

Worte sind nun genug gewechselt – lasst uns endlich Taten sehen!

Ein Plädoyer für eine Zinsanpassung im Euro-Raum

Von Nadine Kalwey

„Back to the 1970s?“ titelte der Economist im Juni 2004 einen Leitartikel in Anspielung auf die weltweit steigenden Inflationsraten. Und die Entwicklung der relevanten Indizes im Euro-Raum, Großbritannien sowie in den USA zeigt, dass diese Frage heute, knapp anderthalb Jahre später eine noch höhere Relevanz aufweist. Dabei sind, nach landläufiger Meinung, hohe Inflationsraten ein Problem der Vergangenheit: Die durchschnittliche Inflationsrate in den Industrieländern lag in den Jahren 1974 bis 1982 zwischen 7% und 12%. Seitdem die Sicherung der Preisniveaustabilität weltweit höchste Priorität bei den Zentralbankern genießt, sind durchschnittliche Inflationsraten im Bereich von 2% bis 5% zu beobachten. Hinzu kommt, dass die Globalisierung und die damit einhergehende Integration von Güter- und Kapitalmärkten zu einem gestiegenen Wettbewerbs- und Lohndruck geführt und den Inflationstrend gebremst hat.

Jedoch sollten die jüngsten Daten zur Preisniveaumentwicklung bei vielen Ökonomen die Alarmglocken schrillen lassen. Die Statistiker in den USA meldeten im September einen Anstieg der Inflationsrate von 4,7% und im Euro-Raum stieg die Teuerungsrate im September auf 2,6% (im Oktober auf 2,5%). Damit entfernt sich die Europäische Zentralbank (EZB) immer weiter von ihrem Ziel, die Inflationsrate „unter, aber nahe 2%“ zu halten. Während die amerikanische Zentralbank (Fed) mit Anhebung ihres Leitzinssatzes auf diese Entwicklungen reagiert, werden angesichts der abwartenden Haltung der EZB die Rufe nach einem Kurswechsel, d.h. einer geldpolitischen Straffung, immer lauter. Zwar versucht die EZB mit Hilfe verbaler Äußerungen die Märkte zu steuern, doch inwiefern dies gelingen kann, ist fraglich.

Ölpreise könnten diesmal für Inflationsdruck sorgen

Als Hauptgrund für den Preisauftrieb wird der Anstieg der Energie- und insbesondere des Ölpreises genannt. Von daher sind die Zentralbanker nun mit der Frage konfrontiert, ob sie diesen Ölpreisanstieg als

vorübergehenden Schock oder als eine Entwicklung interpretieren sollten, die langfristig die Preisniveaustabilität gefährden kann.

Unstrittig ist unter Ökonomen, dass die Geldpolitik kaum in der Lage ist, auf exogene Schocks zu reagieren, denn ihr Instrumentarium hierfür ist begrenzt. So gibt es eine Reihe von „time lags“, die die Wirkungen der Geldpolitik verzögern. Zudem ist generell die Vorhersehbarkeit geldpolitischer Entscheidungen notwendig, um die Erwartungen der Marktteilnehmer zu stabilisieren. Eine diskretionäre Geldpolitik, die allzu häufig auf exogene Schocks reagiert, stünde diesem Ziel entgegen. Dennoch zeigen die Erfahrungen vergangener Jahre, dass Zentralbanken durchaus erfolgreiches Krisenmanagement betreiben können. Die Zinssenkungen nach den Terroranschlägen 2001 sowie die rasche Liquiditätsversorgung durch die Fed im Zuge der Asienkrise 1998/99 konnten dazu beigetragen, eine schwerere Rezession der Weltwirtschaft zu verhindern. Andere Beispiele belegen aber auch, dass eine allzu lockere Geldpolitik Nährboden für spekulative Blasen sein kann, so zu beobachten in Japan in den achtziger Jahren, in den USA im Zuge des New Economy Booms sowie gegenwärtig auf dem amerikanischen und dem spanischen Immobilienmarkt. Eine Umkehr zu einer restriktiven Politik führte dann zum Zerplatzen solcher Blasen und geradewegs in eine Rezession.

Wirft man einen Blick auf die monetären Entwicklungen im Euro-Raum, sind die Anzeichen dafür, dass geldpolitischer Handlungsbedarf besteht, nicht zu übersehen: Aufgrund des Energiepreisanstiegs ist nicht mehr auszuschließen, dass sich dieser in eine beschleunigte Inflation der Verbraucherpreise insgesamt verwandelt. Dies wird mittelfristig dazu führen, dass sich die Inflationserwartungen auf einem höheren Niveau verankern. Mögliche Zweitrundeneffekte, hervorgerufen beispielsweise durch hohe Tarifabschlüsse, können eine gefährliche Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen.

Dem könnte man entgegenhalten, dass die Kerninflationsrate, also die Inflationsrate, die Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel nicht berücksichtigt, nach wie vor unter 2% liegt. Und diese ist nach vorherrschender Meinung die Größe, an der die Zentralbank ihre Geldpolitik ausrichten sollte.

Allerdings mehren sich die Anzeichen dafür, dass es sich bei dem Ölpreisanstieg um eine längerfristige Entwicklung handelt, so dass das oben beschriebene Szenario wahrscheinlicher wird. Denn die Gründe für die Preissteigerungen liegen vorwiegend auf der Nachfrageseite: Insbesondere die im Zuge der globalen wirtschaftlichen Entwicklung gestiegene Ölnachfrage hat den Druck auf den Ölpreis erhöht. Dies lässt vermuten, dass dieser Auftrieb dauerhaft sein wird. Die katastrophalen Wirbelstürme der letzten Monate haben zudem die Kapazitäten und damit die Förderungsmöglichkeiten weiter eingeschränkt.

