

Editorial

Inflation! Welche Inflation?

„Conventional wisdom once held that money doesn't matter“, so eröffnete 1995 der Tagungsband der Federal Reserve Bank von St. Louis über Wirkungskanäle der Geldpolitik. Da im Allgemeinen davon ausgegangen werden kann, dass die Politik mit einer Verzögerung von fünf bis zehn Jahren auf die Theorie reagiert, konnte diese Erkenntnis schon zu besagtem Zeitpunkt als sehr gut abgesichert gelten. Vor allem die Untersuchungen über den Zins- und Kreditkanal dies- und jenseits des Atlantik waren es, die zum besseren Verständnis über die Wirkungsweise der Geldpolitik und der Wirkung auf reale Variablen – zumindest in der kurzen bis mittleren Frist – beigetragen haben. Dessen ungeachtet konstruierten die EUropäer in Maastricht und danach mit dem Europäischen System der Zentralbanken eine Institution, deren Statuten sich gegen derartige Erkenntnisgewinne weitgehend immunisierte. Stabilität wird in den EUropäischen Verträgen – so weit es die Geldpolitik betrifft – weiterhin eisern als Preisstabilität definiert, obwohl längst klar geworden ist, dass Geldpolitik reale Effekte hat und sie somit auch die Verantwortung hat, mit ihren Instrumenten makroökonomisch stabilisierend auf die Wirtschaft einzuwirken.

Einige der Ansätze der Europäischen Zentralbank (EZB) selbst, die sich in der Revision der geldpolitischen Strategie 2003 wieder finden, wiesen zwar in diese Richtung, blieben aber zum Teil zu halbherzig, und es ist noch nicht absehbar, dass die Revision, so behutsam und zaghaft sie sich auch dieser Selbstprüfung unterzogen hat, zumindest in dem bescheidenen Rahmen des Möglichen auch in der geldpolitischen Praxis Früchte trägt. Als positiv zu vermerken ist zunächst, dass zumindest in der Kommunikation die zweite Säule (ökonomische Analyse mit einer breit fundierten Beurteilung der Aussichten für die künftige Preisentwicklung) etwas an Gewicht gegenüber der ersten Säule (Geldmengenentwicklung) gewonnen hat. Elemente dieser zweiten Säule ließen nämlich durchaus bei gutem Willen die Möglichkeit der makroökonomischen Stabilisierung zu.

Die gleichzeitige Relativierung und Verfestigung des quantitativen Inflationsziels von zwei Prozent muss aber als misslun-

gen betrachtet werden. Zwar sind die Fallstricke des äußerst eng definierten Ziels zum Teil erkannt worden, und das Ziel soll nur mehr mittelfristig gelten. (Zu diesen Fallstricken zählen etwa eine statistische Verzerrung, wodurch die tatsächliche Inflation überschätzt und deflatorische Risiken somit unterschätzt werden; der Balassa-Samuelsong-Effekt, wonach auf Grund struktureller Unterschiede Inflationsdifferenziale zwischen den Mitgliedstaaten auftreten können, die bei einer EUROpa-weiten durchschnittlichen Inflation von zwei Prozent zu Deflationstendenzen und hohen Realzinsen in einigen, besonders den „Kernländern“ führen können, oder z. B. bei Euro-Beitrittskandidaten Wachstumsprozesse gebremst werden können). Der Mut, diesen Umständen wirklich Rechnung zu tragen, und Preisstabilität in einem Korridor von 1 bis 3 Prozent zu definieren, fehlte aber. Hier stellt sich aber die grundsätzliche Frage nach der demokratischen Legitimierung der unabhängigen Festlegung (nicht Verfolgung!) des Ziels der Preisstabilität, weil es ja der Fall sein kann, dass das von der Zentralbank definierte Ziel vom allgemein gewünschten, gesellschaftspolitischen und ökonomisch sinnvollen quantitativen Ziel der Preisstabilität abweicht. Zudem läuft das derzeitige institutionelle Setting Gefahr, das Ziel der Preisstabilität über alle anderen wirtschaftspolitischen Ziele (Wachstum, Beschäftigung,...) zu erhöhen, allein aus der Tatsache, dass die EZB der einzige echte EUROpäische makroökonomische Player mit entsprechenden Instrumenten ist.

