

Rolf Eggert

## Kein Handlungsbedarf für die Geldpolitik

*Im Mai dieses Jahres erreichte die Inflationsrate in Deutschland mit 3,5% einen Höhepunkt. Besorgte Stimmen, die dauerhaft um die Preisstabilität in Deutschland und in der Währungsunion fürchteten, mehrten sich. Wie ist diese Verletzung des geldpolitischen Ziels der EZB einzuschätzen? Ist die Preisstabilität in Gefahr? Welche Konsequenzen ergeben sich für die Geldpolitik?*

Die Inflationsrate in Deutschland liegt seit einiger Zeit oberhalb des tolerierbaren Bereichs. Doch die Situation ist nicht so besorgniserregend, wie sie auf den ersten Blick erscheinen mag, wenn man die Gründe für den starken Preisauftrieb kennt und die Inflationsprognosen für die nächsten Monate berücksichtigt. Ursache für den starken Preisauftrieb der vergangenen Monate sind der durch die Tierseuchen bedingte Preisanstieg bei den Nahrungsmitteln und die durch die Weitergabe der hohen Ölpreise ausgelöste Erhöhung der Energiepreise. Beide Effekte werden in den nächsten Monaten abklingen. Die Geldpolitik hat mit ihren entschlossenen Zinserhöhungen im letzten Jahr alles getan, um eine weitere Ausbreitung des Preisanstiegs zu verhindern. Die übereinstimmenden Prognosen gehen dahin, dass die Inflationsrate in den nächsten Monaten sinken und im nächsten Jahr unter die 2%-Marke fallen wird.

### Preisentwicklung der Hauptgruppen

Die hohe Inflationsrate für den Mai stellt den bisherigen Höhepunkt einer über mehrere Monate andauernden Entwicklung dar. Danach war die Preissteigerungsrate zwar wieder rückläufig; mit 2,7% lag sie im Juli aber immer noch außerhalb des akzeptablen Bereichs<sup>1</sup>. Bereits seit September letzten Jahres bewegt sich die Preissteigerungsrate in Deutschland oberhalb der 2%-Grenze. Die Ursachen für den Preisauftrieb werden deutlich, wenn man sich die Preisentwicklung innerhalb der einzelnen Hauptgruppen des Preisindex für die Lebenshaltung ansieht. Vor allem die drei Bereiche mit den höchsten Wägungsanteilen, die zu-

sammen mehr als die Hälfte des Konsumentenpreisindex ausmachen, weisen Preissteigerungsraten oberhalb von 2% auf<sup>2</sup>.

Die Steigerungsrate des Preisindex für „Wohnungsmiete, Wasser, Strom, Gas und andere Brennstoffe“ mit einem Wägungsanteil von 27% lag zuletzt bei 3,8%. Allerdings hat die Inflationsrate in diesem Bereich ihren Höhepunkt (4,6%) bereits im November letzten Jahres überschritten und ist seitdem rückläufig. Im Mai hatte der Bereich „Verkehr“ den stärksten Preisanstieg von 6,8% zu verzeichnen. Diese Steigerungsrate lag im Juni mit 3,8% wieder deutlich niedriger und hat zuletzt maßgeblich zur Abschwächung des Preisauftriebs beigetragen. Da solche starken Schwankungen der Inflationsraten für diesen Bereich kennzeichnend sind, sollte man mit der Interpretation, dass sich hier ein Ende des energiepreisbedingten Preisauftriebs abzeichnet, noch vorsichtig sein.

Die dritte Gütergruppe, die zuletzt hohe Preissteigerungsraten aufwies, sind die Nahrungsmittel mit einer Inflationsrate von 6,1% im Juni. Neben dieser hohen Rate ist bei den Nahrungsmittelpreisen vor allem die Beschleunigung des Preisauftriebs in den letzten Monaten auffällig: Im Jahre 1999 und in der ersten Jahreshälfte 2000 lagen die Nahrungsmittelpreise in Deutschland beständig unterhalb ihres jeweiligen Vorjahresniveaus. Seit August 2000 steigt der Preisindex für Nahrungsmittel. Erst innerhalb des letzten halben Jahres hat sich der Preisanstieg von Raten unterhalb von einem Prozent auf die zuletzt erreichten 6,1% beschleunigt. Damit machten die steigenden Nahrungsmittelpreise im Juni 0,5 Prozentpunkte des Anstiegs der Konsumentenpreise aus. Dieser Beitrag wiegt um-

---

*Prof. Dr. Rolf Eggert, 56, ist Präsident der Landeszentralbank in der Freien und Hansestadt Hamburg, in Mecklenburg-Vorpommern und Schleswig-Holstein.*

<sup>1</sup> Die Inflationsrate für Juli ist vorläufig.

