ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Mayer, Thomas et al.

Article

Zinserhöhung der EZB: Wie groß ist die Inflationsgefahr?

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:
Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Mayer, Thomas et al. (2011) : Zinserhöhung der EZB: Wie groß ist die Inflationsgefahr?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 64, Iss. 14, pp. 3-26

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/164978

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Zinserhöhung der EZB: Wie groß ist die Inflationsgefahr?

Droht dem Euroraum eine Inflationswelle als Folge einer zu lockeren Geldpolitik in den vergangenen Jahren?

Thomas Mayer*

Stunde der Wahrheit für die EZB

Die Frage unterstellt, dass eine Zinserhöhung nur dann gerechtfertigt ist, wenn Inflation droht. Dies muss aber nicht so sein. Eine Zinserhöhung kann auch dann gerechtfertigt sein, wenn ihr, wie während der Finanzkrise, Zinssenkungen zur Abwehr einer Deflationsgefahr vorausgegangen sind. Deshalb ist es sinnvoll, die Frage in zwei Schritten anzugehen: 1. Ist die Deflationsgefahr gebannt? 2. Droht eine über dem Zielwert liegende Inflation? Außerdem kann die Zinspolitik der EZB nicht vollständig von ihrer Liquiditätspolitik für den Bankensektor getrennt werden. Deshalb soll hier auch der Frage nachgegangen werden, inwieweit die außergewöhnliche Liquiditätspolitik der EZB eine Gefahr für die Währungsstabilität darstellt.

Normalisierung angesagt

Nach der Lehman-Pleite im September 2008 drohte ein weltweiter Absturz der Finanzmärkte mit möglicherweise deflationären Folgen für die Realwirtschaft. Um der Deflationsgefahr zu begegnen, senkten alle wichtigen Zentralbanken der Welt ihre Leitzinsen, darunter einige bis auf Rekordtiefs. Auch im Euroraum fiel der Refi-Satz auf ein bis dahin noch nie gesehenes Niveau von 1%. Der expansiven Geldpolitik, unterstützt von umfangreichen Maßnahmen zur Stabilisierung des Bankensektors und einer expansiven Fiskalpolitik, gelang es, die Rezession auf wenige Quartale zu begrenzen und die Wirtschaft zurück auf Wachstumskurs zu bringen. Nach einem Rückgang von 4,1% im Jahre 2009 erholte sich das BIP im Euroland rasch wieder und wuchs 2010 um 1,7%. Für dieses Jahr wird ein Wachstum von 1,9% erwartet, dem eine nur leichte Abschwächung auf 1,5% im nächsten Jahr folgen dürfte. Auch die Inflation fiel nur vorrübergehend – auf 0,3% 2009 – und stieg dann schnell wieder an. Sie erreichte 1,6% im Durchschnitt von 2010 und ist inzwischen auf 2,7% im Juni 2011 gestiegen. Für das Gesamtjahr sind ebenfalls 2,1% zu erwarten, und auch 2012 dürfte die Inflation kaum deutlich unter 2% fallen. Vor dem Hintergrund dieser Entwicklung und Prognose darf man das Risiko einer Deflation als weitgehend eliminiert betrachten. Die Zinssenkungen (und damit einhergehenden Maßnahmen) von 2008–2009 haben also ihren Zweck erfüllt. Sollte man aber deswegen gleich das Zinsniveau normalisieren?

Die Befürworter einer Politik der niedrigen Zinsen sehen deren Vorteil darin, dass sie den Banken hilft, durch Fristentransformation ihre Gewinne zu verbessern, ohne die Kreditnehmer aus der Realwirtschaft zu belasten. Eine Stärkung der Banken bei gleichzeitig niedrigen Kreditkosten soll das Wachstum stützen. Dabei wird angenommen, dass eine solche Politik keine gesamtwirtschaftlichen Kosten verursacht, solange die Inflation damit nicht über Gebühr angeheizt wird. Dies ist jedoch ein Irrtum. Bleibt der reale Kreditzins lange unter der langfristigen Ertragsrate des Kapitals, die durch das Wachstum des potenziellen BIP bestimmt wird, so kommt es zu Vermögenspreisblasen, Fehlallokationen des Kapitals und einer zu hohen, auf Dauer nicht zu haltenden Investitionsquote. Die Vermögenspreis- und Investitionsblase platzt, wenn sich aufgrund eines exogenen Schocks, wie z.B. einer überraschenden Erhöhung von Rohstoffpreisen, die Ertragsrate des Kapitals verringert, oder wenn die Kreditkosten aufgrund einer Leitzinserhöhung der Notenbank schließlich steigen. Orientiert sich die Zentralbank an einem Inflationsziel für die Konsumentenpreise, dürfte eine Leitzinserhöhung eher in der Spätphase eines Investitionszyklus vorkommen, da die Konsumentenpreisinflation durch den Aufbau von Überkapazitäten lange Zeit niedrig gehalten wird. Kommt es dann zum

* Dr. Thomas Mayer ist Chefvolkswirt der Deutschen Bank, Frankfurt am Main.

Platzen der Vermögenspreis- und Investitionsblase, sind die Auswirkungen für die Realwirtschaft in der Regel gravierend. Banken, die ja durch die Niedrigzinspolitik gesunden sollten, kommen wieder in Schieflage, so dass die Kreditversorgung der Wirtschaft stockt. Wenn aber kreditabhängige Aktivitäten zum Erliegen kommen und nur noch bar finanzierte Transaktionen möglich sind, fällt das BIP besonders tief. Die Niedrigzinspolitik hat somit das Gegenteil von dem erreicht, was sie wollte: Anstatt die wirtschaftliche Erholung zu beschleunigen, hat sie nur eine Scheinblüte erzeugt, die zu einer noch tieferen Rezession führt.

Dass dies keine reine (der sogenannten österreichischen Schule entstammende) Theorie ist, hat die Entwicklung nach dem Platzen der Internetblase im Jahr 2000 gezeigt. Die in den Folgejahren eingeschlagene Niedrigzinspolitik der großen Zentralbanken der Industrieländer war der wesentliche Grund für die Immobilien- und Kreditblase des letzten Jahrzehnts. Während die Rezession nach der Internetblase noch mild ausfiel, folgte der Kreditblase in den Industrieländern die tiefste Rezession seit den dreißiger Jahren des vergangenen Jahrhunderts. Angesichts dieser Erfahrung ist es schon befremdlich, dass wichtige Zentralbanken wie die US Federal Reserve oder die Bank von England das Heil wieder in einer Politik stabiler Leitzinsen auf extrem niedrigem Niveau suchen. Die EZB scheint dagegen aus der Erfahrung der jüngeren Vergangenheit gelernt zu haben und im Zuge der Normalisierung der wirtschaftlichen Aktivität auch eine langsame Normalisierung der Leitzinsen anzustreben. Dabei tut sie gut daran, ihre Zinspolitik an der wirtschaftlichen Entwicklung im Euroraum insgesamt und nicht an der Entwicklung in den Krisenländern zu orientieren.

Liquiditätspolitik der EZB und die Bruchstelle in der EWU

Eine andere, aber von der Zinspolitik sicherlich nicht ganz zu trennende Frage ist, ob denn die EZB auch ihre außergewöhnliche Liquiditätspolitik für die Banken normalisieren sollte. Zur Sicherung der Liquiditätspolitik während der Finanzkrise stellte die EZB den Banken im Volumen unbegrenzte Liquidität zu einem Festpreis, dem Refi-Satz, zur Verfügung. Dies half Banken, die von einem misstrauischen Markt abgeschnitten worden waren, ihren Finanzierungsbedarf zu befriedigen. Ohne diese Maßnahme wäre mit hoher Wahrscheinlichkeit eine Reihe von Banken zusammengebrochen und möglicherweise das gesamte Finanzsystem in die Krise geraten. Beinahe drei Jahre nach Beginn dieser außergewöhnlichen Maßnahmen stellt sich aber die Frage, ob eine solche Liquiditätspolitik noch gerechtfertigt ist. Zurzeit sind es vor allem Banken aus den Problemländern Griechenland, Irland und Portugal, die von der Kreditversorgung durch die EZB abhängen, weil ihnen der Zugang zur Finanzierung über den Markt versperrt ist. Dies hat dazu geführt, dass mehr als die Hälfte der durch die EZB bereitgestellten Refinanzierungskredite an die Banken in diesen drei Ländern gehen, die nur etwas mehr als 6% des BIP der Eurozone ausmachen. Eine dauerhafte Finanzierung des Bankensektors ganzer Länder in der EWU führt die EZB nicht nur auf Abwege von ihrer eigentlichen Aufgabe, der Geldpolitik, sondern kann sogar die Existenz der EWU insgesamt bedrohen.

Bargeldlose Zahlungen zwischen EWU-Mitgliedsländern werden über das von deren Zentralbanken betriebene Interbankzahlungssystem Target2 abgewickelt. Anstatt zu Veränderungen der Reserven der Zentralbanken wie im Festkurssystem, führen Zahlungsbilanzungleichgewichte innerhalb des Euroraums zu Veränderungen der Forderungen oder Verbindlichkeiten der nationalen Zentralbanken gegenüber der EZB. Vom Beginn der Euroschuldenkrise bis Ende letzten Jahres haben Zahlungsbilanzüberschüsse in Deutschland zu Forderungen in Höhe von rund 326 Mrd. Euro geführt während Griechenland, Irland, Portugal und Spanien Verpflichtungen von 344 Mrd. Euro aufgebaut haben. Über Target2 finanziert die Bundesbank einen ganz erheblichen Teil der Bankkredite in den Schuldnerländern, die wegen mangelnder Bonität der dortigen Banken nicht über den Markt finanziert werden können. Eine Begrenzung der Zahlungsbilanzungleichgewichte, wie im Festkurssystem durch den Bestand an Reserven des Defizitlands, gibt es im Euroraum nicht. Hier wird die Grenze letztlich durch die Bereitschaft der Überschussländer im Eurosystem definiert, die Nettoimporte von Gütern und Dienstleistungen und Nettoexporte von Kapital in den Defizitländern zu finanzieren.

Eine Korrektur der Zahlungsbilanzdefizite wäre nur dann zu erwarten, wenn heimische Güter, Dienstleistungen und Vermögenswerte relativ zu ihren ausländischen Substituten deutlicher billiger würden. Ein Preisverfall für Vermögenswerte dürfte erhebliche Abschreibungen auf gegen diese Vermögenswerte gegebene Kredite notwendig machen. Auch Kredite an den Staat müssten entsprechen abgeschrieben werden, da sie bei deutlich reduziertem Steueraufkommen in einer nominal geschrumpften Wirtschaft nicht mehr voll bedient werden könnten. Bislang ist ein solcher Anpassungsprozess im privaten Sektor noch nicht sichtbar und wird im öffentlichen Sektor durch die Ablehnung eines Schuldenschnitts durch EZB, EU-Kommission und IWF blockiert.

Die Bereitschaft der Überschussländer, Defizite im Eurosystem über ihre nationalen Zentralbanken zu finanzieren, dürfte jedoch spätestens dann zu Ende sein, wenn große Teile der Bevölkerung der Defizitländer beginnen, ihr Geldkapital den lokalen Banken zu entziehen und in die sicheren Überschussländer zu transferieren. Denn dies wäre ein klares Zeichen dafür, dass sich die Bevölkerung der Defizitländer der Haftung für fragwürdige Bankkredite an den Pri-

vatsektor und die öffentliche Hand entziehen und mögliche Verluste über das Eurosystem auf die Gemeinschaft der Steuerzahler im Euroraum verlagern will. Verweigern aber die Überschussländer die Annahme der Fluchtgelder aus den Defizitländern, dann hat der Euro seine Funktion als gemeinsame Währung verloren. Zur Sicherung der EWU ist daher notwendig, dass die Preise für Güter, Dienstleistungen und Vermögenswerte in den Ländern mit hohen Zahlungsbilanzdefiziten relativ zu denen in den Überschussländern fallen, so dass sich Handels- und Kapitalströme umkehren. Schafft die Wirtschaftspolitik dafür nicht die Voraussetzung, so ist der Verbleib dieser Länder in der EWU stark gefährdet.

Das Zeitalter der Reflation

In den vorangegangenen Abschnitten haben wir auf die Notwendigkeit einer Normalisierung des Zinsniveaus, des Endes der außergewöhnlichen Liquiditätspolitik der EZB und der Wiederherstellung von Zahlungsbilanz- (und damit Target2) gleichgewichten in der EWU hingewiesen. Sollte sich die EZB darüber hinaus Sorgen um einen dauerhaften Anstieg der Inflation machen?

Die zu erwartenden moderaten Wachstumsraten für das aggregierte BIP von Euroland verdecken sehr unterschiedliche Raten in den einzelnen Ländern. Während Deutschland und einige benachbarte Länder mit recht hohen, über dem langfristigen Potenzial liegenden Raten wachsen, stagnieren oder schrumpfen die Länder an der Peripherie. Arbeiten der EZB in den vergangenen Jahren haben gezeigt, dass die Inflation in vielen Ländern der Eurozone nach unten recht unflexibel (»sticky«) ist. Daher wird der Preisdruck nach oben in den überhitzenden Ländern der Eurozone nicht durch einen entsprechenden Druck nach unten in den schwachen Ländern neutralisiert. Es ist also wahrscheinlich, dass sich bei dieser Konstellation der heimische Inflationsdruck trotz des eigentlich nahe am Potenzial liegenden Wachstums der Eurozone insgesamt erhöhen wird.

Dazu kommt importierte Inflation. Die US Federal Reserve verfolgt (wieder einmal) eine extrem lockere Geldpolitik. Während diese Politik in der Krise zur berechtigten Abwehr von Deflationsgefahren diente, soll sie nun das Wachstum stimulieren und die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit bekämpfen. Dabei zeigt die Fed eine hohe Toleranz gegenüber dem Anstieg der aggregierten Konsumentenpreisinflation (auf 3,4% im Mai). Dies könnte Europa eigentlich kalt lassen, wenn die lockere Geldpolitik der Fed nicht die globale Inflation anheizen würde. Der Grund dafür ist die Wechselkurspolitik wichtiger Schwellenländer, darunter insbesondere China, die eine zu rasche Aufwertung ihrer Währung gegenüber dem US-Dollar vermeiden wollen. Ein die Wettbewerbsfähigkeit steigernder Wechselkurs war für diese Länder über Jahrzehnte ein wesentlicher Teil ihrer Entwicklungs- und Wachstumsstrategie. Damit gelang es ihnen, Marktanteile in den großen Konsumentenmärkten der Industrieländer, vor allem der USA, zu gewinnen und ihre eigene Industrialisierung durch den Aufbau eines leistungsfähigen Exportsektors aufzubauen. Die aus diesen Ländern kommende Warenschwemme erlaubte es den USA und anderen Ländern in den letzten beiden Jahrzehnten, ihre Konsumausgaben zu steigern, ohne dadurch die heimische Inflation zu befördern. Die Schwellenländer waren gerne bereit, für ihre Warenlieferungen US-Dollar entgegenzunehmen, die sie zinssenkend in US-Staatstitel investierten. Mit dem Platzen der Kredit- und US-Konsumblase wurde diese Arbeitsteilung von den USA einseitig aufgekündigt. Dort setzt man nun nicht mehr auf den Konsum sondern auf den Export als Zugpferd von Wirtschaftswachstum und Beschäftigung. Zur Stimulierung der Exporte soll der US-Dollar nun sinken, wozu die Niedrigzinspolitik der Fed ihren Beitrag leistet. Die Kehrtwende in der Wachstumspolitik der USA kam aus der Sicht der Schwellenländer aber zu plötzlich. Dort fürchtet man, dass eine scharfe Aufwertung der heimischen Währung die Exporte abwürgen und den Entwicklungsfortschritt der vergangenen Jahre gefährden könnte. Also widersetzen sich viele Schwellenländer dem durch die USA geschaffenen Aufwertungsdruck auf ihre Währungen, indem sie u.a. eine für ihre Verhältnisse viel zu lockere Geldpolitik verfolgen. So liegen die realen Leitzinsen in den meisten Schwellenländern nur leicht im positiven Bereich oder sind gar negativ. Das Resultat dieser Politik ist eine sich überhitzende Wirtschaft und steigende Inflation. Zwar wertet sich dadurch der reale Wechselkurs ebenfalls auf, aber die Aufwertung über höhere Inflation erfolgt langsamer als bei einer Freigabe des nominalen Wechselkurs zu erwarten wäre.

Eine überhitzende Wirtschaft in den Schwellenländern heizt die Inflation in den Industrieländer über zwei Kanäle an: Erstens führt die hohe Nachfrage der schnell wachsenden Schwellenländer nach Rohstoffen zu stark steigenden Preisen auf den Weltmärkten für diese Produkte. Höhere Weltmarktpreise für Energie, Nahrung und Industrierohstoffe heben den Konsumentenpreisindex in den Industrieländern direkt an und verteuern die Produktionskosten und damit die heimisch produzierten Güter. Zweitens verteuern sich die Importgüter aus den Schwellenländern. Zwar könnten die Industrieländer den Inflationsimport aus den Schwellenländer abwehren, indem sie ihre Wechselkurse durch eine engere Geldpolitik steigen ließen, aber gerade das soll ja zur Steigerung des Wachstums vermieden werden. So kommt es, dass eine Politik der »kompetitiven Abwertungen« die globale Inflation treibt. Letztere wird in den USA konzipiert, in den Schwellenländern produziert und von den Industrieländern re-importiert. Für Euroland kommt daher zu dem oben beschriebenen heimischen Inflationsdruck importierte Inflation dazu.

