

# **EZB–Zinserhöhung: richtiger Schritt in die richtige Richtung**

## **ECB OBSERVER**

*Analyses of the monetary policy of the  
European System of Central Banks*

*www.ecb-observer.com*

**1. Dezember 2005**

Professor Dr. Ansgar Belke  
Universität Hohenheim  
*belke@uni-hohenheim.de*

Professor Dr. Wim Kösters  
Ruhr-Universität Bochum  
*wim.koesters@ruhr-uni-bochum.de*

Professor Dr. Martin Leschke  
Universität Bayreuth  
*martin.leschke@uni-bayreuth.de*

Honorary Professor Dr. Thorsten Polleit  
HfB – Business School  
for Finance & Management, Frankfurt  
*thorsten.polleit@barcap.com*

NOTE: Thorsten Polleit works in the European economics department of Barclays Capital. His contribution to this document represents his personal views, which do not necessarily correspond to the views of the firm.

## Zusammenfassung

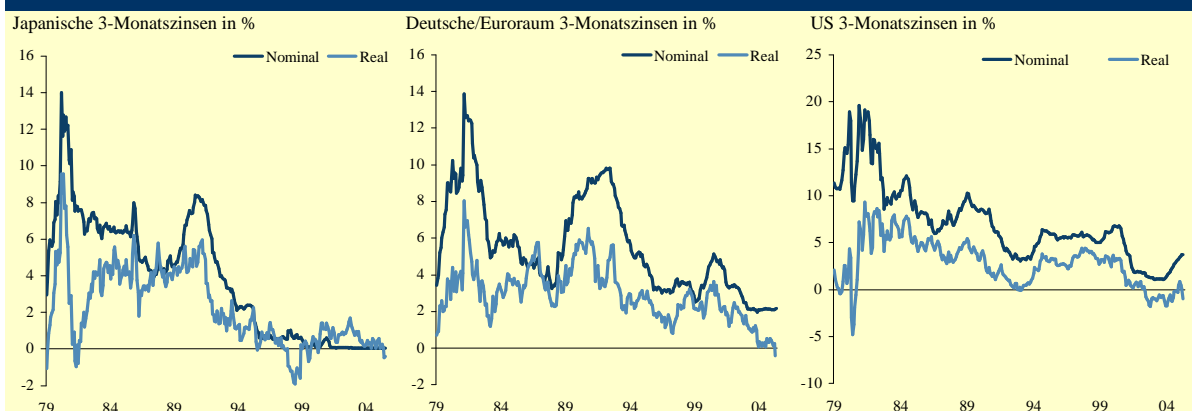
*Die Zinserhöhung der Europäischen Zentralbank (EZB) ist ein richtiger erster Schritt in die richtige Richtung. Weitere müssen folgen, soll der Euro stabil bleiben. Wir empfehlen der EZB daher, den Zins in kleinen Schritten in den kommenden Monaten auf etwa 3,5% bis Mitte 2006 anzuheben. – Die Kritik an der Zinsanhebung zeigt, dass das Verständnis der Öffentlichkeit für die EZB-Politik recht gering ist. Dem EZB-Rat ist es nicht gelungen, seinen strategischen vorausschauenden Politikansatz und die daraus resultierenden Handlungsnotwendigkeiten deutlich zu erklären und zu vermitteln. Dieses Defizit muss der EZB-Rat rasch beheben. Denn ohne breite Akzeptanz der Geldpolitik in der Öffentlichkeit ist es nur schwer vorstellbar, dass die EZB ihren Stabilitätskurs auch künftig weiterverfolgen kann.*

## Richtiger Schritt

Die heutige Zinserhöhung der Europäischen Zentralbank (EZB) ist ein richtiger erster Schritt in die richtige Richtung. Der Verteuerung des Geldes in Höhe von 25 Basispunkten müssen jedoch weitere Schritte folgen, damit das Ziel der EZB, die künftige Inflation der Konsumentenpreise unter die 2,0%-Marke zu bringen und auch dort dauerhaft zu halten, erreicht werden kann.

Alle gängigen ökonomischen Größen zur Bewertung des geldpolitischen Kurses der EZB signalisieren, dass die Leitzinsen (schon lange) zu niedrig sind – auch unter Berücksichtigung der heutigen Zinsanhebung, nach der der EZB-Refinanzierungssatz nun bei 2,25% liegt (die nachstehende Graphik gibt einen Überblick über die Entwicklung der internationalen Kurzfristzinsen).