M3-Wachstum in Europa birgt Inflationsrisiken

Geschürt werden die Inflationssorgen dadurch, dass der Euro-Raum mit Liquidität nahezu überschwemmt wird. Angeheizt durch die niedrigen Zinsen wächst sowohl die Geldmenge M3 als auch die Kreditvergabe der Banken rapide an. So lag die durchschnittliche M3-Wachstumsrate zwischen Juli und September 2005 bei 8,2% und damit weit entfernt von den 4,5%, die die EZB einst als Referenzwert für das Geldmengenzuwachstum vorgab. Man mag zwar argumentieren, dass ein Großteil dieses Wachstums die Folge von Portfolioumschichtungen in Komponenten von M3 ist, doch hat sich der Portfolioeffekt auf die monetäre Dynamik seit Mitte 2004 bereits wieder abgeschwächt. Treibende Faktoren sind daher in erster Linie die niedrigen Zinsen. Dies zeigt auch das mit dem Geldmengenwachstum einhergehende robuste Kreditwachstum, insbesondere der Hausbaukredite. Sämtliche Indikatoren deuten daher darauf hin, dass im Euro-Raum ein Überschuss an Liquidität besteht. Kritiker mögen einwenden, dass die Tatsache, dass herkömmliche Geldnachfragefunktionen die monetäre Entwicklung im Euro-Raum in den letzten Jahren nicht mehr erklären konnten und daher der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisniveau in Frage zu stellen sei. Eine empirische Analyse der Bundesbank kommt hingegen zu dem Schluss, dass die gestiegene makroökonomische Unsicherheit Ursache für die Instabilität der Geldnachfragefunktion ist (Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Nr. 26/2005). Dies bedeutet keinesfalls Entwarnung. Denn auch wenn sich das seit Jahren bestehende monetäre Überschussangebot bislang nur unwesentlich in einem Anstieg der Konsumentenpreise niedergeschlagen hat, ist dies für die Zukunft keineswegs gewährleistet. Denn insbesondere dann, wenn im Zuge

eines wirtschaftlichen Aufschwungs und gestärkten Verbrauchervertrauens die vorhandene Liquidität für Transaktionen verwendet wird, steigt das Inflationsrisiko weiter an. Weitere Gefahr droht zudem von anderer Seite: Ein Großteil der Liquidität scheint in Vermögenswerte wie Aktien, Häuser und Grundstücke zu fließen, was dazu geführt hat, dass die Vermögenspreise gestiegen sind und die Gefahr, dass sich eine spekulative Blase bildet, wächst. Je länger man die nötige Kurskorrektur hinauszögert, desto schärfer müsste diese ausfallen und hätte umso schmerzlichere Folgen für den Finanzsektor und die Realwirtschaft insgesamt.

Bislang nur die Rhetorik der EZB verschärft

Die Äußerungen von Mitgliedern des EZB-Rates zeigen, dass man sich dieser Gefahren bewusst ist. Doch die Konsequenzen, die aus diesen Erkenntnissen gezogen werden, sind unzureichend. „Man sei wachsam“, konstatierte Jean-Claude Trichet auf einer Pressekonferenz im Oktober. Vierzehn Mal zählten eifrige Beobachter das Wort „Wachsamkeit“. Nach der EZB-Ratssitzung am 3. November 2005 sprach man schon von „starker Wachsamkeit“. Zudem seien die Zinsen „noch angemessen“, vor ein paar Wochen waren sie immerhin „angemessen“. Ökonomen und Finanzmarktexperten sehen darin eine Verschärfung der Rhetorik der Zentralbank. Doch solche Wortklaubereien helfen auf lange Sicht nicht weiter. Es wäre angebracht, dass die EZB diesen Ankündigungen nun endlich Taten folgen lässt. Sie sollte den Märkten ein klares Signal geben und die Zinsen erhöhen, um ihren guten Ruf als glaubwürdiger Stabilitätswächter zu wahren. Einwänden seitens der Politik, man solle angesichts des zarten konjunkturellen Aufschwungs die Zinsen wenn schon nicht senken, dann doch bitte konstant halten, muss entgegengehalten werden, dass eine höhere Inflation oder die Verankerung der Inflationserwartungen auf hohem Niveau schädlicher für eine Volkswirtschaft sind als höhere Leitzinsen. Insbesondere dann, wenn diese bereits einen historischen Tiefstand erreicht haben, nominal wie real. Eine Erhöhung der kurzfristigen Zinsen würde die Inflationserwartungen stabilisieren und könnte so für niedrige Zinsen in der langen Frist sorgen. Vergangenen Donnerstag hat die EZB die Chance dazu verpasst. Nun bleibt nur noch eines: wachsam bleiben und auf Dezember hoffen.

8872 Zeichen

Dieser Ordnungspolitische Kommentar reflektiert die Meinung des Autors, nicht notwendigerweise die des Instituts für Wirtschaftspolitik. Der Inhalt kann vollständig oder auszugsweise bei Erwähnung des Autors zu Publikationszwecken verwendet werden. Für weitere Informationen und Rückfragen zum Inhalt wenden Sie sich bitte direkt an den Autor.

Dipl.-Volksw. Nadine Kalwey ist wissenschaftliche Mitarbeiterin am Lehrstuhl von Prof. Dr. Juergen B. Donges an der Universität zu Köln. **Kontakt:** Tel. 0221-470 2943 oder email: nadine.kalwey@uni-koeln.de