Die beschriebenen Inflationstreiber sind nicht von der Natur, dass ein exponentieller Anstieg in der Inflation innerhalb eines kurzen Zeitraums zu erwarten wäre. Vielmehr ist damit zu rechnen, dass sich die Inflation mit Schwankungen im mittelfristigen Trend steigt. So dürfte die Inflation im Euroraum bis Ende dieses Jahres gegen 3% gehen, aber im Verlauf des nächsten Jahres mit einer vorübergehenden Beruhigung der Rohstoffpreise wieder auf 2% zurückgehen. Wenn, wie zu erwarten ist, das Wachstum in den Schwellenländern weiterhin robust bleibt, dürfte aber nach geraumer Zeit eine weitere Welle von Rohstoffpreiserhöhungen anstehen, welche die Inflation im Euroraum auf neue Höhen treiben wird. Auf die Sicht von drei bis fünf Jahren könnte die Inflation den Korridor von 2% bis 4% unter Schwankungen von unten nach oben durchwandern. Deshalb wären auch nach Erreichung des neutralen Zinses von ca. 3,5% in den nächsten zwei bis drei Jahren weitere Leitzinsanhebungen durch die EZB zu erwarten.

Fazit

Nach der Überwindung der globalen Finanzkrise und dem Rückgang der Gefahr einer Deflation ähnlich der in den dreißiger Jahren des letzten Jahrhunderts ist es sinnvoll, dass die EZB den Leitzins auf sein neutrales Niveau hochführt. Noch wichtiger für die Wahrung der Stabilität des Euro wäre es, dass sich die EZB aus der Finanzierung von durch Insolvenz bedrohten Staaten und ihrer Banken zurückzieht. Die Umstrukturierung überschuldeter Staaten und die Stabilisierung gefährdeter Banken ist die Aufgabe der Gemeinschaft der EWU-Staaten. Laden sie diese Aufgabe bei der EZB ab, wird dies langfristig zur Unterminierung der gemeinsamen Währung und wahrscheinlich zu deren Verfall führen. Angenommen es gelingt, die EWU aus ihrer gegenwärtigen Lage auf festen Boden zurückzuführen, so wird sich die EZB in der mittleren Frist einer im Trend steigenden Inflation entgegenstemmen müssen. Eine in großen Teilen wahrscheinlich andauernde Schwäche der Wirtschaft wird die Einhaltung des Inflationsziels in der Zukunft weit schwieriger machen, als es dies in der Vergangenheit war.

Holger Schmieding*

Wenig Grund zur Sorge: Warum uns keine große Inflation droht

Würgt die Europäische Zentralbank unseren Aufschwung ab? Nachdem die Währungshüter im April und Juli ihren Leitzins bereits um jeweils 25 Basispunkte angehoben haben, haben sie für den Herbst einen weiteren Schritt in Aussicht gestellt. Oder hat die EZB viel zu spät gehandelt? Droht uns stattdessen eine große Inflationswelle als Quittung für die außerordentlich laxe Geldpolitik der vergangenen Jahre?

Für beide Sichtweisen gibt es auf den ersten Blick gute Argumente. Die EZB ist die einzige große Zentralbank der westlichen Welt, die bereits die Zinswende eingeleitet hat. Die US Federal Reserve, die Bank of England und die Bank of Japan denken stattdessen sogar darüber nach, ihre Konjunktur notfalls durch ein nochmaliges Lockern der Geldpolitik zu stützen. Schließlich sind mit Ausnahme des deutschen ifo Geschäftsklimas nahezu alle wichtigen Frühindikatoren des kurzfristigen Konjunkturverlaufs in der westlichen Welt in den vergangenen Monaten spürbar eingeknickt. Dazu kommt, dass die EZB selbst vor ihrer einsamen Zinswende mit einem Niedrigstsatz von 1,0% einen weit höheren Leitzins hatte als die USA (0,0% bis 0,25%), die Bank of England (0,5%) und die Bank of Japan (0,1%). Da zudem der Wechselkurs des Euro zumindest gegenüber dem US-Dollar und dem britischen Pfund gut 10% über dem langfristigen Gleichgewichtswert notiert, muss die EZB sich die Frage gefallen lassen, ob sie mit ihrer frühen Zinswende nicht einen Fehler gemacht hat.

Andererseits zeigt eine einfache Faustregel, wie expansiv die Geldpolitik weiter ist. In einer entwickelten Marktwirtschaft sollte der Zins einer Zentralbank, die weder eine Depression noch ausufernde Inflationserwartungen zu bekämpfen hat, auf Dauer in etwa dem nominalen Wirtschaftswachstum entsprechen, das sich aus Inflation und dem realen

* Dr. Holger Schmieding ist Chefvolkswirt der Berenberg Bank.

Zuwachs der Wirtschaftsleistung ergibt. Während die Wirtschaft in der Eurozone im ersten Quartal 2011 gegenüber dem Vorjahr um 3,7% zugelegt hat, lag der Leitzins der EZB in dieser Zeit bei nur 1%. Auch das Anheben auf 1,5% hat an diesem Missverhältnis wenig geändert. Gleichzeitig ist die Inflationsrate auf 2,7% gestiegen. Sie liegt damit deutlich über dem Wert von knapp unter 2%, den die EZB als Preisstabilität definiert und anstrebt.

Das Ende der Ära sinkender Inflationsraten

Bevor wir die aktuelle Politik beurteilen, sollten wir sie in die großen Trends einbetten. Seit Anfang der 1990er Jahre hat der Inflationsdruck in der westlichen Welt nahezu kontinuierlich nachgelassen. Dies hat mehrere Gründe.

1. Die Notenbanken haben ihren Auftrag, die Preise möglichst stabil zu halten, ernster genommen als zuvor. Ihre zunehmende Unabhängigkeit von ihren Regierungen hat ihnen dies erleichtert.
2. Nach dem Zusammenbruch des Sowjet-Kommunismus in Europa und der Wende zu einem kapitalistischeren Wirtschaftsmodell in China und Indien hat etwa die Hälfte der Weltbevölkerung die Möglichkeit bekommen, besser zu arbeiten und die Früchte ihres Fleißes auf dem Weltmarkt anzubieten. Die zunehmende Flut günstiger Einfuhren aus den Schwellenländern sowie die Drohung westlicher Unternehmen, bei überhöhten Lohnsteigerungen die Produktion nach Asien oder Osteuropa zu verlagern, haben den Preis- und Lohndruck in der westlichen Welt gedämpft. Vermutlich hat allein dieser Effekt unsere Inflation jeweils um etwa 0,2 Prozentpunkte unter der Rate gehalten, die sich rein aus dem Zusammenspiel aus Angebot und Nachfrage in der westlichen Welt ergeben hatte.
3. Zusätzlich haben neue Technologien, vor allem beim Verarbeiten und Verbreiten von Informationen, zumindest im größten Einzelmarkt der Welt, den USA, offenbar das Trendwachstum des Angebotspotenzials so gestärkt, dass die Nachfrage stärker expandieren kann als früher, bevor sie an preistreibende Angebotsengpässe stößt.

Diese Trends laufen jetzt langsam aus. Nach der großen Finanzkrise werden Zentralbanken vermutlich künftig der Finanzstabilität einen höheren Stellenwert einräumen. Dies kann im Einzelfall bedeuten, dass die Währungshüter kurzzeitig auch Inflationsraten um 3% oder etwas darüber statt der angestrebten Marke von (knapp) 2% hinnehmen. In Großbritannien zeigt sich dies bereits jetzt. Obwohl die Inflationsrate aktuell sogar zwischen 4,0% und 4,5% schwankt, gibt es dort im Zentralbankrat sogar eine Diskussion darüber, angesichts einer schwächelnden Konjunktur notfalls die Geldpolitik über den erneuten Ankauf von Staatsanleihen zu lockern.

Zudem werden China und andere Schwellenländer ihre Güter künftig wohl etwas weniger günstig anbieten, da sie als Mittel gegen ihre eigene Inflation den Wechselkurs ihrer Währung leicht steigen lassen und zudem selbst mehr konsumieren werden. Je mehr deutsche Autos wir in China verkaufen, desto weniger müssen wir uns darüber wundern, dass die erhöhte Energienachfrage der Chinesen weltweit die Rohstoffpreise treibt.

Aus diesen Gründen erwarten wir für die westliche Welt eine kleine Inflation. Statt im Trend immer weiter zurückzugehen, wie es seit Anfang der 1990er Jahre der Fall war, werden die Inflationsraten wohl leicht anziehen und etwas über der Marke von 2% verharren. Während die allgemeine Inflationsrate sich in den USA und Großbritannien sich bei gut 3% und in der Eurozone bei etwa 2,5% einpendeln könnte, dürften in den kommenden Jahren auch die Kernraten der Inflation (ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise) in der westlichen Welt höher liegen als im Schnitt der vergangenen zehn Jahre, vermutlich bei etwa 2% für die Eurozone und bei 2,5% bis 3% für die etwas inflationstoleranteren USA und Großbritannien.

Da Deutschland mittlerweile nach seinen erfolgreichen Reformen der Agenda 2010 sich vom »krankem Mann Europas« zur neuen Wachstumslokomotive gemausert hat, wird der deutsche Preisauftrieb künftig wohl nicht mehr am unteren Rand sondern eher im oberen Mittelfeld der Inflationsspanne innerhalb des Euroraumes liegen.

Stellt das aus deutscher Sicht eine Gefahr dar? Kaum. Die Europäische Zentralbank hat bisher die deutsche Inflation seit dem Jahr 1999 im Schnitt bei 1,5% gehalten. Damit hat sie gerade für Deutschland ihre Aufgabe weit besser erledigt als die Bundesbank, die im langfristigen Durchschnitt die deutschen Verbraucherpreise um jährlich 2,9% hatte steigen lassen. Auf Dauer wird Deutschland sich darauf einstellen müssen, dass die Preise pro Jahr wieder um gut 2% zunehmen werden. Aber die richtig große Inflation, vor der Anleger sich fürchten müssten, steht uns vermutlich weder in Deutschland noch in Europa insgesamt oder den USA bevor.

Zwei große Gefahren?

Zwei große Argumente haben wir in unserer Diskussion vernachlässigt:

1. Haben nicht die Zentralbanken nach der Lehman-Krise soviel Geld gedruckt, dass sich dies zwangsläufig in einem großen Inflationsschub entladen muss?
2. Führt nicht die zunehmende Staatsschuld dazu, dass Länder sich auf Dauer nur noch dadurch retten können, dass sie den Realwert der ausstehenden Schulden durch

eine hohe Inflation wieder auf ein erträgliches Maß herabsetzen können?

Gefährliche Geldschwemme?

Tatsächlich haben die Zentralbanken einschließlich der insgesamt eher zögerlichen EZB im Zuge der Finanzkrise ihre Liquiditätsschleusen weit geöffnet. Ein krudes Verständnis des Monetarismus könnte zu dem Schluss führen, dass die zusätzliche Zentralbankliquidität sich in einem entsprechenden Anstieg der Preise niederschlagen muss und wird.

Eine expansive Politik der Zentralbanken führt aber nur dann zu einem höheren Preisdruck, wenn (1) die Liquidität bei den Verbrauchern auch ankommt und (2) die Haushalte das zusätzliche Geld auch ausgeben und die günstigen Kreditzinsen zu einem schuldengetriebenen Nachfrageboom nutzen. Dafür gibt es keine Anzeichen.

Geld wird gemeinhin definiert als das Bargeld und die hochliquiden Finanzmittel, die außerhalb des Bankensystems umlaufen, also bei Haushalten und Verbrauchern, die es für Einkäufe nutzen könnten. Zentralbanken bringen Geld nicht per Helikopter an den Mann oder die Frau auf der Straße. Stattdessen bieten sie den Geschäftsbanken mehr Liquidität zu günstigeren Konditionen an als zuvor, wenn sie auf einen expansiven Kurs schalten.

Schauen wir einmal näher auf die Bilanz der Europäischen Zentralbank. Nachdem die US-Immobilienkrise im August 2007 auch den europäischen Finanzmarkt voll getroffen hat, hat das Eurosystem (EZB und ihre nationalen Mitglieds-Zentralbanken) seine Bilanzsumme von Ende August 2008 bis zum Juni 2010 um 50% ausgeweitet, von 1 440 Mrd. Euro auf 2 154 Mrd. Euro. Ein großer Teil der zusätzlichen Liquidität ist direkt im Bankensystem versickert. Mittlerweile hat sich die Sondernachfrage der Banken nach Liquidität wieder beruhigt. Entsprechend hat sich die Bilanz des Eurosystems bereits teilweise wieder zurückgebildet auf 1 945 Mrd. Euro Anfang Juli 2011.

Nur ein Teil der EZB-Zusatzliquidität hat ab Herbst 2008 Haushalte und Unternehmen erreicht. Die Wachstumsrate der Geldmenge M1, die Barguthaben und Sichteinlagen der Nichtbanken bei Banken umfasst, ist nach der Lehman-Krise von einem sehr niedrigen Wert von 0,2% im August 2008 auf einen Spitzenwert von 12,5% im November 2009 gestiegen. Da aber mittlerweile auch Haushalte und Unternehmen weniger ängstlich sind und entsprechend nicht mehr ganz so viel Wert auf jederzeit verfügbare Liquidität legen, ist der Zuwachs dieser Geldmenge M1 auf mickrige 1,2% im Mai 2011 eingebrochen.

Die weiter gefasste Geldmenge M3, zu der auch Termineinlagen und ähnliche Instrumente gehören, hat von den ganzen Liquiditätseinschüben kaum etwas mitbekommen. Die Wachstumsrate ist stattdessen von besorgniserregend hohen 12,3% im Herbst 2007 auf ebenso besorgniserregend niedrige 1,1% im Oktober 2010 gefallen. Während die EZB zeitweilig mehr Liquidität denn je in das angeschlagene Finanzsystem gepumpt hat, hat sich jene Geldmenge, an der die EZB und vor ihr die Bundesbank typischerweise künftige Inflationsgefahren abliest, in die genau andere Richtung entwickelt. Die außerhalb des Bankwesens umlaufende Geldmenge zeigt im Euroraum keine zusätzlichen Inflationsgefahren an.

Nach Lehman wollten Haushalte und Unternehmen in Europa und den USA mehr Liquidität vorhalten. Gleichzeitig mussten Banken neue Reserven aufbauen. Das größere Angebot an Liquidität hat also nur eine größere Nachfrage befriedigt. Da die EZB begonnen hat, ihre Sondermaßnahmen einzuschränken und ihre Niedrigstzinsen vorsichtig anzuheben, spricht fast alles dafür, dass es der EZB gelingen wird, mit einer langsam wieder abnehmende Geldnachfrage auch das im Markt wirksame Geldangebot entsprechend einzuschränken.

Schuldenkrise als Vorstufe zur großen Inflation?

Entgegen vielerlei Sorgen gehört eine überhöhte Inflation nicht zu den erfolgversprechenden Instrumenten, um ausgeprägte Schuldenprobleme in den Griff zu bekommen. Mit einem einmaligen und überraschenden Inflationsschub kann dies zwar gelingen. Danach treiben aber die höheren Inflationserwartungen die Zinsen nach oben, so dass auch die Finanzierungskosten der Staaten zeitverzögert steigen. Was ein Staat zunächst durch höhere Inflationsraten einsparen mag, wenn sich der Realwert der ausstehenden Schulden vermindert, muss er auf Dauer auf der Finanzierungsseite mehr ausgeben.

Dass es in entwickelten Marktwirtschaften keinen engen Zusammenhang zwischen Staatsschulden und Inflation gibt, zeigt das Beispiel vieler europäischer Staaten. Um sich für die Währungsunion zu qualifizieren, haben viele europäische Staaten ab etwa Mitte der 1990er Jahre mit einer entsprechenden Sparpolitik und danach auch dank niedrigere Zinsen in der Währungsunion ihre Schuldenquoten bis zum Jahr 2007 drastisch senken können, beispielsweise

- von 134% auf 84% für Belgien,
- von 122% auf 104% für Italien und
- von 67% auf 38% für Spanien.

Diese Staaten haben ihre Konsolidierungserfolge in einer Zeit sinkenden und schließlich außerordentlich niedriger Inflati-

onsraten erzielt. Allerdings sind für alle genannten Länder nach der Lehman-Rezession die Schuldenquoten wieder erheblich gestiegen, wobei dieser Anstieg für Italien und Belgien vergleichsweise gering ausgefallen ist (Werte Ende 2010: 97% für Belgien, 119% für Italien und 60% für Spanien laut Eurostat).

