

Armin Steinbach

Gefährliche Inflationsunterschiede in der Eurozone

Die letzte Leitzinserhöhung der Europäischen Zentralbank (EZB) birgt ein Risiko: Noch nie war das Inflationsdifferential in der Eurozone zum Zeitpunkt einer Zinserhöhung so hoch wie heute. In einem solchen Umfeld kann die Zinspolitik kontraproduktiv wirken. Der Beitrag erläutert Konsequenzen und Lösungsvorschläge, wie das makroökonomische Umfeld für die EZB-Zinspolitik verbessert werden kann.

Zum ersten Mal seit knapp drei Jahren hat die EZB am 7. April ihren Leitzins erhöht. Für das Zusammenwirken der europäischen Geldpolitik mit der Fiskal- und Lohnpolitik der Mitgliedstaaten bedeutet dies eine Belastungsprobe. Die Inflationsraten der Euromitglieder haben nicht nur spürbar angezogen, sie driften auch zunehmend auseinander. Noch nie war das Inflationsdifferential in der Eurozone zum Zeitpunkt einer Zinserhöhung so hoch wie heute: Die Spanne reicht von 0,9% in Irland über 2,2% in Deutschland bis zu 5,5% in Estland. Damit beträgt die Spreizung 4,6 Prozentpunkte.¹ Zum Vergleich: 1997, dem Basisjahr für den „Konvergenztest“ zum Euro-Beitritt, betrug die Differenz nur 0,7 Prozentpunkte – der Unterschied in den Inflationen ist heute fast siebenmal so hoch wie zu Beginn der Währungsunion! Und selbst in den Jahren der bisherigen EZB-Zinserhöhungen betrug die Unterschiede in den nationalen Inflationsraten maximal 2,8 Prozentpunkte.

EZB-Zinspolitik verliert zunehmend an Treffsicherheit

Dabei gilt: Je unterschiedlicher die Inflationsraten in der Eurozone sind, umso weniger treffsicher wirkt die EZB-Zinspolitik. Denn wenn die Spreizung der nationalen Inflationsraten um die durchschnittliche Euro-Inflationsrate zu groß wird, dann mag zwar die Geldpolitik im Durchschnitt angemessen sein. Für einige Euroländer wirkt sie aber expansiv, für andere restriktiv. Länder mit höheren Inflationsraten haben niedrigere Realzinsen. Dadurch wird die wirtschaftliche Aktivität zusätzlich angeregt und der Preisdruck weiter erhöht. Länder mit niedrigeren Inflationsraten hingegen haben höhere Realzinsen und werden zusätzlich gebremst. Irland z.B. wird aufgrund einer niedrigen Inflation noch höhere Realzinsen haben: Das wirkt nicht gerade als Impuls für die dahinsiechende Wirtschaft, die im letzten Quartal 2010 um 1,6% schrumpfte. Für Länder wie Finnland, Luxemburg oder Deutschland, wo die Wirtschaft brummt und die Inflation anzieht, kommt die Zinserhöhung hingegen gerade recht. Und für Estland wird der Zinsschritt höchste Zeit, um Überhitzungen zu vermeiden.

Richtig ist zwar auch, dass die genannten Auswirkungen der Realzinsdifferenzen im Euroraum teilweise durch

Außenhandelseffekte entkräftet werden. Denn dem beschriebenen Realzinskanal wirkt der reale Wechselkurskanal entgegen: Während ein Land mit einer höheren Inflationsrate einen niedrigeren Realzins aufweist, was zu einer Stimulierung von Investition und Konsum führen kann (Realzinskanal), sorgt die höhere Inflation auch dafür, dass sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit verschlechtert, was zu einer Minderung der ausländischen Nachfrage führt (Wechselkurskanal).² Länder mit geringen Preissteigerungsraten (und damit hohen Realzinsen) gewinnen an preislicher Wettbewerbsfähigkeit. So konnte z.B. Deutschland trotz einer konstanten Investitionsschwäche (die auch auf ein hohes Realzinsniveau zurückzuführen war) seine preisliche Wettbewerbsfähigkeit verbessern, weil es aufgrund seiner unterdurchschnittlichen Inflation an preislicher Wettbewerbsfähigkeit gewinnen konnte. Länder mit höheren Inflationsraten wie Spanien, Irland oder Portugal hingegen verloren bei niedrigem Realzins tendenziell an preislicher Wettbewerbsfähigkeit.