Ebenso wenig wie durch die Klarstellung, dass es vor allem die instrumentelle und nicht die Zielunabhängigkeit ist, die ökonomisch und demokratiepolitisch sinnvoll ist, die Unabhängigkeit der Geldpolitik in Frage gestellt werden soll, wäre die institutionelle Unabhängigkeit der EZB in Gefahr, würde sie, wie dies für ihre unabhängigen Schwesterorganisationen Bank of England und das Federal Reserve System der USA („Fed“) eine Selbstverständlichkeit ist, mehr Kommunikation und Koordination mit den Finanzministern oder auch den autonomen Sozialpartnern pflegen. Reibungsverluste könnten so minimiert werden, und mehr Einsicht in die Vorhaben des jeweils anderen würde einiges an Unsicherheit aus den eigenen Verhaltensgleichungen nehmen, was ja an sich schon als Ziel der Wirtschaftspolitik gesehen werden kann.

Es mag wohl der etwas sonderbare und nicht immer ganz durchsichtige und nachvollziehbare Weg der EZB in ihrem ersten „Testfall“ gewesen sein, welcher Anlass zu einer Revision gegeben hatte. Im Jahr 2000 und abgeschwächt im Jahr 2001

verzeichnete EUROpa einen gleichzeitigen Ölpreis- und Dollaranstieg, was zu einer viel empfindlicheren Verteuerung der Importe geführt hatte, als dies im laufenden Jahr der Fall ist (trotz des höheren USD-Preises von Erdöl blieb der Erdölpreisanstieg in EUROpa bislang deutlich unter den Euro-Niveaus von 2000). Der zarte Aufschwung, dessen Ende bereits vorhersehbar war, war vor allem außenwirtschaftlich getragen und hatte sich noch nicht in einen selbsttragenden Aufschwung gewandelt. Die Zinsschritte, die noch dazu von der EZB über den Wendepunkt des 2. Quartals 2000 hinaus fortgesetzt wurden, trugen sicherlich zur Persistenz des EUROPäischen Abschwungs bis ins zweite Quartal 2003 und zur Schwäche des weniger als zarten Aufschwungs bei.

Einige Befürchtungen waren ja unter dem Stichwort Glaubwürdigkeitsrezession in diese Richtung gelaufen. Es wurde befürchtet, dass die EZB, die als Institution noch über keine lange Geschichte verfügt, sich mit strikter Inflationsbekämpfung – auch zu Lasten des Wachstums – die Reputation einer „glaubwürdigen“ Zentralbank „verdienen“ würde. Wenn nun jene, die vor solch einer (induzierten) Glaubwürdigkeitsrezession gewarnt hatten, Recht behalten haben, wird dieser Umstand doch kein Trost für sie sein.

Auf den sich abzeichnenden Abschwung reagierte demgegenüber die Fed beherzt mit 11 Zinsschritten nach unten, die das Zinsniveau um 5,5 Zinspunkte auf 1 Prozent senkten, während die EZB das Zinsniveau in EUROpa auf einem doppelt so hohen Wert bei einem viel hartnäckigeren Abschwung belassen hat. Die Folge: Der dem Wendepunkt folgende Abschwung in den USA erreichte im 3. Quartal 2001 seinen Tiefpunkt, in EUROpa wurde der Tiefpunkt wie gesagt im 2. Quartal 2003 erreicht, und das Wachstumsdifferenzial zwischen den USA und EUROpa betrug im 1. Quartal etwa 3,6 Prozentpunkte, ohne dass die US-Inflation in nennenswerten Ausmaß angestiegen wäre. Und trotz des jüngsten Zinsschritts der USA, der hauptsächlich binnenwirtschaftliche Gründe hat (Auslastung der Kapazitäten, anders ausgerichtete Budgetpolitik, die sicherlich in den USA im Gegensatz zu Europa auch einen Wachstumsbeitrag lieferte) bleibt eine Zinsdifferenz von 1,75 Prozentpunkten zu Lasten des EUROPäischen Wachstums und der EUROPäischen Beschäftigung bestehen.