Die Politik hat den Notenbanken in den letzten Jahrzehnten gerade deshalb einen so außerordentlich hohen Grad an Unabhängigkeit verliehen, damit die Hüter des Geldwertes ihren Auftrag weitgehend unabhängig von der aktuellen Lage erfüllen können. Auch für Politiker ist eine hohe Inflation kein vielversprechender Weg, ein Schuldenproblem zu entschärfen. Im Tagesgeschäft mag es oftmals leichter sein, die Zentralbank zu einer laxeren Geldpolitik zu ermuntern, als Ausgaben zu kürzen oder Steuern anzuheben. Allerdings dürften sich viele Entscheidungsträger noch an die Lektion der späten 1970er Jahre erinnern. Damals hatte die Wirtschaftspolitik tatsächlich bewusst eine höhere Inflation zugelassen, um mit einer expansiven Nachfragepolitik einer steigenden Arbeitslosigkeit zu begegnen. Das Experiment endete für alle maßgeblichen Regierungen in einem Desaster. Von den USA bis Frankreich, von Großbritannien bis zu Westdeutschland haben die Wähler überall den verantwortlichen Regierungen bei nächster Wahlgelegenheit den Laufpass gegeben. Inflation ist unpopulär.

Inflationsausblick Eurozone

In der Eurozone ist die Preissteigerungsrate von 1% Anfang 2010 auf 2,7% im Frühsommer 2011 angestiegen. Jedoch war dies in erster Linie auf die wieder anziehenden Energiepreise zurückzuführen. Die Kernrate des Anstiegs der Lebenshaltungskosten ohne die volatilen Nahrungs- und Energiepreise liegt nur bei 1,6%. Auch darin sind vermutlich etwa 0,3 Prozentpunkte auf die höhere Energiepreise zurückzuführen, beispielsweise über höhere Preise für Urlaubsreisen und andere Transportkosten. Da die Konjunktur sowohl in der Welt als auch bei uns in den kommenden Monaten wohl spürbar an Schwung verlieren wird, dürfte der Inflationsdruck maßvoll bleiben. Sobald ab dem Spätherbst der Anstieg der Ölpreise Ende 2010 und Anfang 2011 aus dem Vorjahresvergleich schrittweise herausfällt, dürfte vermutlich auch die Inflationsrate in der Eurozone wieder etwas zurückfallen, vielleicht auf Werte um oder knapp über 2% im kommenden Jahr.

Entsprechend erwarten wir, dass die EZB in der Konjunkturdelle im Sommer ihre Zinsen zunächst einmal konstant hält. Sofern die Konjunktur zum Jahresende wieder Fahrt aufnimmt, könnte sie dann ab Dezember ihre Zinsen schrittweise erhöhen, vermutlich um 25 Basispunkte pro Quartal, bis sie Anfang 2013 einen Leitzins von 3% erreicht, der etwa die untere Grenze der auf Dauer neutralen Bandbreite definieren dürfte.

Allerdings gibt es durchaus die Gefahr, dass die derzeit erneut eskalierende Schuldenkrise, wenn sie falsch gemanagt wird, den Aufschwung erheblich beinträchtigen könnte. In diesem Fall würde, bei entsprechend rückläufigen Inflationsrisiken, die EZB vermutlich auf absehbare Zeit ihre Zinsen nicht weiter erhöhen. Wir halten dies nicht für wahrscheinlich, aber für möglich.

Manfred Jäger-Ambrożewicz*

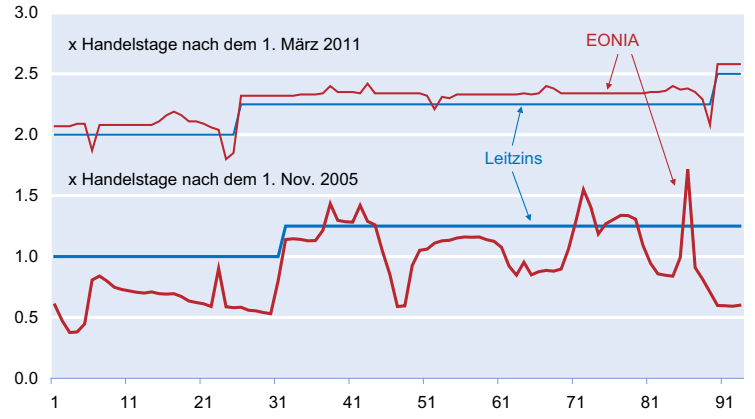
Der Leitzins und die Leitzinsaussicht sind angemessen

Geldpolitik ist immer schwierig und jede Einschätzung ist legitimer Weise bestreitbar. Drei Sachverhalte erschweren die Arbeit der Zentralbankbeobachter (und natürlich der Zentralbanker). (1) Die Transmissionsmechanismen der Geldpolitik sind komplex und die Prognosen über die Transmission nur bedingt belastbar. (2) Da Geldpolitik mit einer nennenswerten Verzögerung wirkt, leidet sie immer unter der insgesamt schwachen Prognostizierbarkeit gesamtwirtschaftlicher Entwicklungen. (3) Da die richtige Geldpolitik von nicht-beobachtbaren Variablen abhängt, die wir allenfalls grob schätzen können, könnten wir selbst dann keine 100%-ige valide Einschätzung abgeben, wenn Geldpolitik ohne Verzögerung wirken würde. Die genannten Unwägbarkeiten einräumend, vertrete ich die Einschätzung, dass die Europäische Zentralbank (EZB) eine sachgerechte Leitzinspolitik umsetzt und einen angemessenen Leitzinspfad suggeriert. Diese Auffassung wird unter zur Hilfenahme der Taylor-Regel (Taylor 1993) und einiger überschlägiger Kalkulationen begründet.

Zunächst ein paar Fakten: Bisher hat die EZB den Leitzins in diesem geldpolitischem Zyklus zweimal erhöht. Von Mitte 2009 bis April 2011 betrug der Leitzins 1%. Effektiv war die Geldpolitik noch großzügiger, denn der EONIA (Euro OverNight Index Average) lag regelmäßig deutlich unter dem offiziellen Leitzins. Merkmal der großzügigen Geldpolitik war nicht nur der niedrige Leitzins, sondern insbesondere die ausgesprochen großzügige Versorgung mit Liquidität (siehe für eine Übersicht und Einschätzung der Sondermaßnahmen den Monatsbericht EZB 2011b, 59 ff). Die Liquiditätsversorgung war so freizügig, dass die Banken die Liquidität in der EZB beließen, so dass die Geldmenge M3 relativ zur Bilanz der EZB langsam wuchs. Die Leitzinserhöhung ist Teil der Absicht, wieder normale Geldpolitik zu betreiben. Von normalen Bedingungen am Geldmarkt sind wir jedoch noch eine gutes Stück entfernt. Als Beleg dafür kann man beispielsweise die Entwicklung des EONIA im letzten Leitzinserhöhungszyklus mit derjenigen im aktuellen Zyklus vergleichen (vgl. Abb. 1). An den deutlich größeren Ausschlägen im aktuellen Zinserhöhungszyklus erkennt man, dass der Geldmarkt eben noch nicht reibungslos funktioniert (für eine aktuelle wissenschaftliche Analyse des Interbankenmarktes vgl. Hauck und Neyer 2010). Auch die Geldpolitik ist noch immer weit von einer Normalisierung entfernt. Bei einer normalen Geldpolitik entwickelt sich die Bilanz der EZB und die Geldmenge annähernd proportional. Bis August 2008 war dies der Fall. Seit Herbst 2008 ist die Bilanz der EZB jedoch deutlich länger als dies für die *normale* Geldversorgung nötig wäre (vgl. Abb. 2). Zudem ist die Bilanz – insbesondere relativ zur Geldmenge – sehr volatil.

Die vielen Maßnahmen (bankenfreundliches Liquiditätsmanagement, asymmetrische Geldschöpfung im Eurosystem und Anleihekäufe) der EZB sind weiß Gott nicht unumstritten (beispielsweise Sinn und Wollmershäuser 2011). Liegt die EZB bei ihrer Leitzinspolitik richtig? Ein einfacher Referenzpunkt für die Geldpolitik ergibt sich aus der folgenden Überlegung, die sich an der Taylor-Regel (Taylor 1993) orientiert. Kontrahenten in Finanzgeschäften verhandeln zwar einerseits auf Basis des Nominalzinses, andererseits gilt ihr Interesse letztlich der realen Verzinsung. Der Realzins reflektiert auf mittlere Frist die Angebots- und Nachfragebedingungen. Angenommen wir wären in der Lage, einen natürlichen Realzins zu schätzen, dann ergäbe sich ein brauchbarer Orientierungspunkt für die Zentralbank aus der Summe dieses natürlichen Realzinses und der Zielinflationsrate.

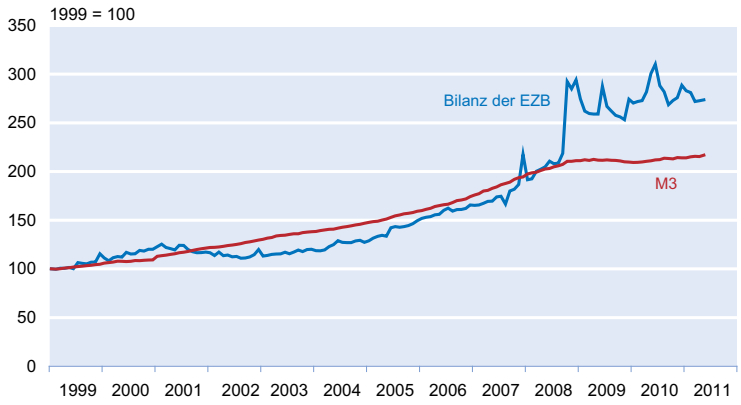
Abb. 1
Volatilität am Geldmarkt während der Zinserhöhungszyklen, EONIA und Leitzins in Prozent



Quelle: European Banking Federation (http://www.euribor.org/).

* PD Dr. Manfred Jäger-Ambrożewicz ist Senior Economist, Finanzmarktökonomik und Geldpolitik, am Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

Abb. 2
Bilanz der EZB und M3



Quelle: Europäische Zentralbank.

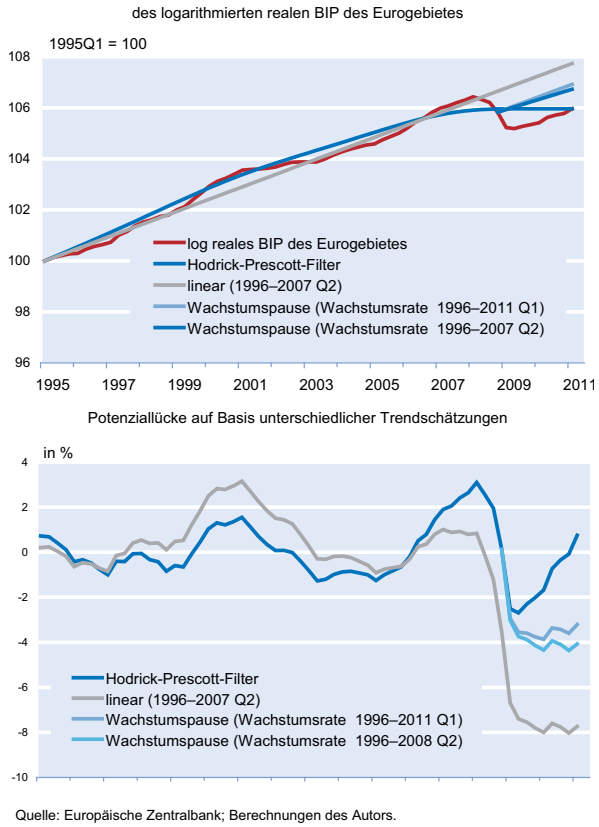
Wenn die Zentralbank sich an dieser Regel orientiert, dann sollte die Inflationsrate jedenfalls mittel- und langfristig in der Nähe der Zielinflationsrate bleiben (würde man wortwörtlich so vorgehen, dann ergäbe sich aber die in Lehrbüchern – beispielsweise Walsh (2010, 341) – gut erklärte Problematik der Instabilität beziehungsweise Eindeutigkeit). Den natürlichen Zins kann man nicht direkt beobachten und die Schätzungen sind unpräzise und selbst im Nachhinein nicht verifizierbar (vgl. beispielsweise Laubach und Williams 2001). Wenn man für den Realzins einen relativ niedrigen Wert von 1% verwendet, dann ergäbe sich als Referenzpunkt für die Geldpolitik ein Wert von etwas unter 3%. Von diesem Referenzpunkt wird eine Zentralbank nach unten abweichen (auch um der erwähnten Instabilitätsproblematik zu entgehen), wenn (a) die Inflationsrate niedriger ist als die Zielinflationsrate, (b) die Inflationserwartungen niedriger als die Zielinflationsrate sind oder (c) wenn die wirtschaftliche Aktivität unter ihrem Potenzial ist. Die Argumente lassen sich in der folgenden Regel (nach Taylor 1993, vgl. beispielsweise Holtemöller 2008, 322) zusammenfassen: Referenzwert des Leitzinses = natürlicher Zinssatz + Zielinflationsrate + 1½ (tatsächliche Inflationsrate – Zielinflationsrate) + ½ Potenziallücke. Wenn man sich an dieser Regel orientiert, dann ergibt sich für das Eurogebiet die folgende Einschätzung:

(a) Die Inflationsrate ist um 0,7 Prozentpunkte höher als gewünscht. Wenn man die Preisentwicklung ohne Nahrungsmittel und Energiepreise betrachtet, dann ist der Preisauftrieb moderater (knapp unter 2%). Die Europäische Zentralbank orientiert sich aber an der umfassend berechneten Inflationsrate und sie würde Vertrauenskapital verspielen, wenn sie unerwartet anders verfahren würde. Die Bürger orientieren sich an dieser Politik und die Legitimität der EZB würde leiden, wenn sie sich stillschweigend an einem anderen Indikator orientiert. Bei einem sich von außen ergebenden Inflationsdruck (bspw. Ölpreise), erzwingt die EZB auf diese Weise eine Anpassung der relativen Preise, ohne dass es zu einem Anstieg des allgemeinen Preisniveaus kommt. Die unvermeidbaren Verteilungsprobleme werden so unmittelbar adressiert und nicht über die Inflationssteuer sozialisiert. Dieser Ansatz ist nicht unumstritten, aber solange die Regeln so sind, gebietet es die Rechtsstaatlichkeit, die Regeln nicht willkürlich zu ändern.

(b) Weitgehend wird erwartet, dass die Inflationsrate für einen absehbaren Zeitraum etwas über 2% bleibt (vgl. EZB 2011b, 43 f). Die Volkswirtschaftlichen Abteilungen der Banken entwerfen folgendes Inflationsbild: Berenberg Bank 2,6 im Jahr 2011 und 2,2 im Jahr 2012, Dekabank 2,5 im Jahr 2011 und 2,4 im Jahr 2012, Deutsche Bank 2,7 im Jahr 2011 und 2,0 im Jahr 2012, HVB 2,7 im Jahr 2011 und 2,0 im Jahr 2012. Andererseits deuten die Zinsen inflationsinduzierter Anleihen und die Prognosen der Banken an, dass keine dramatische Beschleunigung der Inflation erwartetet wird (vgl. EZB 2011a, 51; BIZ 2011, 5).

(c) Das Produktionspotenzial kann nicht direkt beobachtet werden, sondern wird geschätzt. Die Schätzungen variieren stark. Orientiert man sich an Umfragen zur Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe, dann haben wir bereits wieder den Zustand der Normalauslastung erreicht (vgl. EZB 2011a, 79). Zu einer ähnlichen Einschätzung kommt man, wenn man den Hodrick-Prescott-Filter verwendet (vgl. Abb. 3). Allerdings ist diese Methode an den Rändern unzuverlässig. Der Augenschein legt nahe, dass der so geschätzte Trend das Produktionspotenzial unterschätzt wird. In der Tat sind die Schätzungen der Produktionslücke des IWF‘s, der OECD und der Kommission deutlich pessimistischer (vgl. EZBa 2011, 79). Orientiert man sich an diesen Institutionen, dann produziert das Eurogebiet ca. 6% unter unseren Möglichkeiten. Diese eher pessimistische Einschätzung ist nicht haltlos. Angenommen wir würden einen linearen Trend in der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung auf Basis der Daten von 1996 bis Mitte 2007 schätzen. Auf Basis der so ermittelten Rate könnten wir einen Wachstumspfad fortschreiben und den Abstand der tatsächlichen Entwicklung zu dieser Trendlinie ermitteln. Auf Basis einer solchen Schätzung produzieren wir sogar mehr als 7% unter dem Produktionspotenzial (vgl. Abb. 3). Es ist jedoch zu optimistisch davon auszugehen, dass das Produktionspotenzial nach der schweren Wirtschaftskrise durch eine einfache lineare Fortschreibung erfasst wird (vgl. Abb. 3). Vielmehr ist es plausibel, dass sich der Wachstumspfad nach unten beziehungsweise nach rechts verschoben hat. Es ist dann zu einer Wachstumspause gekommen (diese Überlegung ist eine Reminiszenz der Diskussion, ob die gesamtwirtschaftliche Entwicklung einem stochastischen Trend

Abb. 3
Entwicklung und Trendt(schätzung)



Quelle: Europäische Zentralbank; Berechnungen des Autors.

folgt). Wenn wir davon ausgehen, dass der Hodrick-Prescott-Filter für Ende 2008 den richtigen Trendwert erfasst und unterstellen, dass der Wachstumspfad nach der Krise wieder so steil ist wie vor der Krise, dann erhält man eine Potenzialschätzung, die einerseits davon ausgeht, dass die Wachstumsrate vor der Krise wieder erreicht wird. Andererseits wird aber eine Wachstumspause unterstellt. Auf Basis dieser Analyse produziert die Wirtschaft des Eurogebiet 4% unter ihren Möglichkeiten. Möglicherweise ist jedoch die Wachstumsrate, die sich aus einer Regression auf Basis der Daten 1996 bis 2007 Q2 ergibt, zu optimistisch. Ermittelt man die Rate auf Basis der ganzen Daten und verfährt ansonsten wie oben, dann ergibt sich eine Lücke von 3,3%.

