

Professor Dr. Franz-Christoph Zeitler

Vizepräsident

der Deutschen Bundesbank

**Geldpolitik und unternehmerische Verantwortung –
Bremsen oder Gaspedal?**

Rede bei der Vollversammlung der IHK Niederbayern in

Passau

08. Dezember 2006

– Es gilt das gesprochene Wort –

Inhalt

1	Begrüßung	2
2	Eckpfeiler der Geldpolitik in der Währungsunion.....	4
2.1	Die geldpolitische Strategie.....	4
2.2	Die Unabhängigkeit der Notenbanken.....	6
3	Verantwortung der Wirtschaftsteilnehmer	11
3.1	Verantwortung des Staates	11
3.2	Verantwortung der Unternehmer	13
4	Vorteile der Preisstabilität.....	15
5	Fazit	19

1 Begrüßung

Wenn sich unternehmerische Verantwortung im unternehmerischen Erfolg zeigt, dann brauchen sich die Unternehmen in Bayern nicht zu verstecken: „Suae quisque fortunae faber est.“ – traditionell übersetzt heißt dieser – dem Römischen Konsul Appius Claudius Caesus zugeschriebene Satz - „Jeder ist seines Glückes Schmied“. Modern, vielleicht modisch übersetzt heißt dies: „Jeder ist für sein Ranking selbst verantwortlich.“ Kürzlich wurde eine Studie des Instituts der deutschen Wirtschaft in Köln, der Initiative Neue Soziale Marktwirtschaft und der Wirtschaftswoche veröffentlicht.¹ Dort werden die deutschen Länder nach verschiedenen Kriterien sowohl in Bezug auf ihre wirtschaftliche Entwicklungsdynamik als auch in Bezug auf das erreichte Niveau bewertet. Im Ranking der wirtschaftlichen Dynamik belegt Bayern nach dieser Studie den zweiten Platz, nach dem Niveauranking sogar – wie in den letzten Jahren – den ersten Platz.

Woran liegt dies? Die Ursachen sind vielfältig; man

braucht nicht so weit zu gehen wie jener Redner, der die Bedeutung hervorhob, die der Rohstoff „Geist“ für Bayern hat und wenige Sätze später noch einen draufsetzte: „Bayern ist ein rohstoffarmes Land“.

In Bezug auf unser Thema möchte ich zwei Aussagen voranstellen und im Anschluss erläutern.

Erstens: Die gelegentlich geäußerte Auffassung, die Geldpolitik könne wirtschaftspolitischen Erfolg herbeizwingen ist illusionär und passt im Übrigen auch nicht zu einer marktwirtschaftlichen Wirtschaftsordnung. Vielmehr ist die Geldpolitik nur ein, wenngleich ein wichtiger Rahmen innerhalb dessen Unternehmen ihrer Verantwortung gerecht werden müssen.

Zweitens: Aufgabe der Geldpolitik ist es, Unternehmen bei der Wahrnehmung ihrer Verantwortung von bestimmten Risiken zu entlasten, damit sie sich auf ihre Kunden und Märkte, auf Produkte und Innovationen konzentrieren können. Das Gut, das die Geldpolitik bereitstellen muss, ist das Vertrauen in die Stabilität des Preisniveaus: Nur so kann sie ihren Beitrag zur Verstetigung der wirtschaftlichen Entwicklung liefern. Stabiles Geld legt zugleich eine Grundlage für Finanzstabilität, die mittelbar positiv auf die Realwirtschaft zurückwirkt. Finanzstabilität ist idealiter zu verstehen als System robuster Finanzintermediäre (Kreditinstitute, Versicherungen), das seine zentralen Funktionen in einer Volkswirtschaft gut erfüllen kann, und zwar auch in Stresssituationen und strukturellen Umbruchphasen. Dazu gehört auch eine ökonomisch fundierte Entwicklung an den Finanzmärkten, d. h. eine Entwicklung, die im We-

¹ Studie der IW Consult, Köln, in Zusammenarbeit mit der Initiative Neue Soziale Marktwirtschaft und der Wirtschaftswoche, Viertes Bundesländerranking: Bundesländer im Vergleich – Wer wirtschaftet am besten?, Köln, September 2006.

sentlichen von Ertragsaussichten bestimmt ist und nicht von spekulativen Überhitzungen („Blasen“) oder Schrumpfungen gezeichnet ist.

2 Eckpfeiler der Geldpolitik in der Währungsunion

Die Geldpolitik in der europäischen Währungsunion ruht inhaltlich auf der geldpolitischen Strategie des Eurosystems und institutionell auf der Unabhängigkeit der Notenbanken.