Der mit der Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit verbundene stabilisierende Außenhandelseffekt kann somit ein Gegengewicht zum Realzinseffekt bilden. Allerdings gilt: Die Änderung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit dauert deutlich länger als Änderungen des Realzinses. Somit kommt es erst nach einigen Jahren (oder gar Jahrzehnten) zu einer Korrektur der Spirale aus Inflationserhöhung und Realzinssenkung.³ Außerdem bleibt bei divergierenden Realzinsen das beschriebene Phänomen unterschiedlicher Verschuldungs- und Investitionsanreize innerhalb der Eurozone bestehen. Divergierende Inflationsraten können zu Verzerrungen bis hin zu Blasen auf Aktien- und Immobilienmärkten führen.

Das Inflationsgefälle kann auch nicht mit dem Balassa-Samuelson-Effekt plausibel gemacht werden: Danach kommt eine höhere Inflation in aufholenden Volkswirtschaften dadurch zustande, dass eine steigende Arbeitsproduktivität im Bereich handelbarer Güter zu steigenden Löhnen in die-

¹ Jeweils auf Grundlage der Zahlen von Eurostat für März 2011.

² S. Dullien, U. Fritsche: Anhaltende Divergenz bei Inflations- und Lohnentwicklung in der Eurozone: Gefahr für die Währungsunion?, in: Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, 76. Jg. (2007), H. 4, S. 56-76.

³ H. Enderlein: Die Krise im Euro-Raum: Auslöser, Antworten, Ausblick, in: Das Parlament, Aus Politik und Zeitgeschichte, Nr. 43, 25.10.2010.

Dr. Armin Steinbach ist Mitarbeiter im Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie in Berlin. Der Beitrag spiegelt die persönliche Auffassung des Autors wider.

sem Sektor führt und diese Lohnzuwächse auf Sektoren mit nichthandelbaren Gütern ausstrahlen, selbst wenn in diesen die Produktivitätszuwächse niedriger ausfallen. Resultat des Balassa-Samuelson-Effekts ist es, dass dort die Löhne stärker steigen als die Durchschnittsproduktivität einer Volkswirtschaft und die Inflation antreiben. Allerdings taugt dieser Ansatz schon deshalb nicht zur Erklärung der persistenten Inflationsunterschiede, weil Euroländer mit hohem Produktivitätswachstum in der Regel nicht über-, sondern unterdurchschnittliche Inflationsraten aufwiesen.⁴

Denkbar wäre, dass der gegenwärtige Inflationsdruck in der EU vor allem einer Reihe von Mehrwertsteuererhöhungen geschuldet ist und somit keinen realen Preisanstieg reflektiert. In der Tat haben einige Staaten jüngst mehrprozentige Mehrwertsteuererhöhungen initiiert, um damit Staatseinnahmen zum Abbau der Verschuldung zu generieren. Allein Spanien, Portugal, Irland, Griechenland und Großbritannien haben zuletzt eine Erhöhung durchgesetzt (oder angekündigt). Doch selbst wenn ein Teil des Preisdrucks diesen Steuererhöhungen zugeschrieben würde, änderte sich nichts am Phänomen der Inflationsdifferenziale: Irland bleibt trotz Mehrwertsteuererhöhung das Land mit der niedrigsten Inflation im Euroraum (0,9%) – ohne die Steuererhöhung wäre die Inflationsrate wohl noch niedriger. Am oberen Ende sorgen Länder wie Estland (5,5%), Luxemburg (3,9%), Finnland und Belgien (je 3,5%) auch ohne Mehrwertsteuererhöhungen für eine breite Inflationsstreuung.

Neben der Inflationsstreuung gibt es in der EU das Novum, dass in einigen Ländern gar von „Stagflation“ gesprochen werden kann: In Spanien, Portugal und Großbritannien liegen die Inflationsraten deutlich über 3%, und das Wachstum in allen drei Ländern ist im letzten Quartal 2010 sogar negativ gewesen. In Großbritannien hielt die Notenbank trotz Inflationsdrucks die Zinsen bislang niedrig – das britische Spardiktat und eine satte Mehrwertsteuererhöhung lassen einen dauerhaften Höhenflug der Inflation unwahrscheinlich erscheinen. Die Regierungen in Portugal und Spanien müssen sich hingegen bei gleicher Inflation trotz ähnlich ambitionierter Sparvorhaben auf steigende Realzinsen einstellen. Das hat gleich

4 K. Lommatzsch, S. Tober: Euro-Area Inflation: Does the Balassa-Samuelson effect matter?, in: International Economics and Economic Policy, Vol. 3 (2), November 2006, S. 105-136.

zwei nachteilige Effekte für diese Länder: Zum einen werden die Konsum- und Investitionstätigkeit in den ohnehin arg gebeutelten Volkswirtschaften weiter abgeschwächt. Zum anderen werden zusätzliche Belastungen für jene Privatschuldner geschaffen, die infolge des Immobilienbooms stark verschuldet sind. Denn ein Großteil der Immobilienkredite ist in Spanien in variablen Zinsen ausgestellt – anders als in Deutschland, wo die Hypothekenzinsen regelmäßig fix sind. Die EZB-Zinserhöhung führt damit zu höheren Zinszahlungsbelastungen. Und das erhöht die Wahrscheinlichkeit von weiteren Zahlungsausfällen privater Schuldner. Unterm Strich steht damit fest: Noch nie traf eine Zinserhöhung der EZB auf so unterschiedliche makroökonomische Bedingungen in den einzelnen Euroländern wie heute. Die Zinspolitik der EZB büßt damit zunehmend an Zielgenauigkeit ein und verzerrt die Anpassungsprozesse der einzelnen Volkswirtschaften.