Wenn man als Spannweite von Schätzungen der Produktionslücke von – 3 bis – 7 berücksichtigt, dann ergibt sich für den Referenzwert des Leitzinses eine Spannweite von 0,55 bis 2,55%. Der Leitzins sollte sich an einem Wert von ca. 2% orientieren, wenn die Produktionslücke ca. 4% beträgt. Ein deutlich niedrigeres Niveau kann man nur rechtfertigen, wenn man sehr optimistisch bezüglich des Produktionspotenzials ist. Eine solche Einschätzung ist jedoch vor dem Hintergrund der offengelegten Verwerfungen im Eurogebiet nicht plausibel, und aus diesem Grund wird hier eine Lücke von 4 als Punktschätzung vorgeschlagen.

Es ist jedoch nicht der exakte Wert des Leitzinses zu einem bestimmten Zeitpunkt, sondern das Niveau der Leitzinspfades über einen mittelfristigen Zeitraum, an den man die Tauglichkeit der Geldpolitik bemessen sollte: *Erst zulange* zu niedrige Zinsen provozieren Inflation und substantielle Verwerfungen im Finanzsystem. Wenn man das Inflationsumfeld (Rohstoffpreise, Lebensmittelpreise) würdigt, dann sind weitere Leitzinserhöhungen wahrscheinlich und für eine an einer preisstabilitätsorientierten Geldpolitik auch geboten.

Die Abbildung 3 liefert Indizien, dass sich die Potenziallücke bisher nur langsam schließt. Nur wenn man den Hodrick-Prescott-Filter verwendet, gewinnt man den Eindruck, die Lücke hätte sich schnell geschlossen. Zu diesem Eindruck kommt man jedoch nur, weil die Trendschätzung so flach ist. Wenn man davon ausgeht, dass sich die Potenziallücke pro Jahr um 1 Prozentpunkt bis 1½ Prozentpunkte, dann sollte die Zentralbank den Leitzins aus diesem Grund um ca. 50 Basispunkte plus x pro Jahr erhöhen. Dies sollte sie tun, um den Leitzins in dem Maße an den mittelfristig neutralen Zins (ca. 3,5 bis 4,5%) zu führen, in dem sich die Wirtschaft in Richtung eines neutralen Konjunkturniveaus bewegt. Wenn sich die Bedingungen am Kapitalmarkt entspannen, dann wird auch der Realzins stiegen. Zusammen mit einer nur etwas zu hohen Inflation kann man vermuten, dass es pro Jahr zu 3 bis 4 Zinsschritten je 25 Basispunkte kommt. Im Sommer oder im Herbst 2012 wäre der Leitzins dementsprechend 2,5% und in 2013 würden wir einen Leitzins von 3% beobachten. Wegen der weiter angespannten Lage im Finanzsystem und der davon ausgehenden bremsenden Wirkung ist ein solcher Zinspfad mit moderaten und langsamen Zinserhöhungen aus heutiger Sicht angemessen.

Literatur

BIZ – Bank für den internationalen Zahlungsausgleich (2011), *81. Jahresbericht,* http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2011_de.htm.

EZB – Europäische Zentralbank (2011a), *Monatsbericht Juni,* http://www.bundesbank.de/eurosystem/eurosystem_ezb_monatsbericht_aktuell.php.

EZB – Europäische Zentralbank (2011b), *Monatsbericht Juli,* http://www.bundesbank.de/eurosystem/eurosystem_ezb_monatsbericht_aktuell.php.

Hauck, A. und U. Neyer (2010), »The Euro Area Interbank Market and Liquidity Management of the Eurosystem in the Financial Crisis«, Diskussionspapier zur Volkswirtschaftslehre, Finanzierung und Besteuerung 2/2010, Heinrich Heine Universität Düsseldorf, http://ssrn.com/abstract=1567305.

Holtemöller, O. (2008), *Geldtheorie und Geldpolitik,* Mohr Siebeck, Tübingen.

Laubach, Th. und J. Williams (2001), »Measuring the Natural Rate of Interest«, FEDS Working Paper No. 2001–56, http://ssrn.com/abstract=293951.

Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2011), »Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB«, *ifo Schnelldienst,* Sonderausgabe Juni, http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1206574.PDF.

Taylor, J. (1993), »Discretion versus Policy Rules in Practice«, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39(1), 195–214.

Walsh, C. (2010), *Monetary Theory and Policy,* MIT Press, Cambridge MA.

Michael Lamla*

Jan-Egbert Sturm**

Wie groß ist die Inflationsgefahr? Ein Blick auf die Konsenserwartungen für 2012

»One factor that may be of great importance in inflation determination but can be particularly hard to gauge is the state of the public's inflation expectations (Poole 2004). For example, wages and prices that are set for some period in the future will of necessity embody the inflation expectations of the parties to the negotiation; increases in expected inflation will thus tend to promote greater actual inflation. (...) If expectations are not well tied down, inflationary impulses that are in themselves transitory may become embedded in expectations and hence affect inflation in the longer term. Therefore, an essential prerequisite for controlling inflation is controlling inflation expectations.« (Ben Bernanke 2004)

»Das heißt, dass sich an den Inflationserwartungen messen lässt, ob Geldpolitik erfolgreich ist.« (Axel Weber 2006)

Die beiden oben angeführten Zitate zeigen, welche bedeutende Rolle Zentralbanken diesseits und jenseits des Atlantiks den Inflationserwartungen beimessen. Es gehört zu den wichtigsten Aufgaben der Zentralbanken, die Inflationserwartungen zu stabilisieren, und dies betonen sie bei jeder Gelegenheit. Genießt eine Zentralbank ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit, kann sie mittels ihrer Kommunikation wie auch ihres Zinssetzungsverhaltens Einfluss auf die Preisentwicklung ausüben, indem sie die Erwartungen der Wirtschaftsakteure hinsichtlich der künftigen Inflationsentwicklung beeinflusst. Inflationserwartungen sind maßgeblich für das Verhalten der Wirtschaftsakteure, insbesondere wenn es um Lohn- und Preissetzungen geht.

* Dr. Michael Lamla ist wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Konjunkturforschungsstelle (KOF) der ETH Zürich.
** Prof. Dr. Jan-Egbert Sturm ist Leiter der Konjunkturforschungsstelle (KOF) der ETH Zürich.

Angesichts dieser wichtigen Rolle der Inflationserwartungen versuchen wir, die Frage, wie groß die Inflationsgefahr im Euroraum momentan ist, in zwei Schritten zu beantworten. Zuerst untersuchen wir, ob und wie gut die EZB mittels ihrer Kommunikation und ihrer Zinsentscheide die Inflationserwartungen beeinflussen und gezielt steuern kann. Hierzu verweisen wir auf wissenschaftliche Arbeiten, die dies empirisch untersucht haben. In einem zweiten Schritt analysieren wir die Entwicklung der Inflationserwartungen in den letzten Monaten. Ein nachlassender Einfluss der EZB auf die Inflationserwartungen zusammen mit einem Loslösen letzterer aus ihrer Verankerung – durch den jüngsten Anstieg der Inflationsdynamik –, würde die Situation der EZB erheblich erschweren, ihr gestelltes Mittelfristziel – eine Inflationsrate nahe, aber unter 2% zu erreichen – einzuhalten. Dabei werden wir nicht nur die erwartete Durchschnittsinflation für den gesamten Euroraum und deren Heterogenität beurteilen, sondern auch näher beleuchten, wie die Inflationserwartungen der einzelnen Euroländer sich über die letzten Monate verändert haben. Letzteres ist besonders wichtig, da die EZB eine einheitliche Geldpolitik für alle teilnehmenden Länder verfolgt. Somit wäre es wünschenswert, dass alle Länder eine ähnliche Entwicklung aufzeigen würden.

Die Rolle der Zentralbankkommunikation

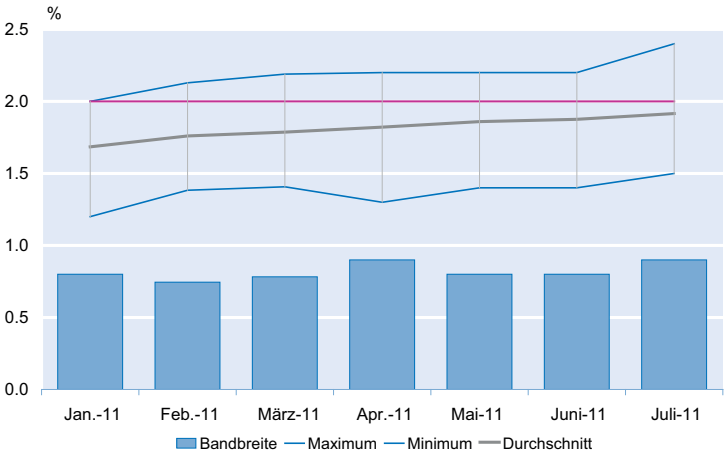
Bisher wurde recht wenig über die Einflussnahme der EZB auf die Erwartungsbildung geforscht. Dies ist angesichts ihrer Bedeutung für die Geldpolitik überraschend. Die wenigen Studien, die es gibt, finden, dass die EZB die Inflationserwartungen nicht nur durch ihre Zinsentscheide, sondern auch mittels ihrer Kommunikation steuern kann. Jansen und De Haan (2007) stützen sich in ihrer Studie auf marktbasierende Inflationserwartungen (inflationsindexierte Bonds), während Lamla und Sturm (2010) sowie Ullrich (2008) Erwartungen aus Umfragen verwenden. Auch die gewählten Indikatoren, um den Inhalt der Kommunikation der EZB zu erfassen, unterscheiden sich. Trotz der Differenzen in den gewählten Daten und Methoden sind die Ergebnisse der verschiedenen Studien vergleichbar: Zentralbankkommunikation ist ein effektives Instrument, um die Inflationserwartungen der Öffentlichkeit zu steuern. Ullrich (2008) findet sogar keinen direkten Einfluss von Zinsänderungen, sondern nur einen Zusammenhang zwischen Kommunikation und Inflationserwartungen. Lamla und Sturm (2010) argumentieren, dass, wenn man einen längeren Zeithorizont für die Inflationserwartungen wählt und zusätzlich die Überraschungskomponente des Zinsentscheides berücksichtigt, sehr wohl einen Einfluss von Zinsentscheiden auf die Inflationserwartungen messen kann. Zudem sind Kommunikation und Zinsentscheide komplementär zu sehen.

Idealerweise sollten Handlungen und Aussagen der EZB bei jedem Experten eine ähnliche Reaktion auslösen. Wenn dies

nicht der Fall ist, kann dies zu Störungen des Transmissionskanals der Geldpolitik führen (vgl. Sims 2009). Lamla und Maag (2009) weisen darauf hin, dass die Heterogenität der Inflationserwartungen von der Inflationsentwicklung abhängt. Ehrmann et al. (2010) untersuchen, wie die Transparenz in der Zentralbankkommunikation diese Heterogenität in den Erwartungen beeinflussen kann. Sie stellen hierbei fest, dass je klarer die Zentralbankkommunikation ist desto konzentrierter die Verteilung der Erwartungen ausfällt. Fasst man die Erkenntnisse dieser Studien zusammen, stimmen sie zuversichtlich: Die EZB besitzt genügend Glaubwürdigkeit und Transparenz, um mit Worten – und Taten – die Inflationserwartungen des Publikums zu beeinflussen und zu homogenisieren. Die EZB kann somit ihr Ziel, Preisstabilität zu gewährleisten, erreichen.

Abb. 1

Consensus-Inflationserwartungen für den Euroraum 2012



Quelle: Consensus Economic Inc.

Inflationserwartungen am aktuellen Rand

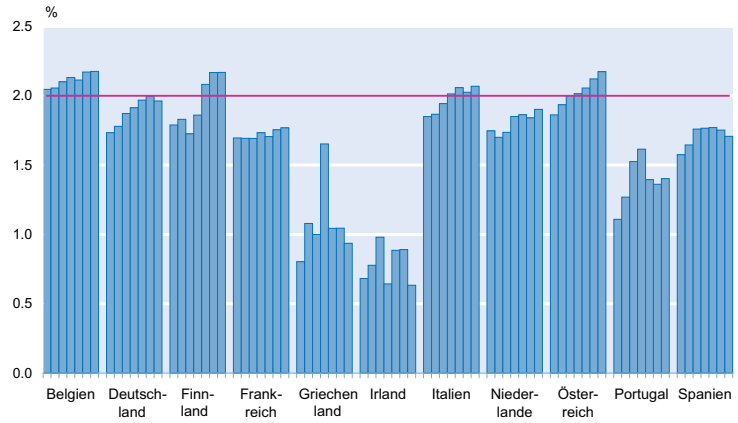
Bleibt also die Frage, wie sich die Erwartungen am aktuellen Rand entwickeln, und ob die Vorkommnisse der letzten Jahre diese gute Ausgangslage im Hinblick auf die Einflussnahme der EZB auf die Inflationserwartungen und damit die Effektivität der Geldpolitik negativ beeinflusst haben. Hierzu werfen wir einen Blick auf die Umfrage von Consensus Economics Inc. Consensus Economics fragt in einem monatlichen Turnus die Wirtschaftsexperten (öffentliche Institute wie auch Banken) eines Landes nach ihren Erwartungen für das laufende wie auch für das kommende Jahr. Zusätzlich werden Experten, welche auch Prognosen für den gesamten Euroraum veröffentlichen, nach diesen Erwartungen befragt. Neben vielen ökonomisch bedeutenden Kenngrößen, wie dem erwarteten Wirtschaftswachstum, werden auch die Inflationserwartungen erfasst. Diese Datenbasis bildet eine gute Grundlage, um die Dynamik der Inflationserwartungen am aktuellen Rand zu beurteilen.

Abbildung 1 zeigt die Entwicklung der Inflationserwartungen für den Euroraum für das Jahr 2012. Es ist anzunehmen, dass die Erwartungen für 2011 stark von den aktuellen Entwicklungen an den Rohstoffmärkten geprägt sind. Die Geldpolitik kann innerhalb dieses kurzfristigen Horizonts wenig Einfluss ausüben. Daher sind für die Geldpolitik die Erwartungen für 2012 relevanter. Noch bewegen sich die Inflationserwartungen für das nächste Jahr innerhalb des von der EZB gewünschten Bandes, d.h. knapp unterhalb von 2%. Allerdings kann man einen Trend zu höheren Inflationserwartungen feststellen, welcher am aktuellen Rand wieder etwas an Dynamik gewonnen hat. Zudem gibt es eine (leicht) steigende Zahl von Prognosen, welche sich oberhalb des Inflationsziels der EZB bewegen. Die Bandbreite der Inflationserwartungen für den Euroraum für 2012 hat sich in den letzten Monaten relativ konstant um rund 80 Basispunkte bewegt. Obwohl sich dieser Wert im Juli wieder auf 90 Basispunkte erhöht hat, ist dies im Vergleich zu den letzten neun Jahren, d.h. seit es die Konsensprognosen für den gesamten Euroraum gibt, nicht beunruhigend. Für den Juli ist dieser Wert sogar als leicht unterdurchschnittlich zu bewerten. Nur in den Sommern 2006 und 2007 gab es einen stärkeren Konsens über die Inflationsrate des kommenden Jahres. Insgesamt kann man auch daher (noch) nicht von einer besorgniserregenden Entwicklung der Inflationserwartungen sprechen.

Das Bild ändert sich leicht, wenn man die Inflationserwartungen in den jeweiligen Mitgliedsländern betrachtet. Abbildung 2 zeigt den Durchschnitt der Inflationserwartungen der jeweiligen Experten für das dazugehörige Mitgliedsland für das Jahr 2012. Ermittelt wurden diese Zahlen in den Umfragen seit Januar 2011. Hierbei wird deutlich, dass über die letzten sieben Monate die Spannbreite der Inflationserwartungen für 2012 zwischen den Ländern größer ist als innerhalb eines Landes. Sie ist ebenfalls größer als zwischen den befragten Institutionen für den Euroraum insgesamt (vgl. Abb. 1). Während die Bandbreite der Inflationserwartungen für den Euroraum für 2012 der einzelnen Prognostiker zwischen 1,5% und 2,4% liegt, liegt die Bandbreite der Durchschnitte der einzelnen Länder im Juli zwischen 0,6% und 2,2%. Wenn man die Erwartungen der einzelnen Prognostiker nimmt, ist diese Spannbreite noch bedeutend größer. Auf der einen Seite stehen Länder wie Belgien, Deutschland, Finnland, Italien und Österreich, welche inzwischen Inflationserwartungen für 2012 oberhalb des von der EZB gesteckten Zielwertes ausweisen. Auf der anderen Seite bewegen sich die Krisenländer Griechenland, Irland, Portugal und Spanien deutlich unterhalb dieser Marke.

Abb. 2

Inflationserwartungen in einzelnen Mitgliedstaaten für 2012



Von Januar bis Juli.

Quelle: Consensus Economic Inc.