2.1 Die geldpolitische Strategie

Für die geldpolitische Strategie wichtig ist erstens eine quantitative Definition des Ziels Preisstabilität. Der EZB-Rat definiert Preisstabilität als einen Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex für das Eurogebiet von unter, aber nahe 2% gegenüber dem Vorjahr. Die so definierte Preisstabilität soll mittelfristig erreicht werden. Ich betone beide Satzteile der Definition: „unter“ und „nahe“. Die manchmal zu lesende verkürzte Wiedergabe „Preissteigerungen in der Nähe von 2 %“ wäre eine nicht intendierte Aufweichung.

Daneben ist wichtig, dass sich die Definition am Verbraucherpreisindex – also an der sog. „headline-Inflation“ – orientiert. Dem wird oft gegenüber gestellt eine Orientierung am Konzept der „Kerninflation“, die die Preissteigerung ohne volatile Komponenten wie unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie misst. Die Kerninflation ist

ein wichtiges Analyseinstrument der Geldpolitik, weil sie typischerweise kurzfristige Störfaktoren der Preisentwicklung ausblendet. Sie ist aber in meinen Augen keine geeignete Zielmarke der Geldpolitik; denn wie die Erfahrung zeigt, hat sie keine Vorlauf- oder Prognosequalität für die gesamte Verbraucherpreisinflation und schließlich ist für den Verbraucher immer noch die Preisentwicklung des gesamten Warenkorbs entscheidend.

Zweitens werden geldpolitische Entscheidungen stets auf der Basis einer umfassenden Analyse der Risiken für die Preisstabilität getroffen. Dies geschieht im Rahmen der 2-Säulen-Strategie.

Die erste Säule, die auch als wirtschaftliche Analyse bezeichnet wird, ist auf die Beurteilung eher kurz- und mittelfristiger realwirtschaftlicher Entwicklungen und Finanzierungsbedingungen ausgerichtet, also alle Komponenten des Bruttoinlandsprodukts einschließlich Angaben zu Preis- und Kostenentwicklung, Entwicklung der Lohnstückkosten und Finanzmarkteinschätzungen über die Zins- und Kursentwicklungen an den Geld- und Kapitalmärkten.

Die zweite Säule, die monetäre Analyse, beleuchtet einen längeren Horizont und reflektiert den langfristigen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisentwicklung.

Dahinter steht die durch Empirie gehärtete Erfahrung, dass der nachfrage- und damit preisrelevante Teil der Geldhaltung einen hohen Informationswert für die spätere Preisentwicklung hat. Abgrenzung und Interpretation der maßgeblichen Geldmenge und ihrer Bestimmungsfaktoren (z. B. Kreditwachstum) mögen sich mit der Entwicklung der Finanzmärkte verändern (z. B. Auftreten neuer Anlageformen; Globalisierungseffekte), der Zusammenhang als solcher bleibt aber bestehen.

Zusammengefasst dient die geldpolitische Strategie zwei Zielen:

- Sie ist ein Analysegerüst, damit bei der umfassenden Bewertung der Preisrisiken keine relevanten Informationen übersehen werden.
- Sie ist ein Medium zur Kommunikation mit der Öffentlichkeit, um geldpolitische Entscheidungen konsistent zu begründen und zu vermitteln.

2.2 Die Unabhängigkeit der Notenbanken

Damit das Eurosystem diese Strategie leben kann, benötigt es eine weitgehende Unabhängigkeit der Notenbanken. Lassen Sie mich den abstrakten Begriff der Unabhängigkeit ein wenig ausführen.

- Der bedeutendste Aspekt ist zweifellos die Unabhängigkeit von politischen Weisungen – die sog. institutionelle Unabhängigkeit. Diese ist in Art. 108 Satz 1 des EG-Vertrages verankert. Dort ist festgelegt, dass weder die EZB noch die einzelnen nationalen Zentralbanken Weisungen von politischer Seite einholen oder entgegennehmen dürfen. Darüber hinaus enthält Art. 108 Satz 2 des EG-Vertrags das Gebot an alle Exekutivorgane, „nicht zu versuchen, die Mitglieder der Beschlussorgane der EZB oder der nationalen Zentralbanken bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben zu beeinflussen“. Gestatten Sie mir, dass ich an dieser Stelle die Terminologie des Strafrechts verwende, um ganz deutlich zu sein: Die Unabhängigkeit der Notenbanken und ihrer Beschlussorgane wird nicht nur über ein „konkretes Erfolgsdelikt“ – das Verbot von Weisungen – geschützt; der Schutz erfolgt bereits über ein „abstraktes Gefährdungsdelikt“: Schon der Versuch, die Mitglieder der Beschlussorgane der Zentralbanken bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben zu beeinflussen, ist verboten. Hin und wieder in der europäischen Presse – meist im Zusammenhang mit Wahlkämpfen – zu lesende Forderungen beispielsweise nach einem „Regierungsausschuss, um die Beschlüsse der EZB zu beeinflussen“ oder "nach einer Wirtschaftsregierung für die Eurozone, die einen Gegenpart zur Europäischen Zentralbank einnimmt“, sind mit dieser rechtlichen Vorgabe nicht vereinbar.