## Internationale Kurzfristzinsen in Prozent



*Quelle: IWF, Thomson Financials. Der reale Zins wurde errechnet, indem die aktuelle Konsumentenpreis-inflation vom Nominalzins abgezogen wurde. Für Deutschland: ab 1. Januar 1999 Euro-Zinsen und Euro-Inflation.*

Die realen Euro-Kurzfristzinsen befinden sich nach wie vor im negativen Territorium, eine nicht akzeptable Situation, wenn die Zentralbank den Geldwert bewahren will.

Nach der klassischen „Faustregel“ müsste der Kurzfristzins in etwa der nominalen (Trend-)Wachstumsrate der Volkswirtschaft entsprechen. Dies würde einen EZB-Zins in Höhe von nahe 4,0% nahe legen (1,9% Trendwachstum des BIP im Euroraum plus anvisierte Teuerungsrate von rund 2,0%).

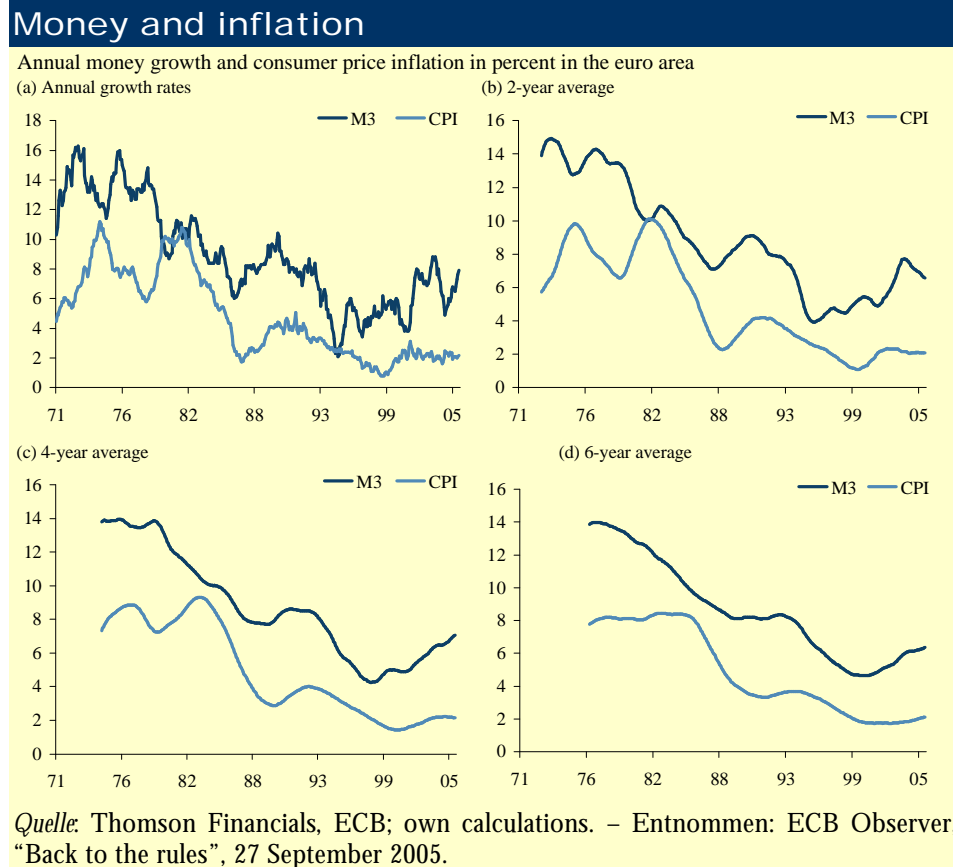
Aber auch anspruchsvollere Berechnungen zur Ermittlung des „neutralen Zinses“ im Euroraum – etwa auf Basis der so genannten „Taylor-Regel“ – empfehlen der EZB seit geraumer Zeit schon ein Niveau der Kurzfristzinsen in der Bandbreite von 3,2 bis 3,8%.

Die monetären Indikatoren zeigen in gleicher Weise die Notwendigkeit an, dass die Zinsen erhöht werden müssen. Die Wachstumsraten der Geldmenge M3 liegen nicht nur seit langem ganz erheblich über dem Referenzwert für das Geldmengenwachstum in Höhe von 4½%. Das anhaltend exzessive Wachstum der Geldmenge M3 hat zu einem Aufbau von „Überschussliquidität“ geführt. (Dieser grundlegende Befund ändert sich nicht, wenn die M3-Geldnachfrage durch Faktoren angereichert wird, die der gestiegenen Liquiditätspräferenz der Geldhalter Rechnung tragen.)

