

Professor Dr. Axel A. Weber

Präsident

der Deutschen Bundesbank

Aktuelle Fragen der Geld- und Währungspolitik

in Baden-Baden

am 26. September 2006

1 Begrüßung

Sehr geehrte Damen und Herren,

Ihnen allen ist bekannt, dass der EZB-Rat auf seiner letzter Sitzung Ende August die Leitzinsen unverändert gelassen hat. Jedoch hat er seine große Wachsamkeit betont und darauf hingewiesen, dass bei Bestätigung seines Basisszenarios eine fortgesetzte Rücknahme des geldpolitischen Stimulus erfolgen wird. Vor diesem Hintergrund möchte ich Ihnen einen kurzen Überblick über meine geldpolitische Einschätzung geben.

2 Gesamtwirtschaftliche Entwicklungen in der Welt

Die Weltwirtschaft befindet sich weiterhin auf einem robustem Wachstumskurs. Aktuell dürften wir in der Nähe des Höhepunkts des gegenwärtigen Zyklus liegen; in unserem Basisszenario wird aber nur eine leichte Abschwächung des Weltwirtschaftswachstums erwartet. Diese etwas moderatere Gangart sollte keine Überraschung darstellen angesichts der Dauer des bisherigen Zyklus, der weltweit weniger akkommodierenden Makropolitik und der verzögerten Effekte des vergangenen Energiepreisanstiegs.

In regionaler Sicht, also mit Blick auf die USA, Asien und Europa, werden sich die Antriebskräfte der Weltwirtschaft leicht verlagern. Die Entwicklung in den USA wird sich leicht unter Potenzial abschwächen; vor allem Asien

aber auch Europa zeigen sich jedoch unverändert robust. Diese Verlagerung der Wachstumskräfte stellt angesichts der globalen Ungleichgewichte eine positive Entwicklung dar. In diesem Prozess ist insbesondere das Ausmaß der Abkühlung der US-Immobilienmärkte als makroökonomisches Risiko von Interesse. Das wiederholt gemalte Szenario einer US-Rezession bleibt für das Eurosystem in diesem Zusammenhang aber ein Risiko- und kein Basisszenario.

Ein weiteres makroökonomisches Risiko hat sich in den letzten Wochen deutlich zurückgebildet: Nachdem der Preis für einen Barrel Brent Anfang August mit fast 79 USD einen neuen Höchststand erreichte, sank er bis heute um etwa 25%. Wie nachhaltig die dadurch spürbar entspannte Lage an den Energiemärkten ist, bleibt abzuwarten. Die Terminmärkte zumindest haben den Preisrutsch bislang noch nicht vollständig nachvollzogen. Dies legt Vorsicht bei der Interpretation der Dauerhaftigkeit dieser Entwicklung nahe.

3 Gesamtwirtschaftliche Entwicklung

Im **Euro-Raum** fiel die konjunkturelle Entwicklung im zweiten Quartal überraschend positiv aus. So lag die Zuwachsrate des realen BIP bei +0,9% gegenüber dem Vorquartal bzw. bei +2,6% gegenüber dem Vorjahr. Zuletzt konnten wir Anfang 2000 ein ähnlich hohes Expansionstempo verzeichnen. Getragen wird die Konjunktur vor allem durch eine lebhaftes Inves-

tionstätigkeit. Dagegen entwickelt sich der Private Konsum nach einem starken Jahresanfang etwas verhaltener. Der Außenhandel befindet sich in ruhigerem Fahrwasser, liefert aber einen leicht positiven Wachstumsbeitrag.

Auch wenn sich das Wachstumstempo dieses Quartals wohl nicht durchhalten lässt, bleibt der unterliegende Wachstumstrend intakt. Der Euro-Raum schwenkt damit auf sein Potenzialniveau ein. So gehen die Projektionen der Experten des Eurosystems für 2006 von einem BIP-Wachstum in einer Größenordnung von 2,2% bis 2,8% und für 2007 von 1,6% bis 2,6% aus. Dies deckt sich weitgehend mit den Prognosen des Internationalen Währungsfonds (IWF), der in seinem aktuellen World Economic Outlook für den Euro-Raum eine Wachstumsrate von 2 ½ % in 2006 nennt. Für den gleichen Zeitraum schätzt der IWF das Wachstum in den USA auf 3 ½ %. Trotz des Befunds einer soliden konjunkturellen Gangart im Euro-Raum gilt demnach unverändert: Das niedrige Potenzialwachstum im Euro-Raum bleibt ein vordringliches wirtschaftspolitisches Problem.