Die Chance, welche die EZB sich und EUROpa im Frühjahr 2003 mit der Revision der geldpolitischen Strategie gegeben hatte, hat sie bisher nicht ergriffen. Anstatt externe Angebots-

schocks wie die Rohstoffpreisanstiege des letzten und des laufenden Jahres bei unausgelasteten Ressourcen (und gleichzeitigem Euro-Anstieg) als ebensolchen auch öffentlich und unmissverständlich zu erkennen und zu benennen, werden mitten in eine Phase des Anstiegs des Euros bei schwachen Wachstumsaussichten und äußerst verhaltener Binnennachfrage in den Kommuniqués Spekulationen über Zweitrundeneffekte angestellt und die Erwartungen in Richtung steigender Inflation und steigender Zinsen gelenkt, ganz so als sei die japanische Krise nie passiert und ganz so als liefen die US-Wirtschaft und die europäische Wirtschaft (noch) synchron.

Dass Finanzmarktakteure (und zum Teil auch Wirtschafts- und Finanzjournalisten) das Thema Inflation nur zu gerne aufgreifen, ist nicht weiter verwunderlich. Zum einen leben Banken im Allgemeinen mit höheren Zinsen besser als mit niedrigen (einige damals noch weitgehend regional autonomen Federal Reserve District Banks hatten im Verlauf der Großen Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre ihre Zinsen noch einmal angehoben, in der Hoffnung, so die Geschäftsbanken ihres Bezirks retten zu können), zum anderen, und das erscheint als ein noch wichtigerer Punkt, bedeutet ein neues „Thema“ auch immer neue Produkte, Portfolioumschichtungen in den Pensionskassen, Investmentfonds und anderen Kundenportefeuilles, was wiederum höhere Umsätze und Provisionserlöse generiert. Nicht ganz zufällig kommt das Thema Inflation daher auch zur Zeit vor allem aus den Analyseabteilungen der Investmentbanken, und zwar nicht immer ausreichend differenziert nach Regionen und/oder Zustand der Volkswirtschaften, so als lebten wir noch in einer Bretton-Woods-Welt, in der sich über fixe Wechselkurse Inflationsraten mechanisch und unabhängig von der jeweiligen Ressourcenauslastung zwischen den Regionen fortpflanzten.

EUROpa ist aber – zumindest was die Geldpolitik betrifft – im Gegensatz zu seinen Mitgliedstaaten keine kleine offene Volkswirtschaft und hat sich mit guten Gründen (weniger binnenwirtschaftliche Störungen, mehr geldpolitische Unabhängigkeit) dazu entschlossen, eine Wirtschafts- und Währungsunion zu bilden, und EUROpa bildet mit den USA definitiv keinen optimalen Währungsraum (Faktormobilität, Anteil handelbarer Güter, Inflationspräferenzen, Institutionen) und sollte daher gegenüber dem Dollar kein Wechselkursziel verfolgen (abgesehen von extremen Abweichungen, wie dies manchen Experten zufolge mit dem Anstieg des Eurokurses im Februar diesen Jah-

res auf rund 1,29 USD bereits gegeben war). Die Verfolgung eines Wechselkursziels gegenüber dem US-Dollar würde der „*conventional wisdom*“ zufolge nichts anderes bedeuten, als dass der Schwanz (handelbare Güter) mit dem Hund (nicht handelbare Güter) wedelt. Der Umstand, dass EUROpa keine kleine offene Volkswirtschaft ist und über mehr geldpolitischen Spielraum als die Summe seiner Bestandteile verfügt, bedeutet aber eben auch, dass Fed und EZB auf unterschiedliche Situationen auf unterschiedliche Weise reagieren können und gegebenenfalls auch sollen.