- Die zweite Dimension der Unabhängigkeit ist die personelle. Lange Amtszeiten und fehlende Abberufungsmöglichkeiten aus politischen Gründen mindern die Möglichkeit der Politik, Druck auf einzelne Mitglieder – und hierdurch mittelbar auch auf den EZB-Rat insgesamt – auszuüben.

- Darüber hinaus sind die Zentralbanken des Eurosystems auch in finanzieller Sicht in hohem Maße unabhängig. Bei der Erfüllung ihrer Aufgaben hängen sie nicht am „Tropf“ anderer öffentlicher Stellen. Auch die finanzielle Unabhängigkeit verhindert, dass Notenbanken – etwa über knappe Mittelzuweisung – mittelbar unter politischen Druck geraten.

- Die vierte Dimension der Unabhängigkeit ist die funktionale und betrifft die Frage der Zielvorgabe für die Notenbank. Für das ESZB ist das Ziel der Preisstabilität im EG-Vertrag als vorrangig verankert.² Nur soweit es ohne Beeinträchtigung des Primärziels der Geldwertstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik der Gemeinschaft. Diese eindeutige Rangordnung der Aufgaben beugt möglichen Konflikten vor, die entstehen könnten, würde das Eurosystem mehrere Ziele gleichzeitig verfolgen. Äußerungen, das Konzept der EZB stehe „ für eine Geldpolitik, die sich nicht ausreichend um Wachstum und Beschäftigung sorgt“ oder

² Art. 105.1 EG-Vertrag.

Forderungen nach einer Wechselkursstrategie, „die die Ziele Wirtschaftswachstum, Schutz unserer Industrie und Beschäftigung vereinigt“, entsprechen weder Wortlaut noch Sinn des EG-Vertrags.

- Über diese von der Literatur anerkannten Dimensionen der Unabhängigkeit scheint mir auch der Aspekt der „strukturellen Unabhängigkeit“ wichtig. Damit meine ich das Vorschlagsrecht und die Besetzung der Führungspositionen in den Notenbanken. Das Bestellungsverfahren des EZB-Rates ist nämlich plural und zeitlich versetzt. Der EZB-Rat besteht aus den nationalen Notenbankgouverneuren, die von den jeweiligen Regierungen vorgeschlagen werden, und sechs Direktoriumsmitgliedern; diese sechs sind von den Staats- und Regierungschefs der Mitgliedstaaten einvernehmlich auszuwählen.³ Damit folgt das ESZB-Statut der bewährten Einrichtung des früheren Zentralbankrats der Deutschen Bundesbank. Auch unser ehemaliger Zentralbankrat setzte sich aus einem Direktorium und den Präsidenten der Landeszentralbanken zusammen. Dass die Amtszeiten der Entscheidungsträger des EZB-Rats zu unterschiedlichen Zeitpunkten enden, dient einerseits der Kontinuität des Gremiums; andererseits ist durch sie auch faktisch ausgeschlossen, dass eine – zu einem bestimmten Zeitpunkt vorherrschende – politische Strömung das gesamte Direktorium der EZB neu besetzen kann.

³ Art. 112, 2 b EG-Vertrag.

Die juristische Absicherung der Unabhängigkeit im EG-Vertrag, im ESZB-Statut ist umfassender als die der Bundesbank in der Zeit vor der Währungsunion. Das ist ein wichtiger Punkt, denn eine – nennen wir sie – „gesamteuropäische Öffentlichkeit“ besteht bislang nur in Ansätzen. Die Erfahrungen der Bundesbank bei Meinungsverschiedenheiten mit der Bundesregierung – ich erinnere zum Beispiel an die in den letzten 30 Jahren immer wieder aufflackernde „Golddebatte“ – haben aber gezeigt, wie wichtig öffentlicher Rückhalt ist.