Die konjunkturelle Erholung in **Deutschland** hat maßgeblich zur Entwicklung im Euro-Raum beigetragen. Besonders deutlich wird dies am kräftigen Wachstumsschub im zweiten Quartal diesen Jahres: Das reale BIP nahm um 0,9% gegenüber dem Vorquartal zu. Damit lässt sich das Bild eines klassischen Aufschwungs mit Hindernissen für die letzten drei Jahre zunehmend bestätigen: Nach einer zunächst beobachtbaren Stabilisierungsrolle der Vorratsinvestitionen zeigte sich mit der Stärkung der Exporte 2003

und 2004 die erste Phase der konjunkturellen Erholung. Ihr folgt ab dem dritten Quartal 2004 die zweite Phase einer zunehmend dynamischeren Investitionstätigkeit. Was bislang noch fehlt, ist eine nachhaltige Erholung des Privaten Konsums. Aus diesem Grund ist es positiv, dass die konjunkturelle Erholung mittlerweile am Arbeitsmarkt angekommen ist. So ist seit dem Frühjahr erstmalig wieder ein Anstieg der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung im Vorjahresvergleich zu verzeichnen; zugleich ist die Arbeitslosenquote im August im Vergleich zum Vorjahr um rund einen Prozentpunkt gesunken. Eine Konsum fördernde Wirkung sollte zudem der Rückgang des Ölpreises entfalten; ich werde gleich darauf zurückkommen.

Die aktuell vorliegenden Indikatoren wie zum Beispiel der Auftragseingang und die Industrieproduktion bestätigen das Bild eines robusten Wirtschaftswachstums. Sie fallen zwar insgesamt moderater aus als im zweiten Quartal 2006; der unterliegende Trend bleibt jedoch intakt. So zeigt auch der aktuell veröffentlichte ifo-Konjunkturtest an, dass das Geschäftsklima der gewerblichen Wirtschaft im September unverändert geblieben ist. Zwar haben sich die Erwartungen weiter eingetrübt; die aktuelle Geschäftslage erreicht aber einen neuen Höchststand. Als zusammenfassender Befund ergibt sich damit das Bild einer gegenwärtig hohen Zufriedenheit bei leicht zurückgehender Zuversicht.

Ausgehend von der aktuellen Indikatorlage ist es wahrscheinlich, dass die positive Wachstumsdynamik durch die für 2007 geplante Mehrwertsteueranhebung in Deutschland nicht grundlegend gefährdet wird.

Der Rückgang der Rohölpreise um 25% in den letzten sieben Wochen unterstreicht diese Einschätzung. Die Terminmärkte haben die Preissenkung auf den Spotmärkten allerdings nicht in gleicher Weise nachvollzogen. Insofern legt der Ölpreistrückgang zwar eine leichte Aufwärtsrevision des konjunkturellen Basisszenarios nahe, allerdings nicht in dem Ausmaß des Rückgangs am Kassamarkt. Das Risiko für die Basisprojektion wäre somit in kurzfristiger Sicht ausgewogen, längerfristig existieren jedoch unverändert Abwärtsrisiken. Ich will dies kurz näher erläutern: In die von den Experten des Eurosystems erstellten Gesamtwirtschaftlichen Projektionen für den Euro-Raum – veröffentlicht Ende August diesen Jahres – ist noch eine Ölpreisannahme von 71,0 USD pro Barrel in 2006 bzw. 77,6 USD in 2007 eingegangen. Derzeit liegt der Rohölpreis aber bei 60 USD; entsprechende längerfristige Terminkontrakte werden mit gut 65 USD gehandelt.

Für Deutschland zeigen die in unserem Hause angefertigten Projektionen bislang eine Wachstumsrate des BIP in Höhe von 2 ¼ % im laufenden Jahr und von rund 1 ½ % im kommenden Jahr an. Passt man unsere Projektionen *mechanisch* an das derzeitige Niveau an den Terminmärkten an, ergeben sich etwas positivere Konjunkturperspektiven für 2006 und 2007.

In die Prognosewerte unseres Basisszenarios sind die für Deutschland erwarteten Mehrwertsteuereffekte bereits einbezogen. Dauerhaft niedrigere Ölpreise sind für sich genommen geeignet, dem negativen Einkommenseffekt der Mehrwertsteuererhöhung im kommenden Jahr entgegenzuwirken. In einem möglicherweise günstigeren Energiepreisumfeld könnten die geringeren Kaufkraftverluste die Binnennachfrage günstig beeinflussen. Dies würde zu einem stärker ausgewogenem Bild der konjunkturellen Triebkräfte in Deutschland beitragen.

4 Preisentwicklung

Zurückgehende Energiepreise nehmen auch Druck von den Headline-Inflationsraten. Eine wiederum mechanistische Aktualisierung der Stabsprojektionen ergibt derzeit, dass die Inflationsraten in Deutschland und im Euro-Raum niedriger ausfallen könnten als bislang unterstellt. Dies betrifft die Energiekomponente des HVPI. Hier ist jedoch vor einer allzu mechanistischen Sicht zu warnen. Zunächst ist der Rückgang am Terminmarkt – wie bereits erwähnt – weniger stark als am Kassamarkt. Zudem könnten - zumindest im Prinzip - die übrigen Komponenten des Preisindex durch die günstigeren binnenwirtschaftlichen Perspektiven etwas mehr Dynamik erfahren.