Sind die Abweichungen in den nationalen Inflationsraten wesentlich anders als in der Vergangenheit? Abbildung 3 vergleicht die Extremwerte als Maß für die Verteilung der Inflationsraten für das nächste Jahr, immer gemessen im Monat Juli.[1] Abhängig davon, ob man die Länderprognosen ungewichtet oder anhand von BIP-Gewichten des Vorjahres berücksichtigt, ändert sich die Aussage. Ungewichtet ist die heutige Streuung der Länderprognosen weniger stark als in früheren Jahren. Gewichtet man die Länder mit Hilfe des BIP, dann ist eine überdurchschnittliche Heterogenität festzustellen. Allerdings sind die Werte immer noch vergleichbar mit jenen der Vergangenheit.

Schlussfolgerungen

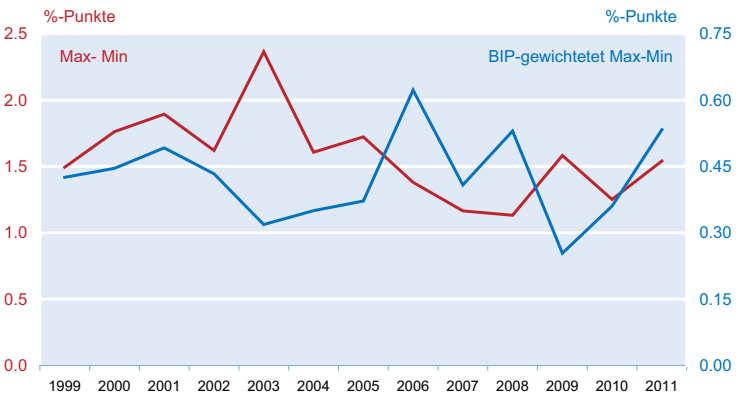
Es gibt Gründe für eine erhöhte Wachsamkeit in Bezug auf die zukünftige Entwicklung der Preise im Euroraum. Dies ist seit Einführung des Euro nicht das erste Mal, dass Zweifel an der Preisstabilität bestehen. In den Sommern der Jahre 2006 und 2008 befanden sich die Konsensprognosen für die Inflationsrate im nächsten Jahr deutlich über dem Zielwert von 2%. In diesem Sommer sind wir (noch) davon entfernt.

Doch in der jetzigen Situation kommen einige Faktoren zusammen, die zu höheren Inflationserwartungen führen und damit die Glaubwürdigkeit der EZB schwächen könnten. Im Zuge der Finanzkrise haben sich die Budgetpositionen einiger Länder dramatisch verschlechtert, da sowohl die Realwirtschaft als auch die Finanzbranche Unterstützung benötigten. Dies hat zu hohen Zinsaufschlägen auf den Finanzmärkten geführt und die EZB veranlasst, unorthodoxe Maßnahmen zu ergreifen, die bis vor der Schuldenkrise als absolutes Tabu galten und auch innerhalb des EZB-Rates für Unstimmigkeiten sorgten. Zum einen kaufte die EZB Anleihen der in Not geratenen Staaten auf dem Sekundärmarkt auf. Das Volumen dieses Aufkaufprogramms belief sich auf ca. 60 Mrd. Euro. Des Weiteren akzeptiert die EZB nun Staatsanleihen von Staaten für die kurzfristigen Refinanzierungsgeschäfte als Sicherheiten, die weit unter dem gewünschten üblichen Bonitätsstandard liegen. Griechenland sowie Irland weisen mittlerweile bloß noch eine Schuldnerbonität von B1 auf und sind somit als »hochspekulativ« kategorisiert. Der normalerweise verwendete Bonitätsstandard ist bei mindestens A- angesiedelt.

Darüber hinaus sind dieses Jahr die Inflationsraten im Euroraum weit über den gewünschten Zielwert geklettert, und es ist abzusehen, dass sie dort noch etwas verbleiben werden. Zuletzt wurde eine Inflationsrate von 2,7% im Vergleich zum Vorjahr im Juni 2011 ausgewiesen. Hauptgrund für diese Entwicklung sind rasante Preisanstiege bei Energiepreisen sowie Rohstoffen. Auf die Entwicklung der Preise dieser Gruppen kann keine Zentralbank der Welt individuell signifikanten Einfluss ausüben. Allerdings können diese Preisanstiege zu Zweitrundeneffekten und damit zu einem breit angelegten Preisanstieg führen. Angesichts dieser Entwicklung ist es erfreulich, dass die EZB die Zinswende eingeleitet hat. Sie macht damit deutlich, dass sie trotz der Turbulenzen im Euroraum, sowohl im Hinblick auf die Stabilität der Ban-

Abb. 3

Verteilung der länderspezifischen Inflationserwartungen im Juli für das jeweils nächste Jahr



Quelle: Consensus Economic Inc.

[1] Das Bild ändert qualitativ nicht, wenn man statt der Differenz zwischen der höchsten und tiefsten Inflationsprognose die Standardabweichung der Länderprognosen nimmt.

kenlandschaft als auch was die budgetären Probleme einzelner Mitgliedsländer angeht, an ihrem Hauptziel, der Preisstabilität, festhält. Trotz der eingeleiteten Zinswende bleibt aber die Geldpolitik »ultra«-expansiv ausgerichtet. Es ist viel Liquidität im Markt, und die Zufuhr zusätzlicher Liquidität durch die EZB ist nicht limitiert, wie es in einer Normalsituation der Fall gewesen wäre. Dieser Beitrag zeigt jedoch, dass zumindest bis jetzt die Inflationserwartungen noch immer einigermaßen moderat sind.

Insgesamt steigen die Inflationserwartungen im Euroraum für das nächste Jahr aber weiterhin an. Einige Analysten gehen inzwischen davon aus, dass die Inflationsrate nächstes Jahr bei über 2% liegen wird. Auch weitet sich die Spannbreite der Prognosen inzwischen wieder etwas aus, ohne aber beunruhigende Werte anzunehmen. Somit ist es richtig, die schrittweise Normalisierung der Geldpolitik fortzuführen und mittels einer aktiven und transparenten Kommunikation zur Festigung der Inflationserwartungen beizutragen.

Literatur

Ehrmann, M., S. Eijffinger und M. Fratzscher (2010), »The role of central bank transparency for guiding private sector forecasts«, Working Paper Series 1146, European Central Bank.
Jansen, D.-J. und J. de Haan (2007), »The importance of being vigilant: Has ECB communication influenced Euro area inflation expectations?«, DNB Working Papers 148, Netherlands Central Bank, Research Department.
Lamla, M.J. und J.-E. Sturm (2010), »Central Bank Communication, Interest rate announcement and inflation expectations«, mimeo, präsentiert bei der CESifo Conference on Monetary policy and financial stability – what role for central bank communication?
Lamla, M.J. und T. Maag (2009), »The Role of Media for Inflation Forecast Disagreement of Households and Professionals«. KOF Working Paper No 223, ETH Zurich.
Sims, C.A. (2009), »Inflation Expectations, Uncertainty and Monetary Policy«, BIS Working Papers 275, Bank for International Settlements.
Ullrich, K. (2008), »Inflation expectations of experts and ECB communication«, *The North American Journal of Economics and Finance* 19(1), 93–108.

Ulrich Kater*

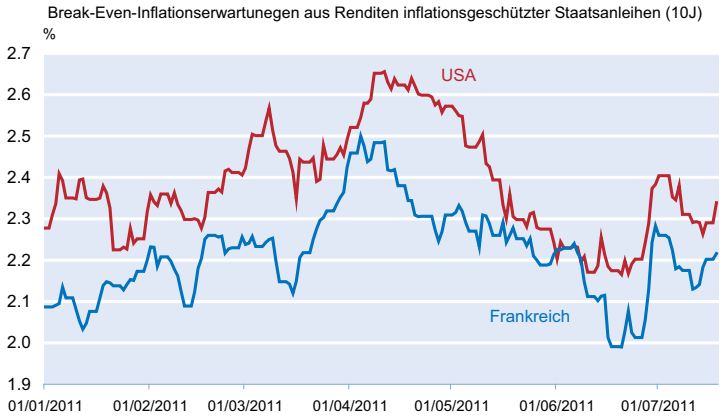
Inflation: Nicht in Sicht oder näher als man glaubt?

Geht es nach den Internet-Suchmaschinen, ist die Frage entschieden. Wer nach »Inflation« sucht, erhält etwa 70mal mehr Treffer als bei der Suche nach »Preisstabilität«. Aber vielleicht hat das eher mit der Sperrigkeit von Worten zu tun als mit ihren Inhalten. Wie groß ist die Inflationsangst? Das kommt darauf an, wen man fragt. Bei den privaten Haushalten haben Sorgen um die Entwertung des Geldes und damit ihres Finanzvermögens von gegenwärtig etwa 5 Billionen Euro massiv zugenommen und sind mittlerweile weit verbreitet.[1] Es kommt hinzu, dass die Glaubwürdigkeit der Inflationsdaten gelitten hat, weil sie aufgrund verschiedener Faktoren nicht mit der Preiswahrnehmung vieler Wirtschaftsteilnehmer übereinstimmt. Der Goldpreis bricht immer neue Rekorde, die Medien thematisieren Inflationsängste (vgl. Handelsblatt 2011). Auch bei den Unternehmen spiegeln sich höhere Inflationserwartungen wider: So erreichte die Inflationskomponente im Rahmen der europäischen Einkaufsmanagerumfrage im Februar den höchsten Wert der 15-jährigen Umfragehistorie. Bei denjenigen, die sich von Berufs wegen mit finanziellen Werten auseinandersetzen, scheinen die die Meinungen dagegen geteilt zu sein. Zwar diskutieren viele Analysten an den Märkten einen deutlichen Inflationsanstieg. Aber dies gilt allerdings wohl nicht für die nahe Zukunft: Die Euroland-Inflationsprognosen für dieses und das kommende Jahr bewegen sich im Durchschnitt im Rahmen der Zielvorstellung der Europäischen Zentralbank. Die an Finanzmarktpreisen abzulesenden langfristigen Inflationserwartungen machen deutlich, dass das in den 1990er Jahren herausgebildete Inflationsregime mit der Geldwertstabilität als wichtigster Zielsetzung unabhängiger Notenbanken auch weiterhin glaubwürdig ist (vgl. Abb. 1).

* Dr. Ulrich Kater ist Chefvolkswirt der DekaBank, Frankfurt am Main.

[1] Eine Reihe von Umfragen ermittelten deutliche Anteile von Befragten, die eine hohe Inflation erwarten, so rechneten etwa nach einer Umfrage aus dem Jahr 2010 8% der Befragten mit Inflationsraten von mehr als 10%, 29% mit Raten von 5 bis 10% (vgl. merkur-online.de 2010).

Abb. 1
Langfristige Inflationserwartungen an den Finanzmärkten



Quelle: Dekabank.

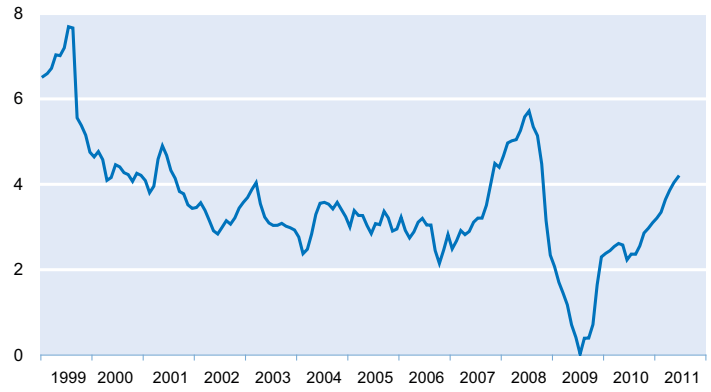
Die gängigsten Gründe für die aktuellen Inflationsängste liegen in der Annahme von Politikversagen: weil die westlichen Industriestaaten – durch die jüngsten Konjunktureinbrüche, aber auch schon vorher – zu hohe Staatsschulden aufgetürmt haben, bliebe ihnen nur der in der Geschichte häufig zu findende Ausweg über eine Entwertung des Geldes und damit dieser Schulden. Mit einer enormen Geldvermehrung hätten die Notenbanken in den letzten Jahren bereits die Saat der nächsten großen Inflationswelle gelegt, die unweigerlich aufgehen müsse. Dass mit unabhängigen Notenbanken die insitutionellen Voraussetzungen zur Auslösung großer Inflationswellen nicht mehr vorhanden sind, wird entweder ignoriert oder mit dem Argument beantwortet, die Unabhängigkeit der Notenbanken sei nur in Schönwetterzeiten gewährleistet. Wenn es eng würde im Staatshaushalt, dann werde politischer Druck die Notenbanken in die Knie zwingen, notfalls mittels Gesetzesänderungen. Und die Wähler würden zuschauen, weil sie einerseits die mit Konsolidierungsleistungen verbundenen Anstrengungen nicht bereit wären zu leisten und andererseits nach mehreren Jahrzehnten mit Preisstabilität mangels eigener Inflationserfahrungen einen Inflationskurs der Politik tolerieren würden. Gegen diesen Glauben helfen auch keine Argumente, die die Notenbanken anführen können, etwa dass in ihren Währungsgebieten nach dem großen Konjunktureinbruch von 2008/09 selbst nach langjähriger Erholung die Kapazitäten noch nicht einmal wieder voll ausgelastet seien. Als weiteres würden sie wohl anführen, dass zwar durchaus viel Geld produziert wurde, dieses allerdings nicht die Wirtschaft erreicht hat und lediglich den enorm gestiegenen Liquiditätshaltungsbedarf des Bankensystems widerspiegelt, weil dort im Zuge des Misstrauens durch die Finanzkrise der Geldmarkt zusammengebrochen ist.[2] Die breiten Geldmengenaggregate stagnieren, wie in Großbritannien seit Anfang 2010 (Jahreswachstumsrate M4, Mai 2011: – 0,4%), oder steigen nur langsam an, wie etwa im Euroraum (M3: 2,4%) oder den USA (M2: 5,3%). Und schließlich würden die Notenbanken auf die »fest verankerten« Inflationserwartungen verweisen, etwa mit Hinweise auf oben angegebene Marktdaten oder auch Umfrageergebnisse unter Kapitalmarktexperten.

Diese Diskussion um eine neue »Große Inflation« mit zweistelligen Raten wie etwa in den 1970er Jahren oder sogar einer weitergehenden Geldzerrüttung ist wohl etwas zu holzschnittartig. Sieht man einmal von solchen politökonomischen Ansätzen der Inflationsentstehung ab, dann sind es gegenwärtig eher andere Argumente, die die Inflationsdebatte bestimmen. Ausgangspunkt dieser Diskussion ist, dass in den Jahren 2009 und 2010 wohl eher Deflationsgefahren die Agenda beherrschten. Der Produktionseinbruch im Winter 2008/09 führte weltweit betrachtet zu den größten Unterauslastungen der Nachkriegszeit. Arbeitslosenquoten schossen in den meisten Ländern – eine Ausnahme bildete Deutschland – weit über ihre strukturellen Werte hinaus. Alles dies hätte bei längerer Dauer den Nährboden für eine deflationäre Entwicklung abgeben können. Und so sanken die Inflationsraten bis Mitte 2009, etwa in den USA auf – 2,0%, in Euroland auf 0,7%, im Vereinigten Königreich auf 1,1%. Diese Bewegung wurde angeführt von zusammenbrechenden Rohstoffpreisen – der Rohölpreis ging von Juni bis Dezember 2008 um mehr als 70% zurück –, so dass sich die Entwicklung in den Kernraten immerhin nicht ganz so heftig niederschlug. Die historisch einmalige Umkehr eines solchen Konjunktureinbruchs – der Anteil der finanz- und geldpolitischen Gegenmaßnahmen hieran ist noch nicht erforscht, er war allerdings wohl substanziell – hat zu einer V-förmigen Erholungsbewegung geführt, wodurch heute die Kapazitätsauslastung in einigen Industrieländern näher an den langjährigen Normalwerten liegen sollte. In einigen besonders von der Finanzkrise und dem darauf folgenden Konjunktureinbruch betroffenen Volkswirtschaften sind demgegenüber Strukturprobleme freigelegt worden, diese Länder haben an der weltwirtschaftlichen Erholung wenig bis gar nicht teilgenommen. Wieder andere Länder, wie insbesondere die Schwellenländer, sind von der Krise nur indirekt und kurzzeitig getroffen worden und haben ihren Wachstumsweg weiter fortgesetzt. Auch hier ist die Auslastung – soweit hierüber Daten vorliegen – in der jüngsten Vergangenheit deutlich angestiegen. In den von der Erholung erfassten Industrieländern haben sich folglich die Inflationszahlen von ihren Tiefständen wieder weg bewegt, erneut angeführt durch die Rohstoffpreise. Mittlerweile haben aber auch die Kernraten nachgezogen und befinden sich auf einen langsam ansteigen-

[2] Zuletzt etwa wieder der Präsident der US-amerikanischen Fed, Ben Bernanke bei der Diskussion über den Semiannual Monetary Policy Report vor dem United States Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs am 14. Juli 2011 (vgl. http://banking.senate.gov/public/).

Abb. 2
Weltinflationsrate

Gewichtete Inflationsraten (yoy) der größten Volkswirtschaften der Welt, zus. etwa 80 % des Welt-BIP



Quelle: Dekabank.

den Pfad. In den Schwellenländern sind die Raten deutlicher angestiegen, wie in Indien oder China. Die Weltinflationsrate liegt gegenwärtig etwa bei 4% (vgl. Abb. 2).