<sup>2</sup> Die Daten für die Hauptgruppen reichen bis Juni.

so schwerer, wenn man sich vergegenwärtigt, dass die rückläufigen Nahrungsmittelpreise in früheren Jahren dämpfend auf das allgemeine Preisniveau gewirkt haben.

### Ursachen des Preisanstiegs

Insgesamt kann also die gestiegene Inflationsrate zu einem wesentlichen Teil durch die hohen Teuerungsraten in den Bereichen Wohnung, Verkehr und Nahrungsmittel erklärt werden. Um die weitere Entwicklung der Inflationsraten abschätzen zu können, müssen daher zunächst die Ursachen dieser Entwicklung erkannt sein.

Der Preisanstieg bei den beiden erstgenannten Hauptgruppen (Wohnungsmieten etc. und Verkehr) begründet sich zu einem Großteil mit der Weitergabe der hohen Ölpreise. Zum Beispiel sind in der letzten Zeit die Gaspreise deutlich erhöht worden, um die Ölpreisentwicklung der letzten Monate nachzuvollziehen, Ähnliches gilt für Preise der Verkehrsdienstleistungen.

Der Anstieg der Nahrungsmittelpreise ist vor allem auf den Einfluss der Tierseuchen BSE und MKS zurückzuführen. Durch die Probleme in der Fleischproduktion ist es zu einer Verknappung insbesondere des Rindfleischangebots gekommen. Gleichzeitig haben sich aufgrund der mit dem Rindfleischkonsum verbundenen Risiken die Verbrauchsgewohnheiten verändert; zum einen kam es zu einer Erhöhung der Nachfrage nach qualitativ höherwertigem Rindfleisch, zum anderen wurden verstärkt andere Fleischsorten und Fisch, aber auch Milchprodukte, Obst und Gemüse nachgefragt. Diese Veränderungen der Nachfragestruktur führen tendenziell zu Preiserhöhungen bei den stärker nachgefragten Produkten. Da es insgesamt nicht nur zu einer Verringerung der Rindfleischnachfrage sondern auch des Angebots kam, bewirken die Veränderungen zusammen genommen eine Erhöhung des allgemeinen Preisniveaus.

Zum Teil wird vermutet, dass einige Händler auch die derzeit stattfindende Umstellung auf Euro-Preise zum Anlass nehmen, ihre Preise zu erhöhen. Rein durch die Preisumstellung motivierte Preisaufschläge werden auf längere Sicht nicht durchsetzbar sein. Dies gilt umso mehr, als sich die Konsumnachfrage derzeit weit schwächer entwickelt, als erwartet worden war. Aus heutiger Sicht ist es wahrscheinlich, dass real rückläufige Umsätze, wie sie gerade im Einzelhandelsbereich zu beobachten sind, relativ schnell zu einem verstärkten Konkurrenzkampf führen werden, der den Preisauftrieb begrenzt.

### Implikationen für die Geldpolitik

Die Preisentwicklung in Deutschland entspricht zur Zeit recht genau dem Bild, das sich auch für die EWU insgesamt ergibt. Die Beschleunigung des Preisauftriebs ist überwiegend auf Sonderfaktoren zurückzuführen, die nach allgemeiner Einschätzung vorübergehenden Charakter haben und auf deren Entstehen die EZB keinen Einfluss hat. Zudem ist das Ziel der Geldpolitik nicht umsonst formuliert als mittelfristige Gewährleistung der Preisstabilität. Die Geldpolitik verfügt zwar über das notwendige Instrumentarium zur Sicherung der Preisstabilität. Vom Ergreifen einer geldpolitischen Maßnahme bis zu deren Niederschlag in der Inflationsrate vergeht aber ein erheblicher Zeitraum, der in Europa ungefähr sechs bis acht Quartale beträgt. Generell bedeutet dies zweierlei: Erstens ist die aktuelle Inflationsrate nicht der geeignete Maßstab, um den Kurs der Geldpolitik zu beurteilen. Zweitens ergibt sich aus dieser Wirkungsverzögerung, dass es die Geldpolitik nicht verhindern kann, wenn kurzfristig wirksame Einflüsse die Preisentwicklung vorübergehend von ihrem mittelfristigen Pfad abweichen lassen. Beide Faktoren spielen bei der Beurteilung der derzeitigen Lage eine wichtige Rolle.