Mehr makroökonomische Koordinierung = zielgenaue Geldpolitik

Eine Lösung des Problems muss bei einer größeren Konvergenz der Euroländer ansetzen. Die von vielen bei Einführung des Euro prognostizierte Angleichung der makroökonomischen Entwicklung erweist sich heute als Illusion. Eine einheitliche Geldpolitik allein schafft noch keinen Gleichklang. Nötig ist eine verstärkte Koordinierung von Fiskal- und Lohnpolitik. Die makroökonomischen Indikatoren dürfen nicht länger unabhängig nebeneinander stehen, sondern sollten miteinander abgestimmt werden. Das jüngst verabschiedete Euro-Regelwerk macht einen ersten Schritt: Die fiskalpolitische Stabilität wird durch ein makroökonomisches Überwachungssystem flankiert. Mit einem „Scoreboard“ werden anhand wichtiger Indikatoren übermäßige Ungleichgewichte in und zwischen den Mitgliedstaaten frühzeitig erkannt und korrigiert. Damit können die bisher vernachlässigten Leistungsbilanzungleichgewichte, Immobilienpreise und privaten Schulden besser abgebildet werden.

Die anwachsenden Inflationsdifferenziale innerhalb der Eurozone machen auch eine europäische Lohnkoordinierung erforderlich. Denn der Wirkungsgrad der Geldpolitik steigt mit größerer Konvergenz der lohninduzierten Inflationsraten. Mehr denn je gilt das Gebot der Lohnorientierung am Produktivitätsfortschritt. Dauerhaft zu hohe Lohnabschlüsse verschlechtern die preisliche Wettbewerbsfähigkeit und treiben die Inflation. Dauerhaft zu niedrige Lohnabschlüsse schwächen die Binnennachfrage und wirken deflationär. Dabei sollte die Lohnformel „Produktivität plus EZB-Zielinflation“ nicht die tatsächliche Inflation berücksichtigen, sondern die Zielinflation der EZB. Damit werden zum einen Lohn-Preis-Spiralen vermieden, weil sich eine steigende Inflation nur maximal bis zur Zielinflation (aber nicht darüber hinaus) in den Lohnsteigerungen niederschlagen würde. Gleichzeitig würden Länder mit notorisch unterdurchschnittlicher Inflation damit auf den

Pfad der Zielinflation gebracht. Mit dieser Lohnformel sollten europäische Gewerkschafts- und Arbeitgeberverbände ihre Lohnverhandlungen im Rahmen einer Selbstverpflichtung stärker miteinander koordinieren. Die Tarifautonomie bliebe dabei unberührt. Und die Nationalstaaten sollten ihren lohnpolitischen Hebel durch Erhöhung beziehungsweise Absenkung von Mindestlöhnen einsetzen, je nachdem ob die Erreichung des EZB-Inflationsziels eine Lohnentwicklung nach oben oder unten erforderlich macht.

„Konvergenz-Fonds“ statt Rettungsfonds

Neben einem Überwachungssystem und lohnpolitischer Koordinierung hängt eine Konvergenz auch von einer Stärkung fiskalpolitischer Maßnahmen auf EU-Ebene ab. Nur eine „intelligente“ Ausweitung zentraler fiskalpolitischer Maßnahmen kann frühzeitig helfen, ein Auseinanderdriften im Euroraum abzumildern. Dabei gilt der Grundsatz: Vorsorge ist besser als Nachsorge. Die „reaktive“ Transferunion in Gestalt des European Stability Mechanism (ESM) ist der falsche Weg: Notfallkredite ohne Gläubigerbeteiligung setzen Marktanzreize außer Kraft, belasten die Steuerzahler und bergen politisches Spannungspotential zwischen den Euroländern. Günstiger ist für den Steuerzahler eine „präventive“ Transferunion: Durch einen Ausbau der bestehenden Struktur- und Kohäsionsmittel als „Konvergenz-Fonds“. Eine substantielle Erweiterung der Mittel versetzt die Europäische Union in die Lage, strukturelle Ungleichgewichte innerhalb der Eurozone zu beheben. Asymmetrischen Entwicklungen innerhalb des Euroraums kann so frühzeitig begegnet werden. Das Risiko einer späteren Vergemeinschaftung von Schulden wie es gegenwärtig durch den ESM praktiziert wird, könnte so reduziert werden.