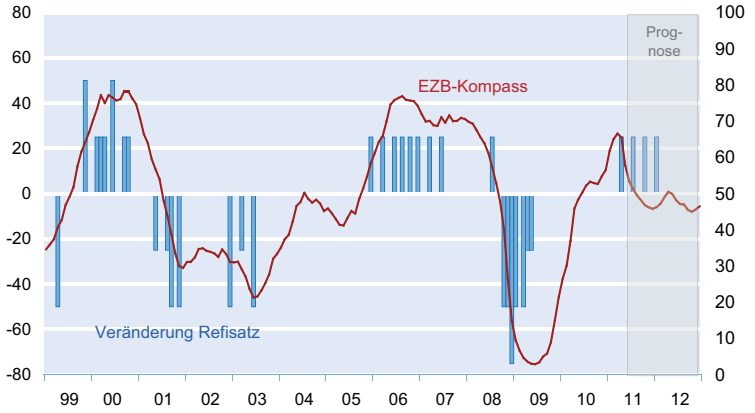
Die Notenbanken haben bislang die wirtschaftliche Erholung mit einer Politik ultra-niedriger Leitzinsen und zusätzlichen quantitativen geldpolitischen Maßnahmen begleitet. Als eine der ersten Industrieländer-Notenbanken hat die EZB im Januar 2011 Zinserhöhungen verbal vorbereitet und im April in der ersten Veränderung seit fast zwei Jahren den Leitzins um 25 Basispunkte angehoben, gefolgt von einem weiteren Zinsschritt im Juli. Nach unseren Erwartungen wird die EZB ihren Leitzins in diesem Jahr noch einmal und unmittelbar im Jahr 2012 nochmals bis auf dann 2% anheben.

Ist diese Strategie angemessen? Die unmittelbaren Aussichten für die Inflationsentwicklung in Euroland sind so alarmierend nicht. Die deutlichen Anstiege der Rohstoffpreise im Jahr 2010 und in der ersten Hälfte 2011 haben sich in Erstrundeneffekten auf verschiedene Komponenten des europäischen Verbraucherpreisindex ausgewirkt. Zweitrundeneffekte sind bislang nicht in Erscheinung getreten. Insbesondere eine Lohn-Preis-Spirale ist – noch? – nicht in Gang gekommen. In der am meisten prosperierenden Region des Eurogebiets, in Deutschland, gab es in diesem Jahr zwölf größere Tarifabschlüsse, die ohne Ausnahme als angemessen zu betrachten sind. Zusammen mit den aus früheren Jahren nachwirkenden Tarifvereinbarungen führen sie zu Tariflohnsteigerungen von voraussichtlich 2,7% in diesem Jahr. Dass sich diese Entwicklung so fortsetzt, ist zwar unwahrscheinlich, bleibt aber eher zu beobachten als dass die Geldpolitik sich vorsorglich dagegen stemmen müsste. Dazu kommt, dass in anderen Regionen Eurolands aufgrund des von den Kapitalmärkten erzwungenen finanzpolitischen Restriktionskurses die Inflation rückläufig ist und sich teilweise nahe der Nulllinie bewegt: Nach Abzug der Effekte von Steuererhöhungen – die die Inflationsraten verfälschen – herrschen in Griechenland gegenwärtig Preisanstiege von 1,5%, in Portugal und Spanien von jeweils knapp über 2%. Selbst wenn für Euroland im Vorjahresvergleich gegenwärtig die Raten noch deutlich über der Inflationsnorm der EZB liegen (Juni: 2,7%) ist doch absehbar, dass die Inflationsraten in den kommenden Monaten wieder fallen werden. Der Konsens der Marktanalysten rechnet mit einer Inflationsrate für Euroland von 2,6% in diesem und 1,9% im kommenden Jahr. Dies wäre kompatibel mit monatlichen Inflationsraten von gut 2% zum Ende dieses Jahres.

Umstritten ist die Bedeutung des weltweit sich verändernden Inflationsklimas. Insbesondere in vielen schnell wachsenden Volkswirtschaften sind die Inflationsraten in den vergangenen Quartalen mit der wirtschaftlichen Erholung nach der Krise wieder deutlich angestiegen. Allerdings darf man nicht vergessen, dass dies ein normales Kennzeichen des schnellen Wachstumsprozesses in diesen Ländern ist. Gegenwärtig sind angesichts der Verbrauchsstruktur der privaten Haushalte Ländern mit relativ niedrigem Pro-Kopf-Einkommen die Rohstoff- und Lebensmittelpreise sowie Dienstleistungspreise Haupttreiber der Inflation. Häufig werden auch die stark steigenden Löhne in den Schwellenländern als Ursache genannt, allerdings ist diese Argumentation angesichts ebenfalls stark steigender Produktivität schwer quantifizierbar (vgl. Lipińska Millard 2011). Eine reale Aufwertung durch schneller steigende Preise für nicht-handelbare Güter ist eine natürliche Begleiterscheinung von wirtschaftlichen Entwicklungsprozessen und hat keinen nachhaltigen inflationssteigernden Einfluss auf die Handelspartner. Die Bedeutung von sogenannten Globalisierungseffekten für die niedrigen Industrieländer-Inflationsraten der Vergangenheit sollte daher nicht zu hoch angesetzt werden: Industriegüterpreise sind hiervon weniger betroffen. Am wahrscheinlichsten erscheint, dass stets steigende Importanteile von Schwellenländergütern in den Industrieländern bislang einen leicht dämpfenden Effekt auf die Inflation ausgeübt haben, der nun langsam schwächer wird. Angesichts der Größe des Euroraums und der damit verbundenen Importquote von 12% kann man jedoch davon ausgehen, dass die Euroland-Inflationsrate von diesen Effekten nicht nachhaltig beeinflusst wird.

Die zweite von der EZB regelmäßig beobachtete Instrumententafel besteht aus monetären Variablen. Wie oben bereits angeführt, lassen sich aus der Entwicklung der europäischen Kredit- und Geldmengenaggregate derzeit schwerlich Argumente für eine dringende Straffung der Geldpolitik ableiten. Die Kredite an den Unternehmenssektor steigen gegenwärtig mit einer Rate von 2,5%, nachdem das Kredit- und Geld-

Abb. 3
EZB-Kompass der DekaBank und Refisatzänderungen der EZB



Der EZB-Kompass der DekaBank ist ein Scoring-Modell, das die in der geldpolitischen Strategie der EZB maßgeblichen monetären und nicht-monetären Variablen normiert und in eine Größe zusammenfasst. Punktwerte über 50 deuten dabei auf die Notwendigkeit einer eher restriktiven Geldpolitik hin (ab Juli 2011: Prognosen).

Quelle: DekaBank.

mengenwachstum im vergangenen Jahr fast ganz zum Erliegen gekommen war und ebenfalls eine Schrumpfung drohte, die von den Kapitalmärkten als weiteres Indiz für eine nahende Deflation gedeutet worden wäre.

Aber Inflationsprognosen sind nicht die einzigen Maßstäbe zur Beurteilung der Zinspolitik. Ein herkömmliches geldpolitisches Analyseinstrument, die Taylor-Regel, sucht den angemessenen Leitzinssatz aus dem gegenwärtigen Auslastungsgrad sowie der gegenwärtigen Einhaltung des Inflationsziels einer Notenbank zu quantifizieren. Schätzungen für Euroland ergeben derzeit, dass weiterhin ein niedrigerer als der neutrale Leitzins angemessen wäre, jedoch nicht mehr in dem Ausmaß, das zu Jahresbeginn noch herrschte. Auch andere heuristische Beurteilungsmodelle der Notenbankpolitik wie etwa Scoring-Systeme (vgl. Abb. 3) kommen zu dem Schluss, dass die geldpolitische Ausrichtung gegenwärtig wieder näher an einer neutralen Ausrichtung liegen sollte als an einer expansiven.

Die Aussagen solcher Modelle über die gegenwärtige Inflationswelt sollten allerdings zurzeit mit einer besonderen Vorsicht betrachtet werden. Ihre Kalibrierung stammt noch aus der Zeit vor der Finanzmarktkrise, und es ist zumindest plausibel, dass sich Wirkungsmechanismen der Geldpolitik verändert haben könnten. So ist etwa mit der Produktionslücke gegenwärtig eine Variable mit starker Unsicherheit behaftet, die für die Diagnose von Inflationsgefahren eine zentrale Rolle spielt. Es ist einfach gegenwärtig nicht darstellbar, in wie weit die Produktionskapazitäten aus der Welt vor der Finanzkrise nach dieser noch den gleichen Wert besitzen. Auch muss hinterfragt werden, ob die Beziehung zwischen Output-Lücke und Inflation stabil geblieben ist (vgl. Benkovskis et al. 2011). Schließlich ist zu beurteilen, ob sich neue Regulierungen im Finanzsektor, die zwar erst in den kommenden Jahren eingeführt werden, sich aber bereits jetzt auf das Verhalten der Finanzmarktakteure auswirken, auch auf die Wirkungsweise der geldpolitischen Transmission auswirken. Verschärfte Kreditbedingungen etwa könnten restringierend auf die wirtschaftliche Aktivität wirken, vergleichbar einem Angebotsschock. Dies könnte auch die Mechanik von Inflationsprozessen ändern. Es lassen sich angesichts der vielen Strukturänderungen in den Volkswirtschaften nach dem Platzen der Kreditblase eine Reihe von geänderten Einflussfaktoren finden, die auch Inflationsprozesse verändern können. Angesichts dieser neuen Unsicherheiten bei der Wirkungsweise der Geldpolitik ist die feste Verankerung der Inflationserwartungen von besonderem Vorteil.[3]

Eine angesichts dessen vorsichtige Haltung des europäischen Zentralbankrates scheint auch der Hintergrund für die geldpolitische Taktik des Jahres 2011 zu sein. Die Geldpolitik der vergangenen beiden Jahre war extrem expansiv. Die Erfahrungen der vergangenen Jahrzehnte belegt, dass eine zu lange extreme Ausrichtung der Geldpolitik die Finanzstabilität zu gefährden droht. Was in der Krise richtig gewesen ist und zu einer Stabilisierung beigetragen hat, wirkt mit zunehmender Dauer kontraproduktiv. Die Marktteilnehmer werden wieder zu risikobereit, die Finanzmarktpreise schießen in die Höhe. Ein hohes Ausmaß an Fristentransformation im Bankensystem, die Gefahren durch Renditeanstiege am Rentenmarkt sowie die Gefahr von Vermögenspreisblasen an Aktien- oder Immobilienmärkte sind Beispiele dafür, wie die Geldpolitik wieder zu Instabilitäten und letztlich zu Fehlallokationen im realwirtschaftlichen Sektor führen kann. Den richtigen Zeitpunkt zur Beendigung des Krisenmodus der Geldpolitik gibt es nicht, zumal dieser Modus nicht von einem auf den anderen Tag abgeschaltet, sondern eher langsam heruntergefahren werden wird. In der ersten Hälfte dieses Jahres wurden diese Verhältnisse durch steigende Ängste um die finanzpolitische Stabilität im Euroraum und mit ihr die Stabilität des Euro selber überschattet. Sollte es der europäischen Politik gelingen, aus dieser krisenhaften Entwicklung herauszufinden, ohne dass es schädliche Rückwirkungen auf die Realwirtschaft gibt, werden sich die Finanzmarktpreise wieder mehr auf die Fundamentaldaten ausrichten. Die EZB tut dann gut daran, sobald wie möglich an einer weiteren Normalisierung ihrer Geldpolitik zu arbeiten.

[3] Für eine empirische Analyse von Inflationsfaktoren vgl. etwa Moccero, Watanabe und Cournède (2011).

Literatur

Benkovskis, K., M. Caivano, A. Agostino, A. Dieppe, S. Hurtado, T. Karlsson, E. Ortega und T. Várnai (2011), »Assessing the sensitivity of inflation to economic activity«, ECB Working Paper 1357.
Handelsblatt (2011), »Das Gespenst der Inflation«, 15. Juni.
Lipińska A. und S. Millard (2011), »Tailwinds and headwinds: how does growth in the BRICs affect inflation in the G7?«, Bank of England Working Paper No. 420.
Merkur-online.de (2010), »Viele haben Angst vor steigender Inflation«, 14.Juni.
Moccero, D., S. Watanabe und B. Cournède (2011), »What Drives Inflation in the Major OECD Economies?«, OECD Economics Department Working Papers, No. 854.

Leon Leschus*

Wie groß sind die Inflationsgefahren im Euroraum? – Reichen die Zinserhöhungen der EZB?

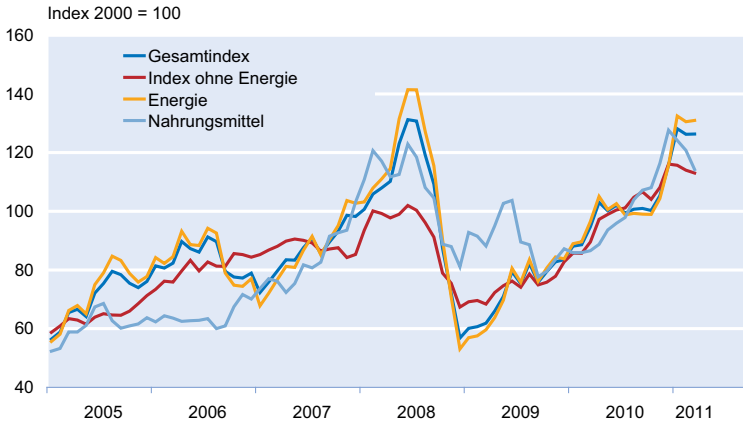
Inflation entzieht in einer Volkswirtschaft reale Kaufkraft. Im Euroraum sind die Inflationsgefahren weiterhin vorhanden. Deshalb hat die Europäische Zentralbank (EZB) im Juli zum zweiten Mal in diesem Jahr den Leitzins um 0,25 Prozentpunkte angehoben, auf nun 1,5%. Die Inflationsrate stagnierte zuletzt auf einem hohen Niveau. So betrug sie im Juni in Deutschland 2,3%, also über den 2%, die von der EZB noch als Preisniveaustabilität angesehen wird. Im übrigen Euroraum lag sie im Durchschnitt mit 2,7% noch darüber.

Ausgelöst wurde der Anstieg der Teuerungsrate vor allem durch die höheren Preise für Energieträger, Industrierohstoffe und Lebensmittel. Die Rohstoffe verteuerten sich infolge der wieder ansteigenden Weltkonjunktur, insbesondere China benötigt für seine Wirtschaft große Mengen an Rohstoffen. Angebotsverknappungen bei einzelnen Rohstoffen trugen zusätzlich zu den Preissteigerungen bei. So erhöhte sich der Weizenpreis aufgrund von Ernteausfällen durch schlechte Wetterbedingungen im Vergleich zum Juni 2010 in Euro bewertet um 44%. Im gleichen Zeitraum stiegen die Preise für Mais um 75%, für Zucker um 41% und für Baumwolle um 62%. Auch der Rohkaffeepreis erhöhte sich wesentlich mit 28%.

Rohöl der Sorte Brent notierte im Juni durchschnittlich bei 113,7 US-Dollar pro Barrel und war damit um 28,8% teurer als im Vergleichsmonat des letzten Jahres. Mit Libyen wurde ein Ölexportland von den Unruhen in Nordafrika und im Nahen Osten ergriffen. Sorgen, die Unruhen könnten auch andere wichtige Ölproduzentenländer wie Saudi Arabien erfassen, ließen den Brent-Ölpreis im April sogar auf über 125 US-Dollar pro Barrel ansteigen. Neben der globalen Konjunkturerholung und den Angebotsverknappungen hat wohl auch die Spekulation zu den Preiserhöhungen bei den

* Leon Leschus ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Hamburgischen WeltWirtschaftsInstitut (HWWI).

Abb. 1
HWWI-Rohstoffpreisindex, "Euroland" auf Eurobasis



Quelle: HWWI.

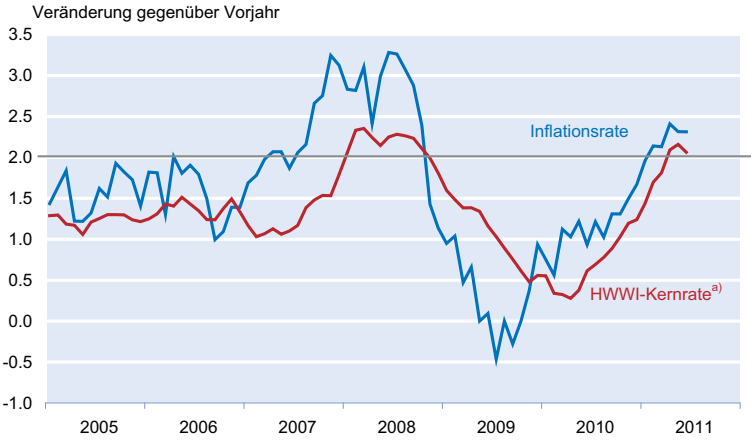
Rohstoffen beigetragen. Durch die expansive Geldpolitik der Notenbanken stand den Finanzmärkten viel Liquidität zur Verfügung, welche die Anleger zur Portfoliodiversifizierung und Inflationsabsicherung auch für Investitionen in Rohstoffe nutzten.