Sowohl beim Anstieg der Energie- als auch der Nahrungsmittelpreise handelt es sich um Entwicklungen, die die Angebotsbedingungen in der Wirtschaft verändern. Entsprechende Veränderungen des Preisgefüges sind notwendig, um wieder zu einer Angleichung von Angebots- und Nachfragestrukturen zu kommen. Im Zuge dieser Anpassungen kommt es zu einer dauerhaften Erhöhung des Preisindex. Da Inflationsraten im Vergleich zum Vorjahr ausgewiesen werden, sind außerdem Basiseffekte von Bedeutung, die die in der Öffentlichkeit beachtete Preissteigerungsrate über die Dauer des Anpassungsprozesses hinaus erhöhen.

Die Geldpolitik sollte solchen angebotsseitig bedingten Preisveränderungen nicht entgegenreten, weil sie damit das Funktionieren von Marktmechanismen außer Kraft setzen würde. Ein Eingreifen der Geldpolitik wäre allerdings notwendig, wenn die Tarifpolitik versuchte, durch eine Erhöhung des allgemeinen Lohnniveaus das Wirksamwerden der Preisveränderungen im Konsumentenverhalten zu verhindern. Derartige Lohnerhöhungen würden sogenannte Zweitrundeneffekte auslösen. Auf die aktuelle Situation bezogen heißt das, dass trotz des überraschend hohen Anstiegs der Inflationsrate Zinserhöhungen so lange nicht nötig sind, wie es nicht zu erhöhten Lohnab-

schlüssen kommt. Die bislang realisierten Lohnabschlüsse – so zum Beispiel Banken und Versicherungen mit jeweils +2,8% – liegen allerdings nicht in einem Bereich, der ernsthafte Gefahren für die Stabilität bedeuten würde. Damit setzt sich bislang auch der insgesamt moderate Kurs der vergangenen Jahre fort.

Auch wenn die hohe Inflationsrate vor allem das Ergebnis von Sonderfaktoren ist, so ist in den letzten Monaten auch die um unverarbeitete Nahrungsmittel- und Energiepreise bereinigte Kerninflationsrate gestiegen. Sie lag in Deutschland zuletzt bei 1,7%, europaweit knapp oberhalb der Marke von 2%. Der Anstieg der Kerninflation ist in erster Linie eine Folge des kräftigen BIP-Wachstums in der Währungsunion im letzten Jahr. Dass dies zu einem Anstieg der Inflationsrate führen wird, hat die EZB frühzeitig erkannt und deshalb die Zinsen im letzten Jahr in sechs Schritten um insgesamt 1,75 Prozentpunkte erhöht. Dieses frühzeitige Handeln der EZB kann neben dem Auslaufen der Sondereffekte als einer der Gründe angesehen werden, warum alle Prognosen übereinstimmend davon ausgehen, dass der Höhepunkt der Inflationsentwicklung überschritten ist.

Anlass für die Zinssenkung am 10. Mai waren die sich in den letzten Monaten abschwächenden Inflationsaussichten für das nächste Jahr. Trotz des unerwartet hohen Preisauftriebs zu Beginn dieses Jahres sind die Inflationsaussichten für das nächste Jahr nahezu unverändert. Die Inflationsprognose der EZB wurde sogar leicht nach unten korrigiert. Insofern war der Zinsschritt der EZB am 10. Mai sicherlich angemessen. Daran ändert auch die Kritik an der von der EZB vorgebrachten Begründung – der Revision des Geldmengenwachstums in der Währungsunion – nichts. Insgesamt erscheinen die Zahlen für das Geldmengenwachstum derzeit schwer interpretierbar: Die EZB hat angekündigt, dass weitere Revisionen anstehen. Durch die bereits vollzogene Bereinigung wurde das Geldmengenwachstum um einen halben Prozentpunkt nach unten korrigiert und liegt damit näher am Referenzwert. Dennoch hat sich das Wachstum von M3 zuletzt beschleunigt. Insgesamt sprechen die anhaltenden Schwierigkeiten mit der Messung des Geldmengenwachstums dafür, dass sich der Kurs der Zinspolitik in nächster Zeit wohl eher an den Indikatoren der zweiten Säule orientieren dürfte.

