

Die Geldpolitik im Euroraum wird unter europäischen Politikern wieder einmal kontrovers diskutiert. Während die EZB entschlossen scheint, die Leitzinsen weiter anzuheben, raten verschiedene Finanzminister zur Zurückhaltung. Sie verweisen auf den bei einer Kernrate von 1,5% in der Grundtendenz niedrigen Preisanstieg und auf Prognosen, die für das nächste Jahr von einer zumindest vorübergehend merklichen Verlangsamung der seit etwa einem Jahr deutlich gefestigten Konjunktur ausgehen. Ihre Position wird durch den Fall der Gesamtinflationsrate im Herbst auf nur noch 1,6% gestärkt. Er resultierte weitgehend aus einem raschen Rückgang der Ölpreise, verstärkt durch einen Basiseffekt – vor einem Jahr war der Ölpreis kräftig gestiegen. Auch sind die Perspektiven für ein längeres Verharren des Ölpreises auf dem gegenwärtigen Niveau günstig.

Zudem ist der hausgemachte Preisauftrieb gering. Anders als bei früheren negativen Ölpreisschocks hat sich in den vergangenen Jahren trotz einer expansiv ausgerichteten Geldpolitik keine Inflationsverstärkung oder gar -spirale entwickelt. Vielmehr zeigen Umfragen ebenso wie Finanzmarktdaten unverändert geringe Inflationserwartungen und damit ein ungebrochen hohes Stabilitätsvertrauen in die EZB. Erleichtert wurde die weitgehende Preisstabilität durch einen scharfen Wettbewerb. Bei der in den vergangenen Jahren schwachen Binnenkonjunktur war teilweise sogar eine Überwälzung der steigenden Energiekosten schwierig. Zudem ist die Konkurrenz durch ausländische Anbieter, verstärkt durch eine Aufwertung des Euro, sehr intensiv. Dazu tragen vor allem eine Reihe von Emerging markets bei, nicht zuletzt Ostasien und viele osteuropäische



Günter Weinert
Inflationäre Risiken im Euroraum

Länder. Vor allem aber blieb der Lohnanstieg bei hoher Arbeitslosigkeit und wenig günstigen Beschäftigungsperspektiven mäßig. Einsicht in die Unmöglichkeit, eine über verschlechterte Terms of Trade bewirkte Umverteilung zugunsten des Auslands durch einen kräftigeren Lohnanstieg zu kompensieren, spielte dabei ebenso eine Rolle wie der Globalisierungsdruck.

Vor etwa einem Jahr hat sich aber im Euroraum ein Aufschwung durchgesetzt: Die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten sind inzwischen wieder deutlich höher ausgelastet. Der Aufschwung ist auch am Arbeitsmarkt angekommen. Die Beschäftigung steigt deutlich, und die Arbeitslosenquote ist erheblich gesunken. Mit knapp 8% ist sie zwar weiterhin hoch. Aber der überwiegende Teil davon ist struktureller Art, der kaum Einfluss auf das Lohnverhalten ausübt. Mit der Festigung der Konjunktur steigt die Gefahr einer Beschleunigung des Preisauftriebs ungeachtet der fortschreitenden Globalisierung. So weist die EZB darauf hin, dass die im längerfristigen Vergleich höheren Preise für Öl und andere Rohstoffe noch nicht vollständig überwältigt sind. Ohnehin wird die Teuerungsrate aufgrund

von Basiseffekten und höheren indirekten Steuern wieder steigen. Dies gilt insbesondere für Deutschland, wo sie infolge der Anhebung der Mehrwertsteuer zu Beginn des kommenden Jahres einen Sprung nach oben machen wird. Die in den folgenden Monaten anstehenden Lohnrunden könnten dadurch beeinflusst werden. Nachdem die über Jahre hinweg moderate Lohnentwicklung in Deutschland auch in anderen Ländern des Euroraums eher bremsend gewirkt haben dürfte, könnten stärkere Lohnanhebungen hier auf andere Länder des Euroraums ausstrahlen.

Die EZB sieht auch wegen der starken monetären Expansion Gefahren für die Preisstabilität. Vor allem die anhaltend kräftige Ausweitung des Kreditvolumens an den privaten Sektor spricht für eine hohe konjunkturelle Dynamik, die von der Geldpolitik bisher gefördert wurde. Dessen bedarf es angesichts eines gestärkten Aufschwungs nicht mehr. Der geldpolitische Expansionsgrad hat zwar mit den Zinsanhebungen seit dem Ende des vergangenen Jahres abgenommen. Aber der Leitzins ist noch nicht auf einem neutralen Niveau. Eine weitere Straffung erscheint auch deshalb als angemessen, als die geldpolitische Transmission angesichts der anhaltend niedrigen langfristigen Zinsen schwächer ist als früher – wengleich sich der Euro in diesem Jahr leicht aufgewertet hat. Wie schon vor einem Jahr wird die EZB dem öffentlichen Drängen der Finanzminister vor allem aus sachlichen Gründen kaum nachgeben. Ein weiterer Zinsschritt im Dezember erscheint als sicher. Nach Auffassung der Institute in ihrem Herbstgutachten sollten weitere Anhebungen des Leitzinses aber von der Einschätzung der inflationären Risiken im nächsten Jahr abhängig gemacht werden.