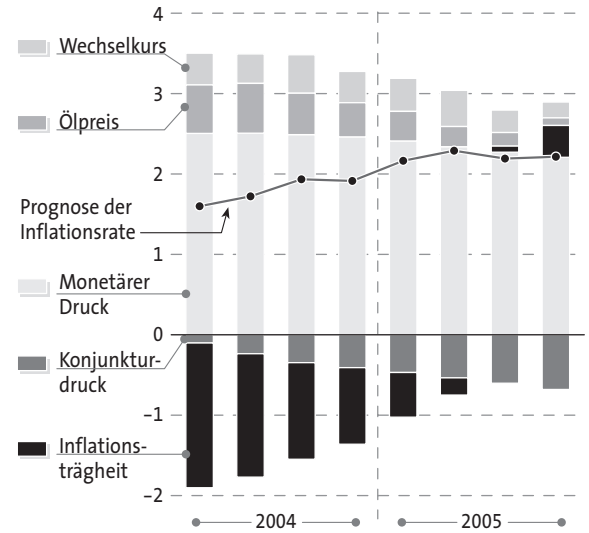
Monetäre Inflationsprognose bis Ende 2005

Verbraucherpreise für den Euroraum, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent



Einzelfaktoren des Inflationsdrucks

in Prozentpunkten an der prognostizierten Inflationsrate je Quartal



© Börsen-Zeitung

Zugrunde liegende Annahmen

Angaben in Prozent

	BIP ¹ (real)	BIP ² (potenzial)	Geldmenge ³	Ölpreis ⁴ in Dollar	Eurokurs in Dollar
2004 1. Q.	1,3	1,6	6,4	31,6	1,25
2004 2. Q.	1,5	1,7	6,0	34,0	1,20
2004 3. Q.	2,0	2,0	5,5	30,0	1,20
2004 4. Q.	2,3	2,0	5,5	30,0	1,20
2005 1. Q.	2,3	2,3	5,5	30,0	1,20
2005 2. Q.	2,3	2,3	5,5	30,0	1,20
2005 3. Q.	2,3	2,3	5,5	30,0	1,20
2005 4. Q.	2,3	2,3	5,5	30,0	1,20

¹⁾ Jahresrate, saisonadjustiert
²⁾ trendwachstum, Jahresrate, ab 2. Quartal 2004 Schätzung ECB Observer

³⁾ Geldmenge M3, Jahresrate, saisonadjustiert
⁴⁾ je Barrel Marke Brent

Quelle: ECB Observer

Liquidität treibt Euroland-Inflation

„Monetäre Inflationsprognose“ lässt Teuerung von 2,2 Prozent für 2005 erwarten

Börsen-Zeitung, 25.5.2004
 buc Frankfurt – Die Teuerung im Euroraum wird nach der Vorhersage der Wissenschaftlergruppe „ECB Observer“ 2005 deutlich höher ausfallen, als von der Europäischen Zentralbank (EZB) erwartet. Nach ihrer neuen, der Börsen-Zeitung vorab zur Verfügung gestellten „Monetären Inflationsprognose“ dürfte die Preissteigerung 2005 durchschnittlich auf 2,2% nach 1,9% in diesem Jahr zulegen. Die Ökonomen fordern deshalb von der EZB einen restriktiveren Zinskurs spätestens nach der Sommerpause. Die Notenbank geht derzeit für 2005 noch vor einer deutlich unter 2% liegenden Teuerung aus.

Die Prognose der „ECB Observer“ unterscheidet sich von den meisten anderen Vorhersagen dadurch, dass sie die Inflation vor allem vom realen Geldangebot („Preislücke“) ableitet, aber zusätzlich auch die Effekte der Konjunktur (gesamtwirtschaftliche „Produktionslücke“) sowie temporäre Kostentreiber wie den Wechselkurs und den Ölpreis einbezieht. Das Vorhersagemodell nutzt somit monetäre wie wirtschaftliche Indikatoren gemäß der Zwei-Säulen-Strategie (Analysekonzept) der EZB, während die halbjährliche Inflationsprojektion der Experten von EZB und nationalen Notenbanken allein auf wirtschaftlichen Indikatoren beruht.