Die Signale der Überschussliquidität sind um so ernster zu nehmen, weil sie mittlerweile mit einem sehr starken Anwachsen des Bankenkreditangebots einhergehen. Dieser Parallellauf signalisiert unmissverständlich, dass die wachsende Geldmenge aus zusätzlicher Geldproduktion des Bankensektors gespeist und nicht etwa durch Portfolioumschichtungen nur „künstlich“ aufgebläht wird.

Zwar wird häufig darauf verwiesen, die Inflation der Konsumentenpreise sei derzeit gering, und dies würde es nicht notwendig machen, die Zinsen anzuheben. Dieses Argument kann jedoch nicht überzeugen. Die aktuelle Inflation qualifiziert sich nicht als Richtgröße, um die Notwendigkeit geldpolitischen Handelns abzuschätzen. Sie ist lediglich das Ergebnis der Geldpolitik der Vergangenheit. Sollen künftige Zielverfehlungen der Inflation vermieden werden, darf die Notenbank ihre Politik nicht an der laufenden Inflation ausrichten, sondern sie muss auf vorausschauende Inflationsindikatoren reagieren – wie insbesondere die Überschussliquidität, die den künftigen Inflationsdruck maßgeblich bestimmt.

Auch der häufig zu hörende Verweis, die „Kerninflation“ sei niedrig, und deshalb sei eine EZB-Zinsanhebung nicht notwendig, ist alles andere als überzeugend: Empirische Arbeiten legen nahe, dass die Kerninflation – wenngleich auch mit einer gewissen Zeitverzögerung – der Inflation nachfolgt.



Zwischen Geldmengenwachstum und dem Effekt auf die laufende Inflation bestehen zwar zuweilen erhebliche Zeitverzögerungen. Gerade angesichts des in den letzten Jahren massiv angewachsenen Geld- und Kreditangebots ist nunmehr jedoch geldpolitisches Handeln dringend geboten (siehe obige Box).

Bei all den Überlegungen darf zudem das Risiko nicht außer Acht gelassen werden, dass die Billigzinspolitik und das durch sie geförderte ungehemmte Ausweiten des Geld- und Kreditangebots eine „Asset Price Inflation“ anzetteln kann.

Das Inflationieren der Vermögenspreise könnte nachfolgend Preissteigerungen der laufenden Produktion nach sich ziehen, was dann wahrscheinlich ist, wenn es in Folge des „Kreditbooms“ zum „Scheinaufschwung“ kommt. Sollte er auf die laufenden Preise ü-

berschlagen („Demand Pull“), könnte nachfolgend eine kosten-trächtige Stabilisierungsrezession notwendig werden.

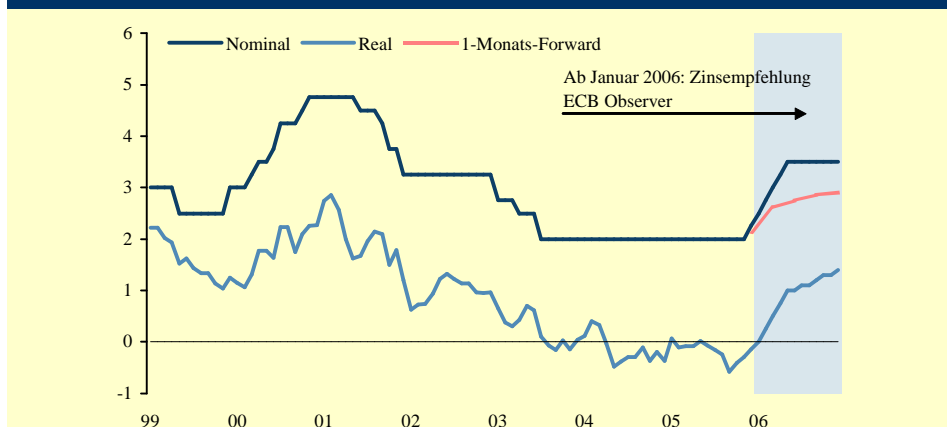
Denkbar ist allerdings auch, dass eine plötzliche Korrektur der Asset Price Inflation, die schon lange angedauert hat, zu Kursverlusten und damit zu mitunter schweren Gewinneinbußen im Finanzsektor führt. Eine abnehmende Bereitschaft und/oder Fähigkeit von Banken und Versicherungen und anderen Kapitalsammelstellen, Kredite zu vergeben, könnte dann in eine Rezession – oder gar im schlimmsten Fall: Deflation – münden.