Die Unabhängigkeit der Zentralbanken ist kein Selbstzweck. Vielmehr dient sie im Kern dazu, glaubwürdig eine langfristige Stabilitätsorientierung der Geldpolitik sicherzustellen. Kurzfristige Wahlinteressen der politischen Kräfte sollen keinen störenden Einfluss auf das Verfolgen des übergeordneten Ziels eines stabilen Geldwertes haben.

Gerade in der Anfangsphase der Währungsunion war die ausgeprägte Unabhängigkeit des ESZB ein wichtiges Signal an die Bevölkerung und die Finanzmärkte, wichtig für die Glaubwürdigkeit des Eurosystems. Absicht war, die Inflationserwartungen bereits zu Beginn der Währungsunion niedrig zu halten. Wie gut dies gelungen ist, möchte ich Ihnen anhand der langfristigen Inflationserwartungen demonstrieren.

Die Unabhängigkeit einer Notenbank zahlt sich aus. Mit anderen Worten: Es gibt einen nachweisbaren Zusammenhang zwischen geldpolitischer Unabhängigkeit und Geldwertstabilität.

Die Unabhängigkeit der Notenbanken ist somit eine wichtige und notwendige, wenngleich auch keine hinreichende Bedingung für Geldwertstabilität.

3 Verantwortung der Wirtschaftsteilnehmer

Und genau hier – um aus dem „notwendig“ ein „hinreichend“ zu machen – kommen die zwei großen Sektoren der Volkswirtschaft ins Spiel: Der Staat und der private Sektor, insbesondere die Unternehmen.

3.1 Verantwortung des Staates

Die Notwendigkeit, die Geldpolitik durch eine solide Finanzpolitik zu flankieren, gilt insbesondere in einer Währungsunion. Hierin lag und liegt der Grund für den Stabilitäts- und Wachstumspakt, der im Jahr 2005 überarbeitet worden ist. Ob die neu formulierten Regeln ihre Feuertaufe überstehen, bleibt abzuwarten. Unabhängig von der Formulierung des „Paktes“ – der genau genommen kein „Pakt“ ist, sondern aus zwei europäischen Verordnungen besteht – ist aber eine solide Finanzpolitik in einer Währungsunion besonders wichtig,

um Konflikte mit der Geldpolitik und auch der einzelnen Mitgliedsstaaten untereinander zu vermeiden.

- Bei hohem öffentlichen Schuldenstand könnte die Politik nämlich versucht sein, die Last der öffentlichen Verschuldung durch „etwas mehr Inflation“ mindern zu wollen. Öffentlicher Druck auf die Zentralbank zur Lockerung der Geldpolitik wäre die Folge. Diesem Druck wirkt die Unabhängigkeit der Zentralbank zwar entgegen, löst jedoch das grundsätzliche Konfliktpotential nicht auf.
- Darüber hinaus könnte ein Land in einer Währungsunion versucht sein, „über seine Verhältnisse zu leben“ und darauf hoffen, dass seine Kreditwürdigkeit nicht nur an seinen eigenen Finanzen, sondern auch an denen der anderen Mitgliedsstaaten gemessen wird. Diesem „moralischen Risiko“ kann man – solange es nationale Finanzhoheit gibt – nur dadurch begegnen, dass für alle verbindliche Haushaltsregeln aufgestellt werden.

Außerdem zeigt der Blick auf die Wirklichkeit, dass solide öffentliche Haushalte, damit zusammenhängende Vertrauenseffekte und solides Wachstum durchaus komplementär sind: so hatten die eu-

ropäischen „Wachstumsspitzenreiter“ der letzten Jahre (Spanien, Irland, Finnland) auch in der Regel die besten Finanzdaten.

Finanzpolitik und Geldpolitik sind aber durchaus nicht „geborene Gegensätze“, sondern sollten eigentlich „natürliche Verbündete“ sein. Sie haben vor allem eine gemeinsame Eigenschaft, die der vom Geldpolitiker zum italienischen Finanzminister gewechselte Tomaso Padoa Schioppa hervorgehoben hat: the „art of saying no“. Nach der Erfahrung gibt es das „einfache Nein“; das konditionierte Nein („so nicht“); das brutale Nein („nur über meine Leiche“) und das elegante Nein: jedes Nein zu einem kurzfristigen Wunsch bedeutet ein Ja zu einem längerfristigen Ziel.