In ihrem Bericht zur Prognose gehen die „ECB Observer“-Mitglieder Martin Leschke (Universität Bayreuth) und Thorsten Polleit (Barclays Capital Deutschland) davon aus, dass ihr Modell den Verlauf der Inflation bis Ende 2005 eher unterzeichnet als überzeichnet. Die Teuerung werde „angeheizt von der Liquiditätsseite (Preislücke) und gleichzeitig gebremst von der Konjunktur (Produktionslücke)“. Dies hänge von den langen zeitlichen Wirkungsverzögerungen im Inflationsprozess zusammen. Die Aufschlüsselung der einzelnen „Inflationstreiber“ (vgl. Grafik auf dieser Seite) zeige, dass vor allem der Liquiditätsdruck bis Anfang 2005 sehr stark bleibe und danach nur wenig abnehme, da sich der in der Vergangenheit aufgebaute Überschuss an Liquidität nur langsam abbaue.

Auch Analysten von Goldman Sachs schätzten in einer am 14. Mai publizierten Studie die Euroland-Inflation anhand der „Preislücke“ – mit Hilfe des „P-Star“-Modells. Ihr Ergebnis: Die Teuerung in den nächsten zwei Jahren dürfte deutlich über der EZB-Obergrenze liegen, auch wenn sich die Geldumlaufgeschwindigkeit wieder normalisieren sollte.

Kein Spielraum nach unten

„Deutet sich eine schnellere als allgemein prognostizierte Konjunkturerholung an und/oder kann eine stärker-

re als allgemein erwartete Expansion der Liquidität beobachtet werden, sind entsprechende Zinsschritte nach oben zwingend nötig, um die 2,0%-Inflationsmarke nicht allzu stark zu verfehlen“, schreiben Leschke/Polleit. Die EZB werde ihr Inflationsziel von knapp unter 2% nur erreichen, wenn sich die Liquiditätsexpansion tatsächlich weiter abschwächen und die Konjunkturerholung nur langsam vorankommen sollte. Ein Zinssenkungsspielraum lasse sich derzeit aus der Prognose nicht ableiten. Leschke/Polleit schlussfolgern vielmehr: „Aller Voraussicht nach werden Zinsschritte spätestens nach dem Sommer nötig sein, um die Inflation auf Zielkurs zu halten.“

Potenzialwachstum erwartet

Der Prognose liegen folgende Annahmen zugrunde: Das reale Wirtschaftswachstum erreicht im vierten Quartal seine trendmäßige Potenzialrate von 2,3% und verharrt auf diesem Niveau bis Ende 2005. Das Wachstum der Geldmenge M3 verringert sich von über 6% in der ersten auf 5,5% in der zweiten Hälfte dieses Jahres und bleibt bei dieser Rate 2005. Dies impliziert, dass die EZB den Leitzins bis Mitte 2005 auf etwa 3% anhebt. Für die überwiegende Zeit bis Ende 2005 wird ein Ölpreis von 30 Dollar je Barrel und ein Eurokurs von 1,20 Dollar unterstellt.

für alle anderen Modelle übrigens auch. Ich stimme Ihnen zu: Man wird künftig verstärkt über die „richtige“ Inflationsmessung diskutieren müssen. Denn Konsumentenpreisindizes greifen zur Messung der „wahren“ Geldentwertung zu kurz.

Der Kritiker der EZB-Strategie und Anhänger einer direkten Inflationssteuerung Lars Svensson hat der realen Geldlücke und Produktionslücke jeweils „beträchtliche prognostische Kraft bezüglich der Inflation“ bescheinigt. Doch die Produktionslücke sei nicht wie die Geldlücke auf eine langfristig stabile Geldnachfrage angewiesen und deshalb die überlegene Größe. Was halten Sie davon?

Leschke: Herr Svensson hat Recht bezüglich der genannten Voraussetzung: Die Preislücke ist auf eine kalkulierbare Entwicklung des Trends der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes angewiesen. Das heißt, die Geldnachfrage muss langfristig stabil sein. In den USA z. B. fehlt diese Voraussetzung. Das erschwert dort die

Berücksichtigung monetärer Variablen als Bestimmungsgründe der Inflation.

Ist das nicht auch bei uns zu erwarten als Folge von Diversifizierung und Innovation im Finanzsektor?

Leschke: Nein, im Gegenteil. Im Euroraum werden die Voraussetzungen für die Trendstabilität der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes immer besser. Die neuen EU-Mitglieder werden bald den Euro einführen. Damit wird die Portfoliostruktur im Euroraum immer heterogener. Dieser Effekt der Portfoliodiversifizierung macht plötzliche gleich gerichtete Portfolioumschichtungen – die Abwesenheit schwerer internationaler Krisen einmal vorausgesetzt – immer unwahrscheinlicher und stärkt auf diese Weise die Stabilität der Geldnachfrage. Wir meinen daher: Die Preislücke wird in Zukunft an Validität gewinnen und nicht ihre Indikatorqualität verlieren.

Das Gespräch führte Christian Burckhardt.