In beiden Fällen würde die laxe Geldpolitik absehbar zu Verlusten in Produktion und Beschäftigung führen. Eine vorausschauende Geldpolitik – gerade wenn die Indikatoren einer stabilitätsorientierten Politik derart eindeutige Signale senden – ist gut beraten, die notwendigen Schritte der Krisenvermeidung frühzeitig einzuleiten.

### Richtige Schritte für die Zukunft

Der heutigen Zinserhöhung müssen weitere Schritte folgen; eine EZB-Geldpolitik, die die Kaufkraft der Währung dauerhaft sichern will, wird es nicht dabei belassen können, den Zins auf dem gegenwärtigen Niveau zu halten. Wir empfehlen der EZB daher, den Zins in weiteren kleinen Schritten von jeweils 25bp in den kommenden Monaten auf etwa 3,5% bis Mitte 2006 anzuheben.

#### EZB-Leitzins und 1-Monats-Forward-Zins in Prozent



Quelle: Thomson Financials, Bloomberg; eigene Berechnungen. – Der reale Zins wurde errechnet, indem die Inflationsprognose des ECB Observer (September 2005) vom Nominalzins abgezogen wurde. – Forward Rates vom 30. November 2005.

Ziel der Zinsanhebungen muss es letztlich sein, das starke Wachstum des monetären Angebots abzuschwächen, um Inflationsgefahren einzudämmen. Aus diesem Grund sollte die EZB klar

kommunizieren, mit welcher Intention sie die Zinsen anhebt – und dabei auch deutlich machen, auf welches ungefähre Niveau sie den Leitzins anheben will.

Aktuell scheint der Finanzmarkt einen Leitzins von nur etwa 3,0% bis Ende 2006 (und auch darüber hinaus) zu erwarten (siehe die obige Graphik). Der Finanzmarkt scheint also davon auszugehen, dass die EZB im kommenden Jahr den Zins nicht wieder auf ein „neutrales Niveau“ zurückführen, sondern ihn auf ein deutlich niedriges Niveau bringen wird.

### Herausforderungen

Wie es scheint, ist das Verständnis der Öffentlichkeit für die Notwendigkeit, die Zinsen anzuheben, recht gering; die verbreitete Kritik an einer „zu frühen Zinsanhebung“ zeigt das. Dem EZB-Rat ist es offensichtlich nicht gelungen, seinen strategischen Politikanatz und die daraus resultierenden Handlungsnotwendigkeiten hinreichend zu erklären und zu vermitteln. Der Grund: Die Kommentare der EZB-Ratsmitglieder waren – gerade im Vorfeld der Dezember-Ratssitzung – häufig verwirrend, ja „ad hoc“ und zu wenig durch konzeptionelle Überlegungen rationalisiert.

Ein mangelndes Verständnis für die Geldpolitik der EZB kann sich für den Stabilitätskurs der Bank als höchst problematisch erweisen. Der Erfolg der Stabilitätspolitik steht und fällt letztlich mit der Akzeptanz in der breiten Bevölkerung. Ohne eine dauerhafte Akzeptanz wird die EZB wohl kaum in der Lage sein, ihren geldpolitischen Ansatz weiter zu verfolgen, der lautet, Inflation (und damit Krisen) vorausschauend zu vermeiden.

Das weit verbreitete Unverständnis über die jüngste Zinserhöhung ist umso problematischer, als der steigende politische Druck auf die EZB, eine Billigzinspolitik zu verfolgen, so noch effektiver ausfällt. Politiker appellieren lauthals an die EZB, von weiteren Zinserhöhungen abzusehen. Als Argument gegen Zinserhöhungen führen sie regelmäßig das geringe Wachstum und die hohe Arbeitslosigkeit im Euroraum ins Feld.