Der „Konvergenz-Fonds“ sollte an die erwähnte „Scoreboard-Analyse“ der makroökonomischen Indikatoren durch die Europäische Kommission gekoppelt sein. Die dort festgestellten Ungleichgewichte sollten die Grundlage für Vorschläge für nationale und europäische Maßnahmen zur Rückführung der Ungleichgewichte bilden. Der „Konvergenz-Fonds“ könnte seine Aufgabe z.B. darin sehen, die bestehenden Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb der Eurozone abzubauen, was bedeutet, dass auch Länder wie Deutschland ihre Binnennachfrage durch eine expansivere Fiskalpolitik stärken sollten. Durch den „Konvergenz-Fonds“ könnten Investitionen in Deutschland gefördert und unterstützt werden. Daran wird deutlich, dass die Art der Mittelzuwendung nicht der Logik der Rettungsschirme folgt, die faktisch einen „Einbahnstraßen-Transfer“ von solventen Euroländern zu den Gläubigern der Schuldnerstaaten bedeutet. Damit würde die Verwendung der Mittel aus dem EU-Haushalt weniger zulasten der Nettozahler gehen – diese könnten zukünftig auch mit substantiellen Rückflüssen aus den „Konvergenz-Fonds“ rechnen, was ihre Bereitschaft zur Finanzierung eines solchen Fonds erhöhen sollte.

Vollbeschäftigung als EZB-Ziel nach US-Vorbild?

Bleibt die Frage nach der Koordinierung von Fiskal- und Geldpolitik. Die US-Notenbank bietet ein Beispiel für die doppelte Zielsetzung von Preisstabilität und Vollbeschäftigung. Teilweise wird der EZB vorgeworfen, durch ihre einseitig an der Preisstabilität orientierte Geldpolitik würde sie Wachstumskräfte schwächen. Richtig ist allerdings, dass allein eine strikt an Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik eine höhere makroökonomische Konvergenz gewährleisten kann. Für die EZB taugt das amerikanische Vorbild nicht – eine Erweiterung des EZB-Mandats zugunsten des Ziels der Vollbeschäftigung liefe dem Ziel makroökonomischer Konvergenz zuwider.

Zwar dürfte eine Erweiterung des EZB-Mandats einerseits noch nicht zwangsläufig eine ausufernde durchschnittliche Inflationsrate zur Folge haben: So schwankte in den USA die Inflation zwischen 1997 und 2007 zwischen 1,4% und 3,4% – in der Eurozone oszillierte die Inflation hingegen im selben Zeitraum zwischen 1,2% und 2,4%. Andererseits würde der genannte Trend zur Spreizung der Inflationsraten innerhalb der Eurozone noch beschleunigt: Denn Investitionsentscheidungen orientieren sich eher an den langfristigen Realzinsen auf Basis der langfristigen Inflationserwartungen als an der aktuellen Inflation. Nur bei einer strikt an Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik orientieren sich die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer langfristig stärker an der von der Zentralbank angestrebten Zielinflation, d.h. nahe, aber unter 2%. Würde die EU nach dem US-Vorbild neben das Ziel der Preisstabilität gleichwertig die Vollbeschäftigung setzen, würde dies dazu führen, dass sich die Inflationserwartung tendenziell weniger stark an der EZB-Zielinflation orientieren würde. Die Inflationserwartungen der einzelnen Euromitglieder würden sich weiter ausdifferenzieren als bisher. Damit würden sich auch die Realzinsen zunehmend unterschiedlich entwickeln. Somit ist Geldwertstabilität durch die Stabilisierung der Inflationserwartungen der Garant für eine Konvergenz der Investitionsbedingungen.

Im Ergebnis gilt: Die aktuelle Zinserhöhung der EZB offenbart das alte Dilemma der Wirtschafts- und Währungsunion – eine einheitliche Währungs- und Geldpolitik bei gleichzeitig unkoordinierter und heterogener Wirtschaftspolitik. Angesichts divergierender makroökonomischer Entwicklungen stößt die Wirksamkeit der Geldpolitik an ihre Grenzen. Um der Leitzinspolitik der EZB wieder zu mehr Zielgenauigkeit zu verhelfen, bedarf es einer koordinierten Wirtschaftspolitik mit dem Ziel größerer makroökonomischer Konvergenz. Das gelingt in Gestalt einer Überwachung makroökonomischer Indikatoren, einer lohnpolitischen Koordinierung und der Ausstattung eines „Konvergenz-Fonds“, dessen Funktion die frühzeitige Reduzierung makroökonomischer Ungleichgewichte sein sollte.