### **Aussichten für die Preisentwicklung**

Aussagekräftige Indikatoren für die weitere Entwicklung der deutschen Verbraucherpreise sind die

Preise auf vorgelagerten Stufen – vor allem die Erzeuger- und die Importpreise. Wie bei den Verbraucherpreisen wird auch die Entwicklung der Erzeugerpreise gewerblicher Produkte gegenwärtig ganz wesentlich durch die Energieverteuerung bestimmt: Der Gesamtindex lag in der Spitze um 5% über Vorjahresniveau. Ohne Energieträger betrug diese Rate zuletzt lediglich 2,1%. Offensichtlich gelingt den Unternehmen bislang eine Überwälzung nur teilweise. Dies entspricht auch der Aussage vieler Unternehmen, wonach ihre angespannte Wettbewerbssituation die Weitergabe höherer (Energie-)Kosten nur recht eingeschränkt zulässt.

Im Übrigen hat sich der Druck bei den Erzeugerpreisen auch inklusive Energie, in den letzten Monaten deutlich vermindert, wie die Betrachtung der saisonbereinigten Reihe zeigt. Dies spiegelt sich nunmehr gleichfalls in einer rückläufigen Vorjahresrate wider. Nach ihrem Spitzenwert von 5,0% im April fiel sie zweimal in Folge und erreichte im Juni noch ein Niveau von 4,3%.

Auch die Importpreise steigen immer noch recht kräftig. Gleichwohl hat sich der Anstieg im Vorjahresvergleich seit Januar 2001 von 6,5% auf 3,6% abgeschwächt. Wie bei den Erzeugerpreisen wird die Entwicklung maßgeblich durch die Energiepreise bestimmt. Um Energieträger bereinigt, lag der Anstieg zuletzt bei 2,4%.

An der Entwicklung der Importpreise haben auch die Wechselkurse ihren Anteil gehabt. Auf Grund mangelnder Datenverfügbarkeit lässt sich dieser nicht exakt quantifizieren. Aber für einen aktuell besonders interessanten Bereich der Preisbildung, nämlich die Energieträger, kann man Folgendes sagen: Die Energiepreise wurden in den beiden vergangenen Jahren überwiegend durch die Entwicklung der in Dollar notierten Rohölpreise bestimmt. Deutlich geringer war der Beitrag durch die Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar, auch wenn dieses signifikant zu den Verteuerungen beigetragen hat.

Häufig wird vergessen, dass der Euro den Import von Preissteigerungen grundsätzlich vermindert hat. Heute unterliegt nur noch etwas mehr als die Hälfte der deutschen Einfuhren möglichen Wechselkurschwankungen. Die gleiche Größenordnung gilt für die deutschen Ausfuhren. Die potenzielle Abhängigkeit unseres Außenhandels von den volatilen Entwicklungen auf den Devisenmärkten hat sich durch die Währungsunion deutlich vermindert. Und das heißt auch: Der Euro ist nicht die Ursache des Problems, sondern Teil seiner Lösung.

### Nachlassender Preisdruck

Ein wesentlicher Bestimmungsfaktor der weiteren Preisentwicklung ist die konjunkturelle Entwicklung. Von dieser Seite spricht wenig für eine nachhaltige Erhöhung des Preisdrucks, im Gegenteil: Die konjunkturellen Perspektiven haben sich in den letzten Monaten eingetrübt. Eine wichtige Ursache dafür stellt die Verschlechterung des weltwirtschaftlichen Klimas dar. So strahlt insbesondere die deutliche Wachstumsabschwächung in den USA auf Deutschland und Europa aus. Dies ergibt sich nicht nur aus den direkten wirtschaftlichen Beziehungen mit den Vereinigten Staaten, sondern auch daraus, dass andere Handelspartner durch die amerikanische Entwicklung gleichfalls betroffen werden.