Dahinter verbirgt sich zum einen das ökonomisch „Mainstream“-Denken (vor allen bei „Bank-Praktikern“, weniger jedoch bei Wissenschaftlern), dass nämlich niedrige Zinsen für Wachstum sorgen können. Der entscheidende Grund für den Ruf nach Niedrigzinsen ist jedoch wohl, dass Politiker sich vor der politisch unliebsamen Aufgabe einer Sanierung der öffentlichen Finanzen drücken wollen: Billige Zinsen sollen sie von der Notwendigkeit entlasten, Ausgabenkürzungen vorzunehmen. Und letztlich

hoffen sie, sich durch steigende Inflation eines Teils der Staatsschulden entledigen zu können.

Gerade vor diesem Hintergrund ist einsichtig, dass die EZB die Öffentlichkeit noch stärker vom Nutzen einer vorausschauenden, nach Prinzipien ausgerichteten Geldpolitik überzeugen muss. Der EZB-Kommunikationspolitik kommt eine entscheidende Rolle zu, wenn es gilt, die „offene Flanke“ zu schließen, die der EZB-Rat sich selbst beigebracht hat, indem er seine Politik jüngst unzureichend der Öffentlichkeit erklärt und vermittelt hat.



| <b>ECB Observer – recent publications</b> |   |                            |
|---|---|----------------------------|
| <b>Number</b>                             | <b>Title and content</b>  | <b>Date of publication</b> |
| No. 8                                     | Back to the rules<br>Content: 1. Rules for sound money. – 2. How the ECB and the US Fed set interest rates. – 3. A call for ECB Governing Council minutes. – 4. Euro area monetary policy and inflation outlook.  | 27 September 2005          |
| No. 7                                     | Towards a “more neutral” monetary policy<br>Content: 1. A critical look at ECB staff inflation projections. – 2. Asset price inflation – a cause of concern for monetary policy. – 3. Impact of short-term rates on stock market returns. – 4. ECB rate and euro inflation outlook.   | 16 September 2004          |
| No. 6                                     | Liquidity on the rise<br>Content: 1. A case against ECB FX market interventions. – 2. “Price gaps” and US inflation. – 3. “Price gaps” and euro area inflation. – 4. ECB rate and euro inflation outlook.   | 2 February 2004            |
| No. 5                                     | Challenges to ECB credibility<br>Content: 1. Fundamentals of ECB credibility. – 2. ECB strategy review – increasing the bank's open flank. – 3. Uncertainty – pressure for easier monetary policy. – 4. ECB policy review and outlook.  | 8 July 2003                |
| No. 4                                     | International coordination of monetary policies – challenges, concepts and consequences<br>Content: 1. International coordination of monetary policies. – 2. Does the ECB follow the Fed? – 3. Stock prices – a special challenge for monetary policy. – 4. ECB monetary policy review and outlook.   | 19 December 2002           |
| No. 3                                     | The Fed and the ECB – why and how policies differ<br>Content: 1. The US Federal Reserve System and the European System of Central Banks – selected issues under review. – 2. The reaction functions of the US Fed and ECB. – 3. The influence of monetary policy on consumer prices. – 4. ECB rate policy and euro area inflation perspectives. | 24 June 2002               |
| No. 2                                     | Can the ECB do more for growth?<br>Content: 1. Should the ECB assign a greater role to growth? – 2. Government finances and ECB policy – a discussion of the European Stability and Growth Pact. – 3. “Price gap” versus reference value concept. – 4. Assessment of current ECB policy and outlook.  | 19 November 2001           |
| No. 1                                     | Inflationperspektiven im Euro-Raum<br>Content: 1. Warum die EZB-Geldpolitik glaubwürdig ist. – 2. EZB-Strategie – Stabilitätsgarant oder überkommenes Regelwerk? – 3. Stabilitätsrisiken der Osterweiterung. – 4. Zinspolitik der EZB in 2001 und 2002.   | 17 April 2001              |



## **ECB Observer – *objectives and approach***

The objective of ECB Observer is to analyse and comment on the conceptual and operational monetary policy of the European System of Central Banks (ESCB). ECB Observer analyses focus on the potential consequences of past and current monetary policy actions for the future real and monetary environment in the euro area. The analyses aim to take into account insights from monetary policy theory, institutional economics and capital market theory and are supplemented by quantitative methods. The results of the analyses are made public to a broad audience with the aim of strengthening and improving interest in and understanding of ECB monetary policy. ECB publishes its analyses in written form on a semi-annual basis.