Die höheren Rohstoffpreise spiegeln sich in dem HWWI-Rohstoffpreisindex für die »Euroländer« wider. In diesem sind die einzelnen Rohstoffe entsprechend ihrer Bedeutung an den gesamten Rohstoffimporten der 17 Euromitgliedsländer gewichtet. Der Index »Euroland« stellt damit einen Indikator dar, der angibt, wie hoch der Inflationsdruck im Eurogebiet durch die Rohstoffpreisanstiege ist. Im Vergleich zum Vorjahr ist der Gesamtindex für das »Euroland« um 23,8% angestiegen. Dabei erhöhte sich der Teilindex »Energie« um 27,2%, der Teilindex »ohne Energie« um 13,5% und der Teilindex für Nahrungsmittel um 25,9%. Während der Teilindex »ohne Energie« schon in diesem Jahr die Höchststände aus dem Jahre 2008 überschritten hatte, lag der Gesamtindex noch mit 2,4% knapp darunter. Die Aufwertung des Euros gegenüber dem US-Dollar hat die Rohstoffpreissteigerungen in Europa etwas gedämpft.

Die Inflationsentwicklung im Euroraum hängt davon ab, in welcher Höhe die gestiegenen Rohstoffpreise auf die Verbraucherpreise überwälzt werden. Während sich im Mai die Erzeugerpreise in der gesamten Industrie ohne den Energiesektor im Euroraum im Vergleich zum Vorjahresmonat um 4,2% erhöhten, stiegen die Preise im Energiesektor um 11,9%. Auf den späteren Wertschöpfungsstufen der Produktionskette werden die erhöhten Rohstoffpreise immer noch weitergegeben. So stiegen die Preisraten im konsumgüterproduzierenden Gewerbe von 3,3 auf 3,4% und die im nahrungsmittelproduzierenden Gewerbe von 5,2% im April auf 5,4% im Mai. Besonders starke Anstiege waren bei den Importpreisen zu beobachten, die sich um knapp 8% erhöhten. Damit wird Inflationsdruck importiert, vor allem über gestiegene Rohstoff- und Energiepreise, aber auch über höhere Preise von Industriegütern aus China und anderen Schwellenländern. In einer Situation starker Wettbewerbsintensität auf den Endproduktmärkten können die Rohstoffpreisanstiege nicht immer überwälzt werden und gehen zu Lasten der Gewinnmargen der Unternehmen. Gerade für Unternehmen aus bestimmten Nahrungsmittelbereichen ist es schwierig, die gestiegenen Rohstoffkosten an den Lebensmittelhandel weiterzugeben, weil dort ein harter Preiskampf stattfindet. Letztlich, insbesondere mit sich verbessernder Konjunktur, wird der verstärkte Kostendruck jedoch mehr und mehr auf die Verbraucherpreise überwälzt werden. Die Kerninflationsrate, bei der die kurzfristig starken Schwankungen der Nahrungs- und Energiepreise herausgerechnet werden, erhöhte sich in Deutschland im Zeitraum von Mai 2010 bis Mai 2011 schon um nahezu 2%.

Der Inflationsdruck in Europa könnte sich noch verstärken, wenn die erhöhten Verbraucherpreise zu Lohnerhöhungen führen würden, die über den erzielten Produktivitätssteigerungen liegen. Damit könnte es zu einem Preisauftrieb auf breiter Front kommen, der nicht mehr ausschließlich von außen über teurer werdenden Rohstoffimporten kommen

Abb. 2
Entwicklung der Inflation und Kerninflationsrate



a) Kerninflationsrate: Berechnet aus geglätteten Indizes (gleitende Dreimonatsdurchschnitte für den Gesamtindex ohne Heizöl und Kraftstoffe sowie ohne Saisonwaren und 24-Monatsdurchschnitte für den Index für Heizöl und Kraftstoffe sowie für Saisonwaren) sowie ohne Steueränderungen.

Quelle: HWWI.

würde, sondern hausgemacht wäre. Durch gestiegene Tarifabschlüsse könnten Zweitrundeneffekte drohen, bei denen die Unternehmen die höheren Lohnkosten wieder über die Preise ihrer Produkte weitergeben und sich auf diesem Weg die Inflation allmählich hochschaukelt. Die Gefahr einer sich verstärkenden Kosten-Preis-Spirale ist merklich angestiegen. Seit einiger Zeit fallen die Tariflohnabschlüsse wieder höher aus, was zu steigenden Lohnstückkosten führt. In Deutschland haben sinkende Arbeitslosenzahlen im Zuge des wirtschaftlichen Aufschwungs und der einsetzende Fachkräftemangel schon dazu geführt, dass Unternehmen Sonderzahlungen und übertariflichen Lohnerhöhungen zustimmten. Für das Jahr 2011 wird eine durchschnittliche Tarifsteigerung von 2,2% in Deutschland erwartet. Im Gegensatz dazu lagen die Abschlüsse im Vorjahr durchschnittlich bei 1,6%.

Im Jahr 2010 wurden noch geringere Lohnerhöhungen vereinbart, weil der Wirtschaftsaufschwung noch als weniger robust angesehen wurde. Während beispielsweise in der Metall- und Elektronikindustrie noch Anfang des Jahres 2010 ein »Krisentarif« zur Beschäftigungssicherung abgeschlossen wurde, wurde in diesem Jahr in der Chemiebranche schon eine Lohnsteigerung von 4,1% bei einer Laufzeit von allerdings 15 Monaten durchgesetzt. Im Euroraum insgesamt waren die Lohnabschlüsse im ersten Quartal 2011 im Vorjahresvergleich nur 1,9% höher, aber mit steigender Tendenz. Ausgelastete Kapazitäten sprechen eher für künftig stärkere Lohnsteigerungen. In Deutschland sind die Kapazitäten in fast allen Industriesektoren wieder gut bis sehr gut ausgelastet. Der Auslastungsgrad in der deutschen Industrie ist im Vergleich zum Vorjahresstand um 6,7 Prozentpunkte angestiegen und liegt damit über dem langfristigen Durchschnitt. Nach Daten vom ifo Institut liegt die Kapazitätsauslastung bei knapp 87%.

Hohe Rohstoffpreise, die steigende Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale und das robuste Wirtschaftswachstum im Kern von Europa bergen Inflationsgefahren. Zudem steht den Märkten sehr viel Liquidität zur Verfügung, die besonders bei einer positiven Konjunkturentwicklung im Euroraum zu kräftigen Anstiegen bei den Vermögenspreisen führen könnte. Eine restriktivere Geldpolitik der EZB ist daher im Euroraum zu befürworten. Zwar haben die Rohstoffpreise in den letzten beiden Monaten etwas nachgegeben und könnten damit den Inflationsdruck im Euroraum etwas mindern. Gegen Ende des Monats Juni fiel der Preis für die Ölsorte Brent von 112 US-Dollar pro Barrel auf zwischenzeitlich unter 105 US-Dollar pro Barrel. Der Hauptgrund für das Absinken der Ölpreise lag in der Ankündigung der Internationalen Energie Agentur (IEA), strategische Ölreserven frei zugeben. Jedoch hatte die Ankündigung der IEA nur einen kurzfristigen Effekt. So stieg der Brent-Ölpreis wenige Tage später wieder auf 112 US-Dollar pro Barrel, in etwa auf sein Ausgangsniveau. Die Akteure auf dem Ölmarkt hielten das Vorgehen der IEA nicht für nachhaltig.

Es ist davon auszugehen, dass hohe Rohstoffpreise weiterhin zum Inflationsdruck beitragen werden. Zwar stellen kurzfristige Preisausschläge bei den Energierohstoffen keine sofortige Gefahr für das Preisniveau dar, es ist aber davon auszugehen, dass die höheren Rohstoffpreise nachhaltig sind und damit den Handlungsdruck auf die EZB erhöhen könnten. Überdies könnten sich die Energieausgaben für die Verbraucher noch dadurch erhöhen, dass die Strom- und Gaspreise erst mit einer zeitlichen Verzögerung auf den Ölpreis reagieren. Auch wenn noch vergleichsweise hohe Förderkapazitäten in den OPEC-Ländern einen starken Ölpreisanstieg verhindern dürften, wird Öl auf seinem hohen Preisniveau bleiben, weil das Öl aus Libyen länger dem Ölmarkt fehlen und die Ölnachfrage gleichzeitig weiter ansteigen wird. Die IEA rechnet für das Jahr 2011 mit einem Anstieg der weltweiten Ölnachfrage um 1,2 Mill. Barrel pro Tag auf dann 89,5 Mill. Barrel pro Tag. Im Jahr 2012 kämen dann nochmals 1,5 Mill. Barrel hinzu. Lang- bis mittelfristig wird es daher eine zentrale Rolle für den Ölpreis spielen, wie sich die weltweite Konjunktur entwickelt, weil sie ausschlaggebend für die Ölnachfrage ist. Jedoch sind die Wachstumserwartungen mit großen Unsicherheiten verbunden. China könnte aufgrund der hohen Inflationsraten seine Konjunktur über eine restriktivere Geldpolitik dämpfen, die USA haben mit einer hohen Staatsverschuldung zu kämpfen und Europa steckt in einer Schuldenkrise.

In einem solchen Umfeld ist es für die EZB schwierig, die geeignete Geldpolitik zu finden. Die EZB müsste die Geldpolitik straffen, um möglichen ansteigenden Inflationserwartungen in der Bevölkerung entgegenzutreten und damit die Wertstabilität des Euros zu untermauern. Falls die Arbeitnehmer im Euroraum eine höhere Inflation erwarten, würde das dazu führen, dass sie höhere Löhne zur Kompensation verlangen, was dann eine Spirale steigender Preise auslösen könnte. Darüber hinaus könnte über eine restriktivere Geldpolitik spekulatives Geld aus den Rohstoffmärkten herausfließen. Ein schrittweiser Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik sollte durch die EZB erfolgen, auch wenn dadurch Länder wie Griechenland, Irland oder Portugal, die sich in der Staatsverschuldungskrise befinden, stärker über eine teurere Refinanzierung der Schulden belastet werden. Bislang ist die Geldpolitik der EZB trotz der Anfang Juli erfolgten Zinserhöhung noch als locker anzusehen und unterstützt somit die Krisenländer.

Ziel der EZB ist es, für Preisstabilität im Euroraum zu sorgen. Andere Faktoren wie Wirtschaftswachstum und steigende Beschäftigung gehen dagegen nicht in die Zielfunktion der EZB ein. Kurzfristig kann hier ein Zielkonflikt bestehen, jedoch kommt ein stabiler Geldwert langfristig auch den beiden Zielen Vollbeschäftigung und Wirtschaftswachs-

tum zugute. Daher sollten Krisen im Euroraum rund um die Staatsverschuldung einzelner Länder auf politischer Ebene über strukturelle Reformen und Umschuldungsprogramme gelöst werden und nicht über eine expansive Geldpolitik der EZB. Die EZB sollte ihre Unabhängigkeit demonstrieren und nicht die Probleme der Finanzpolitiker über eine expansive Geldpolitik abfedern. Schon ihre Akzeptanz von Staatspapieren der Krisenländer als Sicherheit ist äußerst kritisch zu sehen, weil sie sich damit in fiskalische Angelegenheiten der Eurolandländer eingemischt hat. Um die Glaubwürdigkeit in ihre Unabhängigkeit wieder zu stärken, wäre es vor dem Hintergrund zunehmender Inflationsgefahren im Euroraum wünschenswert, wenn die EZB ihre begonnene restriktivere Geldpolitik fortsetzen würde. Die aktuellen Rahmenbedingungen sprächen dafür, auf mittlere Sicht den Leitzins weiter anzuheben. Dessen ungeachtet sollte sie gleichzeitig einen Weg heraus aus dem Aufkauf von Schrott-Staatspapieren finden. Dieser Aufkauf sollte eine Ausnahme darstellen und so auch von der EZB deutlich kommuniziert werden.

Copyright Strothenke

Hans Wolfgang Brachinger*

Teurere Rohstoffe, zunehmende Spekulation und steigende Produktionskosten in China: Die Inflationsrisiken in Deutschland wachsen, was auch immer die EZB macht

Der deutsche Verbraucherpreisindex lag im Juni bei 2,3%. Damit blieb die Inflationsrate den fünften Monat in Folge klar über der berühmten 2%-Marke. Diese Zahl klingt nicht dramatisch, sie war aber ein Warnsignal für die Zentralbanker. Sie erhöhten die Zinsen.

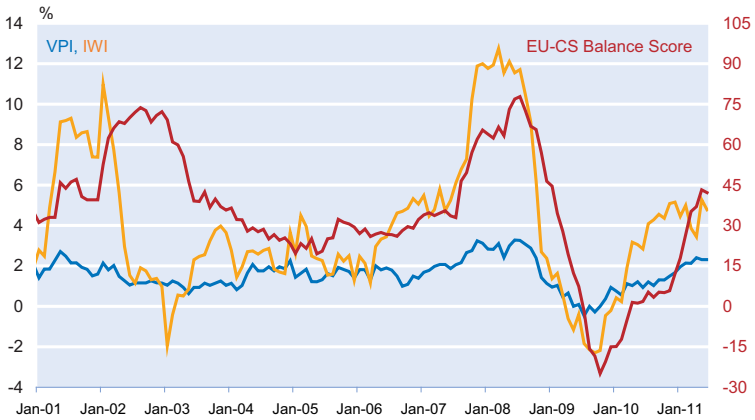
Es gehört zur makroökonomischen Folklore, dass Zinserhöhungen ein geeignetes Mittel sind, um Inflationsrisiken vorzubeugen. Inflation meint dabei einen anhaltenden Anstieg des »allgemeinen Preisniveaus«. Gemessen wird die Veränderung des Preisniveaus mit Hilfe des Verbraucherpreisindexes (VPI). Diese Inflationsdefinition ist jedoch für eine Analyse der aktuellen und zu erwartender Preiserhöhungen viel zu oberflächlich. Und der Verbraucherpreisindex informiert zwar über die Entwicklung des »allgemeinen Preisniveaus«, ist als Summary Indicator aber wenig informativ. Das führt dann dazu, dass jemand wie Senator Ron Paul, der neue Vorsitzende des Fed Oversight Subcommittee des amerikanischen Kongresses und mögliche Präsidentschaftskandidat der Republikaner, sich unlängst über den Consumer Price Index (CPI) lustig machte und behauptete, der sei manipuliert. Das ist natürlich übertrieben und seiner möglichen Kandidatur geschuldet, aber in einem hat er Recht: Will man etwas über Inflationsrisiken in Erfahrung bringen, muss man genauer hinschauen.

Genauerer Blick auf das gestiegene Preisniveau

In Deutschland wird die aktuelle Steigerung des Preisniveaus einerseits durch deutliche Preiserhöhungen bei Energie getrieben: Im Juni 2011 lagen die Preise für Kraftstoffe um 9,9% über dem Vorjahresniveau. Diesel wurde um 13,4% teurer,

* Prof. Dr. Hans Wolfgang Brachinger ist Inhaber des Lehrstuhls für Statistik an der Universität Fribourg und leitet das dortige Forschungszentrum für Wirtschaftsstatistik (CEStat.ch). Er ist Präsident der Eidgenössischen Bundesstatistikkommission und CESifo Research Network Affiliate.

Abb. 1
VPI, IWI, EU-CS Balance Score



Quelle: CEStat.ch Universität Fribourg.

Benzin um 7,1%. Auch Haushaltsenergie wurde durchschnittlich um 8,6% teurer, leichtes Heizöl kostete 19,0% mehr als im Vorjahr, Strom 7,6%. Andererseits stiegen die Preise für Nahrungsmittel im Vorjahresvergleich deutlich: Spitzenreiter sind tiefgefrorene Pommes frites mit plus 19,4%, Pflanzenöl (+ 18,9) und Bohnenkaffee (+ 18,8) folgen dicht dahinter. Zusammen mit dem Heizöl führen diese Nahrungsmittel die Teuerungstabelle an. Weh tun den Konsumenten vor allem auch die Preissteigerungen bei Butter (+ 11,9%), Sahne (+ 12,0%), Speisequark (+ 8%) und Brötchen (+6,3%). Alles Güter, die zu den zehn meistgekauften Gütern gehören. Diese Teuerungsstruktur ist typisch für Marktsituationen, in denen die von den Konsumenten gefühlte Inflation die amtliche Inflationsrate deutlich übersteigt. Nicht überraschend liegt der Fribourger Index der gefühlten Inflation (IWI) mit 4,8% deutlich über dem VPI (vgl. Abbildung 1; linke Skala in Prozent). Auch der Balance Score des EU-Consumer-Survey (vgl. Abbildung 1; rechte Skala in Bilanzpunkten zwischen – 100 und + 100) spricht eine deutliche Sprache. Abbildung 1 zeigt, dass er ebenso wie der IWI seit Ende 2009 steil ansteigt.