Wenngleich viel dafür spricht, dass EUROpa mit den makroökonomischen Politiken der USA in den neunziger Jahren viel besser gefahren wäre, verdeutlicht sich in der gegenwärtigen Situation, dass daraus keine Gesetzmäßigkeit abzuleiten ist. In den USA wurde Inflation oder vielmehr die schwindende Gefahr einer Deflation dadurch zum Thema, dass der Rohstoffpreisanstieg verstärkt durch die Dollarschwäche auf steigende Binnennachfrage und steigende Ressourcenauslastung trifft (die US-Inflationsrate ohne Energiepreise lag im Juni 1,1 Prozentpunkte unter der Inflationsrate ohne Energie). Zusätzlich verstärkt sich der Energiepreisanstieg in den USA erfahrungsgemäß in den Sommermonaten (Reisezeit) dadurch, dass die Kapazitäten für den Endproduktenmarkt (Benzin) in den USA nicht auf Spitzenkapazitäten ausgelegt ist und Spitzen durch Import ausgeglichen werden, was aber weltweit zu temporär steigenden Endproduktenpreisen führt.

Währenddessen treffen diese externen Angebotsschocks in EUROpa durch den Euro-Anstieg gedämpft auf unausgelastete Ressourcen und auf schwache und dadurch weiter sinkende Kaufkraft und auf eine äußerst wackelige und zaghafte Erholung. Darüber hinaus bewegen sich die Juni-Inflationsdaten der EU12 und der USA auch schon wieder in eine andere Richtung, und die Differenz in den Inflationsraten zwischen den USA und der EU12 ist von 0,0 (Jänner 2004) auf 0,8 Prozentpunkte (Juni 2004) angestiegen.

Die asymmetrische Wirkung von Rohstoffpreisschwankungen, dass nämlich z. B. Ölpreisanstiege das Wirtschaftswachstum stärker bremsen als ein Ölpreisfall das Wachstum beflügelt, kann also nicht nur in der Psychologie der Wirtschaftssubjekte begründet liegen, sondern auch in einer asymmetrischen und undifferenzierten Reaktion der Geldpolitik und der „Themenmacher“ auf den Finanzmärkten.

Eine differenzierte und angemessene Haltung der EZB – und der europäischen Wirtschaftspolitik – würde erstens bedeuten, ihren zu engen Zielkorridor bezüglich des Inflationsziels zu revidieren, zweitens die gegenwärtig unterschiedliche Lage der Wirtschaft in EUROpa und den USA in ihrer Zinspolitik zu berücksichtigen und – allgemeiner gesagt – externe, den gesamten Euro-Raum betreffende Schocks zu akkomodieren und gegebenenfalls auch gegenzusteuern. Drittens sollte klar sein, dass nationale Budgets auf nationale Schocks reagieren können müssen, ohne das Ziel der Budgetpolitik aus dem Auge zu verlieren. Und viertens wird eine selbstbewusste, (instrumentell) unabhängige Zentralbank den Dialog und die Koordination mit den Finanzministern, dem Parlament und den Sozialpartnern eher suchen denn scheuen, weil sie so dazu beitragen kann, Unsicherheit und Reibungsverluste zu reduzieren, so wie das Wachstumspotenzial und die Erfolgssichten von Reformen zu erhöhen. Ein Oberschiedsrichter, der alle Ziele der Wirtschaftspolitik unter das (s)eine stellt, ist ökonomisch nicht sinnvoll und demokratiepolitisch bedenklich.