## ECB Observer – team members



Professor Dr. *Ansgar Belke*, born 28 March 1965. 1991 Diploma in Economics, University of Münster; 1995 Ph.D. in Economics, University of Bochum; 1997 Research Fellow at the Center for Economic Research, Tilburg/Netherlands, Visitor at the Centre for European Policy Studies, Brussels; 2000 Habilitation in Economics and Econometrics, University of Bochum; 2000 Visiting professor (C4) at the University of Essen, 2000 Full Professor of Economics, University of Vienna (C4); since 2001: Full Professor of Economics (C4), Head of 'Research Center for European Integration', and board member 'Eastern Europe Center', University of Hohenheim; since 2004: Research Fellow at the Institute for the Study of Labour (IZA), Bonn. Fields of interest: International Macroeconomics, Monetary Economics, European Integration, Venture Capital Finance. Publications in journals such as *North American Journal of Economics and Finance*, *Open Economies Review*, *Public Choice*, *Scottish Journal of Political Economy*, *World Economy*. Referee for journals like *European Economic Review*, *Open Economies Review*, *Public Choice*, and for the German Science Foundation, Volkswagen Foundation, German Economic Association, FEMISE Network (Forum Euro-Mediterranéen des Instituts Economiques). Presentations at international conferences such as 'Annual Econometric Society European Meeting', 'European Economic Association Congress', 'International Seminar on Macroeconomics (EEA and NBER)'. E-mail: belke@uni-hohenheim.de.



Professor Dr. *Martin Leschke*, born on 2 March 1962 in Oberhausen, Germany. From 1983 to 1989 studied economics at the Westfälische Wilhelms-University. From 1989 to 1993 assistant to professorship for economics, specialising in monetary economics (professor Dr. Manfred Borchert). Dissertation in 1993 at the University of Münster. 1994 research fellowship at the Center for Study of Public Choice, George Mason University, Fairfax, VA, USA (sponsored by DFG). Habilitation in 1998. From 1999 to February 2002 assistant professor at the University of Münster. Since March 2002, professorship of economics at the University of Bayreuth. Research focus: money theory and monetary policy, European integration, institutional economics, macro-economic issues. E-mail: martin.leschke@uni-bayreuth.de.



Professor Dr. *Wim Kösters*, born on 26 November 1942 in Greven, Germany. From 1963 to 1968 studied economics at the Westfälische Wilhelms-Universität Münster. From 1968 to 1969 stipendium at the Florida State University and Harvard University. From 1969 to 1982 assistant to Prof. Dr. Hans K. Schneider in Münster and Cologne. Dissertation in 1972 at the University in Münster. Habilitation in 1982 at the Universität in Cologne. From 1982 to 1991 Professor of macroeconomics at the University of Münster. Since 1991 professorship in theoretical economics I (Jean Monnet professorship) at the Ruhr-University Bochum. Memberships: Council for Economic and Social Policy – Verein für Socialpolitik, Working Group International Economic Relations and Working Council German Domestic Market of the List Association, Working Group Economic Policy and Development, Working Group Europe Policy and Science of the Konrad Adenauer-Stiftung, Brussels Initiative, Latin America Centre of the University of Münster (corresponding), Presidium of the Working Group European Integration, European Community Studies Association/USA. Research focus: monetary theory and monetary policy, macro-economics and stabilisation policy, labour market theory and policy, integration theory and policy with a special emphasis on monetary integration, international trade policy. E-mail: wim.koesters@ruhr-uni-bochum.de.



Dr. *Thorsten Polleit*, born 4 December 1967 in Münster, Germany. From 1988 to 1993 studied economics at the Westfälische Wilhelms-Universität Münster. 1995 dissertation with Professor Dr. Manfred Borchert, professorship for monetary economics, specialising in monetary theory and policy. From 1997 to March 1998 ABN AMRO (Deutschland) AG, Frankfurt, Institutional Investor Equity Advisory. From April 1998 to September 2000 Chief Economist (Germany) at ABN AMRO (Deutschland) AG and ABN AMRO Asset Management GmbH. Since October 2000 at Barclays Capital in the Economics and Strategy Division. Since the end of 2002, he is a member of the *Handelsblatt / Wall Street Journal Europe* sponsored ECB Shadow Council. Thorsten is active in the fields of financial market and monetary policy theory research. In March 2003, he was appointed Honorary Professor at the HfB – Business School for Finance and Management, Frankfurt, lecturing Monetary and Financial Market Economics. Research focus: monetary theory and policy, and capital market theory. E-mail: thorsten.polleit@barcap.com.