Ein genauerer Blick auf die Indexpositionen zeigt auch, warum der VPI im Juni überraschenderweise nicht weiter anstieg und der IWI sogar fiel. Die Güter mit dem stärksten Preisrückgang sind nicht wie sonst Fernsehgeräte, Camcorder oder Ähnliches. Nein, dieses Mal sind es Indexpositionen wie »Tomaten«, »Lauch oder anderes Blatt- und Stielgemüse« und »Kopf- und Eisbergsalat«. Den stärksten Rückgang sieht man bei den Salatpreisen mit – 22,3%. Und schließlich: »Salat- oder andere Gurken« sind um fast 14% gesunken. Im Dezember 2010 waren Tomaten (+ 52%), Salatgurken (+ 31,2%) und Kopf- oder Eisbergsalat (+ 28,5%) noch unter den »Spitzenreitern« der Teuerung gewesen! In der Folge der EHEC-Krise haben viele Leute in den vergangenen Wochen keinen Salat mehr gekauft. Im ARD-DeutschlandTREND vom Juni gaben 55% der Befragten an, dass sie derzeit auf rohe Tomaten, Gurken und Blattsalat verzichten. Deshalb sind die Preise so drastisch gesunken. Im Übrigen ist das Gewicht dieser Güter im VPI viel zu hoch, d.h., die Preissenkungen bei Gemüse schlagen viel zu stark zu Buche, weil die Verbraucher keinen Salat mehr kauften. Dass die amtliche Rate auf dem 2,3%-Niveau vom Mai verharrt, freut die EZB. Sie kann aber nichts dafür. Der EHEC-Dämon grinst breit. Er weiß, dass die tatsächliche Teuerung höher liegt.

Bereinigt man die Daten, die dem VPI zugrunde liegen, um den Einfluss der EHEC-Epidemie, dann wird deutlich, dass die Teuerung in Deutschland faktisch seit Anfang des Jahres steigt. Und es sind offenbar Energie und Nahrungsmittel, die die Teuerung treiben. Beide bergen ein signifikantes künftiges Inflationsrisiko: Die Entwicklung der Rohstoffpreise.

Steigende Einfuhr- und Großhandelspreise

Der amtliche Index der Einfuhrpreise zeichnet ein unerfreuliches Bild der derzeitigen Situation. Importierte Energie war im Mai 2011 um 30,9% teurer als im Mai 2010. Spitzenreiter war Rohöl mit einer Jahresveränderungsrate von + 35,2%. Die Erdgaspreise lagen um 29,7% über denen des Vorjahresmonats und Mineralölerzeugnisse waren im Vorjahresvergleich um 26,6% teurer. Eisenerz war um 49,1% teurer als im Mai 2010. Die Importpreise für Roheisen, Stahl und Ferrolegierungen lagen im Mai 2011 um 8,2% über dem Niveau des Vorjahresmonats. Rohaluminium war gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum um 14,8% teurer. Die Rohkupferpreise lagen um 13,5% über denen des Vorjahres. Düngemittel waren um + 31,7% teurer als im vergleichbaren Vorjahresmonat. Der Einfuhrpreisindex für Getreide lag im Mai 2011 um 69,2% höher als im Mai 2010. Rohkaffee kostete 60,5% mehr als im Mai 2010. Schuld daran sind klimabedingte Ernteausfälle und die steigende Nachfrage nach Lebensmitteln durch die wachsende Weltbevölkerung.

Ein ähnliches Bild zeichnet der Index der Großhandelspreise, der im Juni 2011 um 8,5% über dem Stand von Juni 2010 lag. Im Vorjahresvergleich stiegen die Großhandelspreise für Getreide, Saatgut und Futtermittel um 65,6%. Die Großhandelspreise für Kaffee, Tee, Kakao und Gewürze lagen im Juni 2011 um 36,7% über dem Niveau von Juni 2010. Im Großhandel mit festen Brennstoffen und Mineralölerzeugnissen lag das Preisniveau im Juni 2011 um 14,3% über dem von Juni 2010. Die Großhandelspreise für Erze, Metalle und Metallhalbzeug lagen im Juni 2011 um 7,5% über denen von Juni 2010.

Immerhin lag der Index der Einfuhrpreise nach Jahresveränderungsraten von + 9,4% im April und + 11,3% im März im Mai 2011 nur noch um 8,1% über dem Vorjahresstand. Auch der Index der Großhandelspreise ist nach Jahresveränderungsraten von + 8,9% im Mai und von + 9,2% im April rückläufig. Der HWWI-Rohstoffpreisindex (ohne Energie) ist in den letzten zwei

Jahren um etwa 90% gestiegen, aber auch er sinkt am aktuellen Rand leicht. Ein Hoffnungsschimmer, der trügen könnte.

Verknappung agrarischer und metallischer Rohstoffe

Wie sich die Rohstoffpreise in Zukunft entwickeln werden, kann niemand wirklich prognostizieren. Eines aber weiß man: Die Rohstoffvorkommen sind endlich, und es wird immer kostspieliger, die Vorkommen auszubeuten. Der Kampf um Rohstoffe wird schärfer und härter werden. Das zeigt das Verhalten Chinas. Die Welthandelsorganisation WTO hat das Land Anfang Juli wegen seiner Beschränkungen des Exports von Bodenschätzen wie Zink und der so genannten Seltenen Erden gerügt. China ist inzwischen selbstbewusst genug, sich vom Urteil der WTO nicht beeindrucken zu lassen. Der Westen muss sich schlicht damit abfinden, dass China auf absehbare Zeit der bedeutendste Produzent von Seltenen Erden bleiben wird: 97% werden im Reich der Mitte abgebaut (vgl. Liebrich 2011). Bisher konnte das Land diese Rohstoffe extrem preisgünstig bereitstellen, weil es keinen Wert auf Umweltschutz und Sicherheit für die Bergarbeiter legte. Diese Phase des Raubbaus an Natur und Mensch geht zu Ende, mit schwerwiegenden Folgen für die Rohstoffpreise. Die erhöhten Rohstoff- und Energiepreise werden die Produktion weiter verteuern. Und die Industrie wird die erhöhten Produktionskosten demnächst sicher an die Kunden weitergeben. Zum Teil tut sie es bereits.

Ein Beispiel: Die Baumwollpreise sind enorm gestiegen. Anfangs 2011 notierte der Baumwollpreis an der New Yorker Terminbörse bei 169,39 Cent pro Pfund für den Verkaufsmonat März 2011, im Vergleich zur Vorjahresnotierung mit 69,23 Cent pro Pfund Anfang 2010, ein Anstieg von 145%. Im Januar 2010 stand der Index der Bremer Baumwollbörse bei 80,40 Cent pro Pfund. Ein Jahr später notierte er mit 205,15 Cent pro Pfund, was einem Anstieg von 155% entspricht. Der Baumwollpreis befindet sich auf einem bisher nicht gekannten Preisniveau. Experten wissen warum: Da ist zum einen die Exportsituation der USA mit nahezu ausverkaufter Ernte. Dann fällt die eigene Nachfrage Chinas, des größten Baumwollproduzenten und -verarbeiters, höher aus als erwartet. In der Folge sind die Gewinne einer Textilkette wie Hennes & Mauritz im ersten Halbjahr deutlich geschrumpft. Der Nettoertrag fiel um 23% auf rund 750 Mill. Euro. Und die Konsumentenpreise? Der »Herrenberufsanzug« ist aktuell mit einem Anstieg von 14,4% die Indexposition mit der siebtgrößten Preissteigerung. Im Dezember wurde diese Indexposition noch um 3,9% billiger! »Damenjacken« wurden im Juni 2011 um 9,7% teurer, im Dezember 2010 waren sie noch nur um 6,4% teurer geworden. Hand-, Bade- oder Gästetücher wurden im Juni um 5,7% teurer, im Dezember 2010 waren es noch nur 3,7%.

Längst sind agrarische und metallische Rohstoffe überdies Spekulationsobjekte. Die Aussicht auf steigende Preise hat die Spekulanten auf den Plan gerufen. Für Börseninsider ist klar, dass Anleger bei Rohstoffen zugreifen. Nicht nur Weizen, Reis und Mais sind gefragt, auch Erze, Kohle und Öl. Der Ansturm auf die jeweiligen Wertpapiere treibt die Preise weiter hoch. Eine Studie von Flassbeck und Koautoren (2011) hat gezeigt, dass Angebot und Nachfrage im traditionellen Sinn allein die Rohstoffpreise nicht zuverlässig bestimmen. Für die Autoren besteht kein Zweifel daran, dass die Finanzspekulation die Preisschwankungen bei Rohstoffen verstärkt. In den letzten Jahren entdeckten Investoren Rohstoffe als eigenständige Anlagekategorie. Es fließen immer mehr Investorenmittel in Rohstoffanlagen. Die Risikoneigung der Investoren treibt die Preise weiter nach oben.

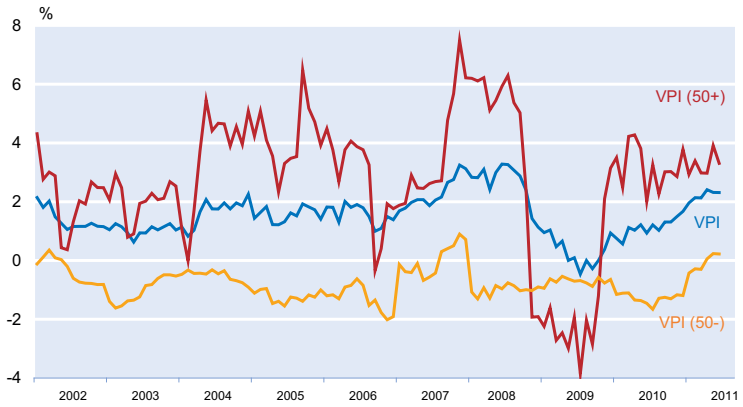
Aufwärtsdruck bei den langlebigen Gebrauchsgütern

Das Inflationsrisiko steigender Rohstoffpreise betrifft mit Lebensmittel und Energie vor allem solche Güter, die vom Durchschnittskonsumenten sehr häufig gekauft werden. Diese Güter bilden den rechten oberen Rand der Verteilung der nach Kaufhäufigkeit geordneten Güter. Diese Verteilung ist extrem rechtssteil. Nahrungsmittel machen etwa die Hälfte aller Güter des amtlichen Warenkorbs aus. Für die Wahrnehmung der Inflation durch die Konsumenten ist der obere Rand dieser Verteilung deshalb besonders wichtig. Für die allgemeine Teuerung ist aber vor allem der linke untere Rand dieser Verteilung von Bedeutung. Er umfasst langlebige Gebrauchsgüter wie etwa Waschmaschinen, Fernsehgeräte, Gefriertruhen, Geschirrspülmaschinen und DVD-Recorder, aber auch Nähmaschinen, Akkordeons, Autoreifen und -batterien und Ähnliches. Und dieser linke Rand der Verteilung birgt ein zusätzliches Inflationsrisiko, das bisher kaum gesehen wird.

Wir berechnen seit einigen Jahren den »Portemonnaie-Index« VPI(50+) der 50 kaufhäufigsten Güter. Dabei wird die Teuerung des oberen Randes der Verteilung der Güter nach Kaufhäufigkeit dadurch operationalisiert, dass man für die 50 kaufhäufigsten Güter einen herkömmlichen Preisindex berechnet. Analog kann man auch die Teuerung des unteren Randes dieser Verteilung dadurch operationalisieren, dass man für die 50 kaufseltensten Güter einen herkömmlichen Preisindex berechnet. In der folgenden Abbildung 2 sind die Entwicklungen des VPI(50+) der 50 kaufhäufigsten Güter und die des Index VPI(50–) der 50 kaufseltensten Güter seit der Einführung des Euro-Bargeldes dargestellt.

Abbildung 2 zeigt, dass die Indizes VPI(50+) und VPI(50–) sehr unterschiedlich verlaufen. Der VPI(50+) verläuft vergleichsweise volatil, was nicht überraschend ist. Schossen doch etwa die Preise der am häufigsten gekauften Lebensmittel, nämlich der Molkereiprodukte, Ende 2007 in die Höhe und beruhigten sich dann wieder. Bemerkenswert ist der Verlauf des VPI(50–). Seit Einführung des Eurobargeldes verläuft er fast immer im Negativen. Einen signifikanten Sprung machte er nur im Januar 2007. Damals wurde der Regelsteuersatz der

Abb. 2
VPI, VPI der 50 am häufigsten bzw. der 50 am seltensten gekauften Güter



Quelle: CEStat.ch Universität Fribourg.

Mehrwertsteuer von 16 auf 19% angehoben. Diese Steuererhöhung betraf aber nur die voll besteuerten Waren und Dienstleistungen. Diese machen nur rund die Hälfte der Verbrauchsausgaben der privaten Haushalte aus. Der ermäßigte Steuersatz für Lebensmittel blieb unverändert. Deshalb schien die Mehrwertsteuererhöhung im VPI kaum auf.

Was sich auf den VPI kaum auswirkte, hatte jedoch einen signifikanten Einfluss auf den VPI(50–). Die 50 kaufseltensten Güter umfassen schließlich ausschließlich Güter, die dem Regelsteuersatz unterliegen. In der zweiten Jahreshälfte durchstieß der VPI(50–) im Zuge der allgemeinen Teuerung die Nulllinie. Aber schon im Januar 2008 fiel er wieder ins Negative. Dort blieb er bis in den April dieses Jahres mit einem Wert, der im Durchschnitt bis einschließlich März dieses Jahres bei knapp – 1% lag. Die nahezu permanente Verbilligung bei den kaufseltenen Gütern, die im VPI immerhin mehr als 40% ausmachen, trug also lange Zeit wesentlich dazu bei, dass die allgemeine Teuerung relativ moderat ausfiel.

Schaut man sich die Verläufe von VPI und VPI(50+) sowie VPI(50–) am aktuellen Rand an, so erkennt man, dass sich der VPI(50+) kaum verändert, er liegt nur knapp über dem Durchschnittswert von 3,2%, um den er seit Januar 2010 pendelt. Im Juni ist er sogar leicht zurückgegangen. Der IWI ist deshalb auch leicht gesunken. Der VPI steigt aber seit Anfang 2010 mehr oder weniger kontinuierlich an. Das kann aber nicht an den Lebensmittel- und Energiepreisen liegen, denn dann müsste auch der VPI(50+) steigen. Der Anstieg des VPI liegt am Anstieg des VPI(50–), der sich praktisch im Gleichklang mit dem VPI bewegt.

Neue Facette der Globalisierung

Im April 2011 lag der VPI(50–) – sieht man von der vor allem durch eine Steuererhöhung bedingte Irregularität in 2007 ab – erstmals im Positiven und stieg im Juni auf 0,22%. Welche Güter sind für den VPI(50–) wesentlich? Er umfasst alle oben genannten langlebigen Gebrauchsgüter von Waschmaschinen und Fernsehgeräten bis Nähmaschinen, Akkordeons, Autoreifen. Waschmaschinen etwa wurden noch im Dezember 2010 um 3,1% billiger, im Juni 2011 nur noch um 2,7%, die Verbilligung von Fernsehgeräten sank im gleichen Zeitraum von – 17,5 auf – 14,5%, die von Nähmaschinen von – 3,6 auf – 1,1% und die von DVD-Recordern von – 4,3 auf – 1,9%. Was haben diese Güter gemeinsam? Sie werden zu wesentlichen Teilen in China und anderen asiatischen Niedriglohnländern produziert.

Vor allem in China, aber auch in Indien boomt die Konjunktur. Die Teuerung in China hat mit über 6% den höchsten Stand seit fast drei Jahren erreicht. Die UBS rechnet allein für Lebensmittel gegenüber dem Juni 2010 mit einer Teuerung von 14%. Im Mai hatte die Teuerungsrate noch bei 5,5% gelegen. Die chinesische Zentralbank steuert energisch dagegen: Sie hob in diesem Jahr schon dreimal die Leitzinsen und erhöhte seit Jahresbeginn monatlich die Mindestreserveanforderungen für die Banken. Manche chinesische Unternehmen haben unter dem Druck der Mitarbeiter ihre Löhne massiv erhöht. Der Boom in den Schwellenländern verteuert aber die dortige Produktion. Deutschland ist mit einer »neuen Facette der Globalisierung« (Bayer 2011) konfrontiert.

Die Verläufe der Indizes VPI(50–) und VPI(50+) zeigen, dass die Verlagerung der Produktion in Niedriglohnländer in den letzten Jahren wesentlich dazu beigetragen hat, die inflationären Tendenzen in Deutschland zu dämpfen. Bei boomender Konjunktur mit steigenden Löhnen in China und anderswo wird man sich von diesem Dämpfungseffekt verabschieden müssen, und zwar auf längere Sicht. Eine wesentliche Inflationsgefahr besteht also darin, dass die dämpfende Wirkung der Preisentwicklung bei den kaufseltenen langlebigen Gebrauchsgütern zu Ende geht.

Was auch immer die EZB macht, gegen diese Entwicklung ist sie ebenso machtlos wie gegen die Explosion der Rohstoffpreise und den wachsenden Einfluss der Rohstoffspekulation. Das Drehen an der an der Zinsschraube wirkt da eher hilflos.

Literatur

Bayer, H. (2011), »Inflation – ein ungebetener Gast nistet sich ein.« *Postbank Perspektiven*, Mai, 3–5.
Flassbeck, H., D. Bicchetti, J. Mayer und K. Rietzler (2011), *Price formation in financialized commodity markets: The role of information*, United Nations Publication, Untad/GDS/2011/1, United Nations, Genf.
Hickel, R. (2011), »Die andere Inflation«, *Süddeutsche Zeitung* Nr. 146, 28. Juni, 22.
Liebrich, S. (2011), »Heuchler im Handelskrieg«, *Süddeutsche Zeitung* Nr. 154, 7. Juli, 23.