

## Konjunkturschlaglicht

## EZB: Geldpolitik im heterogenen Währungsraum

Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) steht unverändert vor einem schwierigen Mix aus Schuldenkrise, schleppender und asymmetrischer Konjunkturerholung im Euroraum sowie den Nachwirkungen der Finanzkrise im Bankensektor. Vor diesem Hintergrund ist zu erwarten, dass die EZB den Leitzins erst im nächsten Jahr vorsichtig anheben wird. Die Geldpolitik könnte jedoch durch die Rücknahme unkonventioneller Maßnahmen, die in der Krise notwendig geworden waren, schon in den nächsten Monaten etwas weniger expansiv ausgerichtet sein. Konjunkturell bedingt dürfte die Inflation auf absehbare Zeit niedrig bleiben. Die Kapazitäten sind nach wie vor unterausgelastet, so dass von der Lohnseite kaum Inflationsdruck ausgeht. Solange die Investitionsdynamik im Unternehmenssektor gering bleibt, ist ein selbsttragender Aufschwung nicht in Sicht. Sollte es zu einer Stagnation kommen, ist ein Deflationsszenario weiter nicht ausgeschlossen. Ein Policy-Mix aus Geld- und Fiskalpolitik ist daher weiterhin zur Stabilisierung erforderlich. In einem nach wie vor durch Unsicherheit geprägten makroökonomischen Umfeld ist eine Geldpolitik geboten, die extreme Fehler vermeidet.

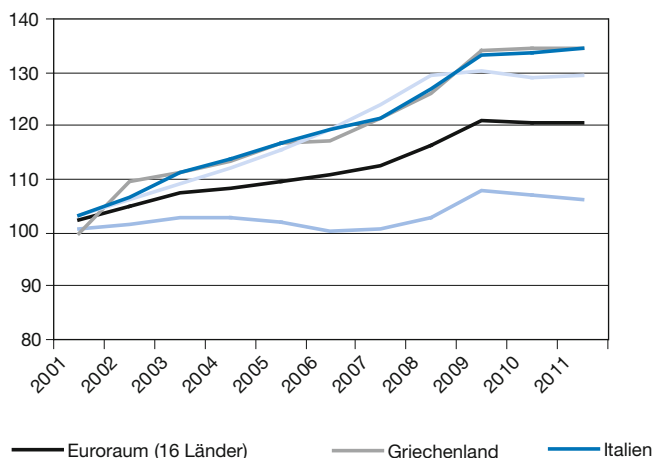
In diesem Monat werden die Ergebnisse des Stresstests europäischer Banken veröffentlicht. Diese sollen Aufschluss darüber geben, wie robust der Bankensektor gegenüber weiteren Schocks ist, die sich u.a. aus einem

starken Engagement in Staatsanleihen ergeben könnten. Der Hintergrund hierfür ist, dass es in den letzten Monaten, ausgehend von Griechenland, zu einer Schuldenkrise im Euroraum gekommen ist, die für einige Mitgliedsländer zu einem extremen Anstieg der Risikoprämien auf Staatsanleihen geführt hat. Zugleich hat der Euro gegenüber dem US-Dollar stark abgewertet. Obgleich das Ausmaß der Abwertung nicht besorgniserregend ist (in Kaufkraftparitäten gemessen ist der Euro nicht unterbewertet), kann die Euro-Schwäche dennoch als Indiz für mangelndes Vertrauen der Märkte in die institutionelle Stabilität des Euroraums interpretiert werden. Der Ankauf griechischer Staatsanleihen mit geringer Bonität durch die EZB hat kurzfristig zwar die Spekulation gegen den Euro aus dem Markt genommen, die Risikoprämien wieder gesenkt und darüber hinaus den europäischen Geldmarkt stabilisiert. Zugleich sind dadurch aber Zweifel an der politischen Unabhängigkeit der EZB aufgekommen, die langfristig der Glaubwürdigkeit der EZB schaden könnten.

Die ökonomischen Ursachen der europäischen Schuldenkrise liegen indes tiefer. Ohne den Wechselkursmechanismus müssen Unterschiede in der Produktivitätsentwicklung (und somit der Wettbewerbsfähigkeit) innerhalb des Euroraums durch Preise und Einkommen ausgeglichen werden. Sind Preise und Löhne aber rigide, divergieren die Lohnstückkosten und es kommt zu

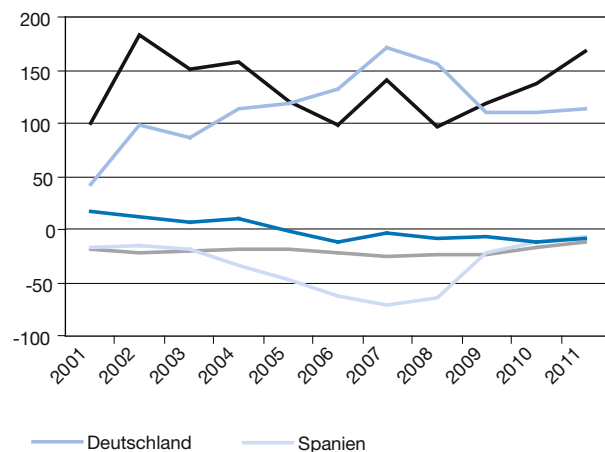
## Lohnstückkosten

(2000 = 100)



## Leistungsbilanzsaldo in jeweiligen Preisen

(in Mrd. Euro)



Quelle: European Commission 2010.

steigenden Leistungsbilanzungleichgewichten (vgl. Abbildungen). Statt notwendige Reformen durchzusetzen, gehen die Defizitstaaten den politisch opportunen Weg der Verschuldung. Insoweit sind Leistungsbilanzungleichgewichte und steigende Staatsverschuldung die Folge struktureller Divergenz, die im Ausgang der Krise durch die asymmetrische Konjunkturerholung im Euroraum besonders deutlich wird. Da der Euroraum in diesem Sinne keinen optimalen Währungsraum darstellt, steht die Geldpolitik unter dem Druck, diesen Defekt zu korrigieren.

Jüngst hat Olivier Blanchard, Chefökonom des Internationalen Währungsfonds (IWF), vorgeschlagen, die Zielinflationsrate von 2% auf 4% heraufzusetzen, um in Krisen einen größeren geldpolitischen Spielraum zu besitzen und Szenarien einer Liquiditätsfalle wie in Japan zu vermeiden. Für diesen Vorschlag ist Blanchard zum Teil heftig kritisiert worden. Das zugrunde liegende theoretische

Argument ist jedoch für die Geldpolitik der EZB von praktischer Relevanz: Bei einer Zielinflation von 2% können große Unterschiede in der Produktivitätsentwicklung eine Lohndeflation in einigen Ländern notwendig machen, um Unterschiede in der Wettbewerbsfähigkeit auszugleichen. Sind Preise und Löhne aber rigide, sind Leistungsbilanzungleichgewichte und steigende Staatsverschuldung die Folge. Insoweit kann eine höhere Zielinflationsrate helfen, die Kosten realer Anpassungsprozesse innerhalb des nach wie vor heterogenen Euroraums zu senken. Den Übergang von 2% auf 4% Zielinflationsrate zu kommunizieren, ist jedoch äußerst schwierig und kann Reputation und Glaubwürdigkeit der EZB gefährden. Vor diesem Hintergrund ist eine stärkere institutionalisierte Verpflichtung der Euro-Länder zu struktureller Konvergenz vorzuziehen.

Henning Vöpel  
[voepel@hwwi.org](mailto:voepel@hwwi.org)