

## Konjunkturschlaglicht: Geldpolitik in schwierigem Umfeld

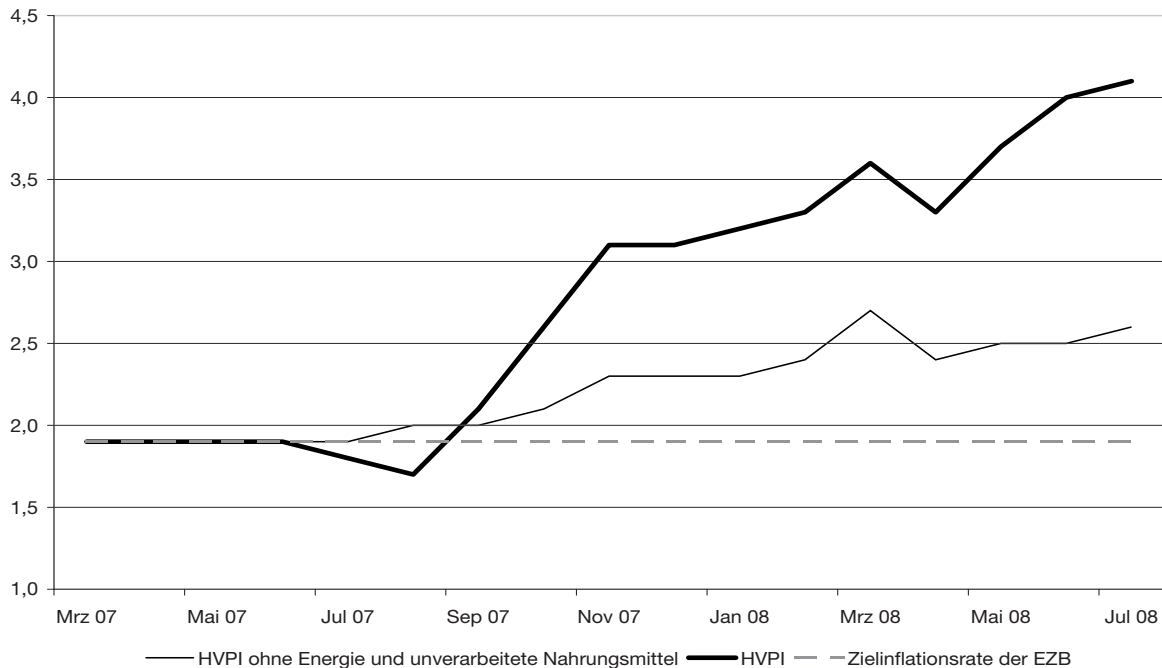
Das makroökonomische Umfeld gestaltet sich für die Europäische Zentralbank (EZB) derzeit schwierig. Zwei exogene Schocks haben den Euroraum innerhalb des letzten Jahres getroffen. Ausgehend vom US-Immobilienmarkt sprang die Finanzkrise in den USA auch auf den Euroraum über und hat im Bankensektor zu einer Liquiditätskrise geführt, deren Tiefe ungewiss und deren Ende damit unabsehbar bleibt. Gleichzeitig sind an den Energie- und Rohstoffmärkten die Preise stark gestiegen. Beides hat – wenngleich schwierig zu quantifizieren – zu einer konjunkturellen Abschwächung im Euroraum geführt. Nach einem noch überraschend guten ersten Quartal 2008 deuten Frühindikatoren auf eine Stagnation in den nächsten Quartalen hin. Hinzu kommen Inflationsraten von derzeit bis zu vier Prozent. Dies liegt deutlich über dem Stabilitätsziel der EZB von „unter, aber nahe bei zwei Prozent“. Vielfach wird aus diesem Grund von einer neuen Stagflation – einer Stagnation bei gleichzeitiger Inflation – gesprochen.

Im Unterschied zur Stagflation der siebziger Jahre, als Inflation vor allem ein monetäres Phänomen war,

ist die Inflation heute aber im Wesentlichen durch eine Verteuerung einzelner Güter, nämlich Energie und Nahrungsmittel, bedingt. Diese stellt – zumal wenn es sich um vorübergehende Preissteigerungen handelt – für die Geldpolitik keinen Grund für Interventionen dar. Die Verteuerung von Energie und Nahrungsmitteln kann die EZB nicht verhindern. Die derzeitige Inflation dennoch bekämpfen zu wollen, hieße bei anderen Gütern und Dienstleistungen des Warenkorbs Disinflation bzw. Deflation zu erzwingen. Bei Rigiditäten von Preisen und Löhnen kann eine solche Politik hohe volkswirtschaftliche Kosten verursachen. Es gibt gute Gründe, realen Anpassungsprozessen einen – begrenzten und kontrollierten – nominalen Spielraum zu gewähren.

Sollten die steigenden Preise für Energie und Nahrungsmittel jedoch in die Inflationserwartungen eingehen und auf diese Weise über Zweitrundeneffekte auf die Kernrate (Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel) durchschlagen, entstünde für die EZB Handlungsbedarf. In den letzten Monaten ist auch die Kernrate über das Inflationsziel von „unter, aber nahe bei zwei Prozent“ gestiegen (vgl. Abbildung). Stabile

**Veränderung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gegenüber dem Vorjahr**  
(in %)



Quelle: Eurostat 2008.

Inflationserwartungen sind schnell zerstört, aber nur unter hohen Kosten wieder aufgebaut. Rechtzeitiges Handeln ist geboten, bevor Zweifel am Stabilitätsziel der Zentralbank aufkommen. Die Rückkehr zum Stabilitätsziel von 2% hängt maßgeblich davon ab, wie sich die Inflationserwartungen entwickeln. Mit der Anhebung der Leitzinsen von 25 Basispunkten auf 4,25% im Juli hat die EZB den Märkten ihre Handlungsbereitschaft signalisiert und auf diese Weise die Inflationserwartungen stabilisiert.

Angesichts des starken Euro, hoher Energiepreise und einer sich abschwächenden Weltwirtschaft können sich die derzeit pessimistischen Erwartungen jedoch verfestigen und auf diese Weise endogene Abwärtskräfte erzeugen. Darüber hinaus gehen von den Rezessionsbefürchtungen in den USA und vom Immobilienmarkt in Spanien weitere konjunkturelle Gefah-

ren auf den Euroraum aus. Sollten sich diese Risiken „materialisieren“, sind in Zukunft Zinssenkungen nicht auszuschließen, um über geringere Kredit- und Finanzierungskosten für Unternehmen und Haushalte die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu stützen. Weiteren Spielraum hierfür könnten die seit einigen Wochen wieder fallenden Energie- und Rohstoffpreise bieten.

Derzeit aber sind die Aussichten über die zukünftige Entwicklung von Konjunktur und Inflation von hoher Unsicherheit geprägt. Dies spiegelt sich auch am Markt in sehr heterogenen und volatilen Erwartungen wider. Aus diesem Grund ist es ratsam und zu erwarten, dass die EZB den Leitzins bis auf Weiteres bei 4,25% belässt.

*Henning Vöpel*  
voepel@hwwi.org