Die zweite Ursache ist die drastische Verteuerung der Ölpreise. Beide Faktoren zusammen haben deutliche Spuren beim Wirtschaftswachstum hinterlassen. Die Energieverteuerungen machen sich insbesondere beim privaten Konsum bemerkbar. Die Ausgaben der privaten Verbraucher stagnieren praktisch seit Mitte 2000, nachdem sie im zweiten Halbjahr 1999 und im ersten Halbjahr 2000 noch kräftig zugelegt hatten. Diese Entwicklung kann insofern nicht überraschen, als höhere Preise für Energie und darüber hinaus für Nahrungsmittel die Einkommensspielräume einengen. Dadurch wurden auch die zu Jahresbeginn wirksamen Steuererleichterungen überlagert. Zudem haben die Privaten ihre Sparquote merklich erhöht, möglicherweise wegen der Unsicherheiten über die konjunkturellen Perspektiven. Sie lag im ersten Quartal 2001 bei – saisonbereinigt – 10,3% und damit einen halben Prozentpunkt höher als im letzten Vierteljahr 2000. Die Konsumausgaben machen rund 56% des Bruttoinlandsproduktes aus. Entsprechend schlägt ihre Entwicklung auch auf andere Bereiche durch.

Vor diesem Hintergrund wird das wirtschaftliche Wachstum in Deutschland in diesem Jahr aller Voraussicht nach spürbar geringer ausfallen als noch vor einigen Monaten prognostiziert. Die wirtschaftswissenschaftlichen Forschungsinstitute erwarten nunmehr für das laufende Jahr eine reale Zunahme des deutschen Bruttoinlandsprodukts zwischen 1% und 1½%. Obgleich diese Prognosen das derzeit wahrscheinlichste Szenario widerspiegeln, sind auch sie nicht frei von Risiken. So lässt sich nicht mit Gewissheit vorhersagen, wann und in welchem Maß die weltwirtschaftlich dämpfenden Faktoren ihre Kraft verlieren werden. In den USA spricht derzeit mehr für eine Erholung der Wirtschaft als für ein Abgleiten in eine Rezession, wenngleich die dortige Dynamik nicht so

schnell wieder das Niveau der vergangenen Jahre erreichen dürfte.

Schließlich hängt die weitere Entwicklung der Inflationsraten auch von den zukünftigen Lohnabschlüssen ab. Anders als im Gefolge der beiden großen Ölkrisen in den siebziger und den frühen achtziger Jahren verfolgen die deutsche und auch die europäische Lohnpolitik in der derzeitigen Situation bislang keinen Kurs, der letztlich auf einen Konflikt mit der Geldpolitik der EZB hinführen würde. Entscheidend ist, dass dies so bleibt. Deshalb kann man nur den Ausführungen des EZB-Chefvolkswirtess Issing zustimmen: „Es ist aber keineswegs selbstverständlich, dass heute Lohnabschlüsse getätigt werden, die davon ausgehen, dass morgen die Preissteigerungsrate wieder bei 2% liegt.“

Signifikant höhere Abschlüsse würden die Inflationsanschätzungen schlagartig nach oben verschieben. Entsprechend würde sich dann Handlungsbedarf für die Geldpolitik ergeben. Der Lohnpolitik kann vor diesem Hintergrund nur empfohlen werden, keine entsprechenden Versuche zu unternehmen. Höhere Lohnabschlüsse würden eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen. In einer solchen Situation relativiert sich auch das Argument, dass die Unternehmen aufgrund angespannter Wettbewerbssituationen in vielen Bereichen ihre Preise kaum oder gar nicht erhöhen können, ohne fühlbar Marktanteile zu verlieren. Eine straffere Zinspolitik mit den dann unvermeidlichen Wachstums- und Beschäftigungsverlusten wäre die Folge.

Daraus ergibt sich eine weitere Schlussfolgerung: So wenig man die Gefahren der Preissteigerungen schönreden darf, so gefährlich ist auf der anderen Seite auch deren Dramatisierung. Denn dies trägt dazu bei, die von den Tarifparteien erwartete Inflationsrate und damit letztlich auch deren Abschlüsse nach oben zu treiben. Wenig hilfreich sind in diesem Zusammenhang aber auch Ankündigungen, nunmehr die moderate Lohnpolitik nur noch dann fortzusetzen, wenn sich unmittelbar Beschäftigungseffekte zeigen.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten: Sowohl von der konjunkturellen Entwicklung als auch von der Lohnpolitik droht derzeit kein Preisdruck. Die Beschleunigung des Preisauftriebs während der letzten Monate beruhte vor allem auf Sondereffekten bei Nahrungsmitteln und der ölpreisbedingten Verteuerung der Energieträger. Mit dem Abklingen dieser Faktoren verbessern sich die Preisaussichten erheblich, so dass die Inflationsrate im Laufe des nächsten Jahres wieder die Marke von 2% unterschreiten dürfte.