Schließlich ist ein dauerhaft niedrigeres Niveau des Ölpreises noch nicht gesichert. Insoweit halte ich es aus heutiger Sicht für verfrüht, mit Blick auf

die Inflationsrisiken bereits von einer nachhaltigen Entspannung auszugehen.

Im Euro-Raum liegen die Teuerungsraten weiterhin oberhalb der vom EZB-Rat festgelegten Definition für Preisstabilität. Der harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) ist im August diesen Jahres auf 2,3% (Juli: 2,4%) zurückgegangen; dies ist primär auf einen energiepreisbedingten Basiseffekt zurückzuführen. Ersten Ländermeldungen zufolge hält dieser Trend auch im September an. Er wird durch den aktuellen Ölpreisrückgang verstärkt und könnte sich bis zum Jahresende fortsetzen. Mögliche Indizien für indirekte Effekte sind in der langsam ansteigenden Kerninflationsrate (HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) zu sehen. Ebenfalls kräftig fiel der Anstieg bei den Produzentenpreisen ohne Energie aus.

Die Inflationserwartungen sind aber noch relativ solide verankert. Aus Sicht des Eurosystems ist es von größter Bedeutung, dass die Inflationserwartungen auch weiterhin fest verankert bleiben.

Das Basisszenario für die künftige Preisentwicklung dürfte – falls der Rückgang der Energiepreise dauerhaft ist – zwar etwas günstiger ausfallen; eine Quantifizierung fällt jedoch gegenwärtig noch schwer. Entsprechend meiner bisherigen Ausführungen könnten dem für sich genommen dämpfenden Einfluss niedrigerer Ölpreise auch eine Verlagerung der Inflationstriebkräfte hin zu einem stärkeren binnenwirtschaftlichen Preisdruck zumindest teilwei-

se entgegenwirken. Hinsichtlich des Risikos von Zweitrundeneffekten sind somit nicht zuletzt aufgrund der Unsicherheit über die Dauerhaftigkeit des niedrigeren Ölpreises zunächst keine wesentlichen Änderungen zu erwarten. Zu beachten bleiben unverändert die Risiken von Zweitrundeneffekten bei einem möglicherweise breiteren Preisauftrieb.

Wichtiger als die kurzfristige Volatilität der Öl- und Energiepreise ist jedoch eine mittelfristig orientierte Politik der Sicherung von Preisstabilität. Eine solche Politik erfordert weiterhin eine hohe geldpolitische Wachsamkeit.

Zusammenfassend möchte ich drei Punkte festhalten: Erstens, die bislang erfreuliche realwirtschaftliche Entwicklung kontrastiert weiterhin mit einem fortgesetzten Verfehlen der Norm für Preisniveaustabilität – auch wenn die Einschätzung des Preisszenarios derzeit mit höheren Risiken versehen ist. Aus Notenbanksicht ist nun von entscheidender Bedeutung, ob sich Zweitrundeneffekte einstellen. Dies muss insbesondere im kommenden Jahr mit Wachsamkeit beobachtet werden.

Zweitens, die Monetäre Analyse bestätigt die gegenwärtigen Preisrisiken. Das weit gefasste Geldmengenaggregat M3 ist im Euro-Raum seit geraumer Zeit kräftig gestiegen. Die expansive Liquiditätsentwicklung wird von einer dynamischen Kreditvergabe an den privaten Sektor begleitet: Seit Februar liegen die Zuwachsraten im zweistelligen Bereich. Das Wachstum von M3 und Bankkrediten hat seine wesentliche Ursache im weiterhin niedrigen

Zinsniveau. Die Liquiditätsentwicklung ist damit klar dynamischer als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wachstums nötig wäre.

Drittens, die geldpolitische Ausrichtung ist daher nach allen verfügbaren Indikatoren noch expansiv: Die realwirtschaftlichen Aussichten sind derzeit günstig, die Liquiditäts- und Kreditentwicklung weiterhin sehr dynamisch. Zwar haben sich die Inflationsaussichten auf die kurze Sicht entspannt. Die Inflationsraten liegen aber perspektivisch nach wie vor noch über der Stabilitätsgrenze von 2%. Da sich das mittel- bis langfristige Bild weitgehend unverändert darstellt, ist die Rückführung des monetären Expansionsgrads weiterhin geboten. Nicht umsonst betont das Eurosystem auch weiterhin seine hohe Wachsamkeit, um eines unserer geldpolitischen Ziele zu erreichen, die solide Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen auf einem mit Preisstabilität vereinbaren Niveau.

* * *