3.2 Verantwortung der Unternehmer

Zur unternehmerischen Verantwortung gehört die Preisfindung im Wettbewerb mit anderen Unternehmen bei gleichzeitiger Berücksichtigung der gesamtwirtschaftlichen Implikationen des individuellen Handelns. Dieser zweite Punkt mag auf den ersten Blick überraschen, es gibt jedoch anschauliche Beispiele aus anderen Bereichen, was dies bedeutet.

Auch wenn der Ölpreis heute deutlich über dem Niveau der letzten Jahre liegt, so haben die Erzeugernationen doch gelernt und versuchen darauf zu achten, dass der Preis nicht so hoch steigt, dass er

die Weltwirtschaft und damit ihre eigenen Wirtschafts- und Anlageinteressen nachhaltig schädigt. Ein anderes, vielleicht näher liegendes Beispiel sind Tarifverhandlungen: Nach der Einigung der Sozialpartner hat ein Unternehmen im Rahmen gewisser Spielräume die Möglichkeit, die gestiegenen Arbeitskosten über höhere Preise zu kompensieren. Dies liegt besonders nahe, wenn die Lohnsteigerungen über das Produktivitätswachstum hinausgehen. Handeln viele oder gar alle Unternehmen ähnlich, so kann es leicht zu einer Lohn-Preis-Lohn-Spirale kommen, die dann von der Notenbank durch eine restriktive Geldpolitik bekämpft werden muss.

Ein anderes Korrektiv – im Endeffekt jedoch mit gleichem Ergebnis – wirkte im Falle der Euro-Einführung. Manche Unternehmen des Dienstleistungssektors nutzten die Währungsumstellung zu Preiserhöhungen; in diesem Fall kam es nicht zu einer Preis-Lohn-Spirale, sondern zu Nachfragerückgängen durch die Verbraucher, die in zum Teil deutlichen Umsatzrückgängen mündete. Preisnachlässe in Form von Rabatten und Sonderaktionen waren die Folge.

Die Aufgabe oder – um das im Titel beschriebene Bild eines Fahrzeugs aufzugreifen – die Funktion der Geldpolitik ist also weder „Bremse“ noch „Gaspedal“ für das Automobil „Wirtschaft“, sondern ihr Job ist die „Schaffung von Verkehrssicherheit“; worin besteht nun diese Verkehrssicherheit?

4 Vorteile der Preisstabilität

Eine erfolgreiche Notenbankpolitik zeichnet sich durch rechtzeitiges Handeln aus. Sie stabilisiert die Erwartungen und verhindert, dass inflationäre Prozesse ins Laufen kommen. Gerade dieses vorausschauende Handeln führt im Übrigen gelegentlich zu Kritik an der Geldpolitik, da die Notwendigkeit des Handelns zu einem frühen Zeitpunkt nicht jedem klar vor Augen ist. Gerade dieses frühe Handeln ist jedoch immens wichtig und im Interesse aller Wirtschaftsakteure. Sicherlich kann eine Notenbank auch einen inflationären Prozess stoppen; die Kosten der Rückführung von hohen Inflationsraten auf niedrige und langfristig tragbare – die sog. „sacrifice ratio“⁴ – sind jedoch sehr hoch.⁵

Doch mehr noch: Nicht nur, dass der Kampf gegen Inflation Wachstum kostet, auch der Umkehrschluss ist zulässig: Preisstabilität fördert Wirtschaftswachstum.

Untersuchungen aus der Bundesbank haben den Effekt für die Zeit vor der Währungsunion geschätzt und kommen zu dem Schluss,

⁴ Deutscher Begriff: Opferquotient. Er gibt den Verlust an Wirtschaftswachstum bei Reduktion der Inflationsrate um ein Prozent an.

⁵ Der Opferquotient verschiedener Studien für Deutschland liegt, in Abhängigkeit der verwendeten Messmethode und der verschiedenen Zeitpunkte, zwischen 0,8 und 4. Tödter, K-H., Ziebarth, G., Price Stability vs. Low Inflation in Germany: An Analysis of costs and benefits, NBER Working Paper, 6170, 1997: Tabelle 2.2 gibt einen Überblick über verschiedene Studien.

dass ein preisstabiles Umfeld das jährliche Wachstum c.p. um ca. 1,4 %-Punkte erhöht.⁶

Wie sie sehen, liegen die „Spitzen“ von Wachstumsrate und Inflation oft deutlich auseinander. Mit anderen Worten: Es gab in Deutschland einige Phasen, in denen auf hohe Inflationsraten ein Wachstumseinbruch folgte. Es gibt – ceteris paribus – einen Zusammenhang von Stabilität und Wachstum, wenn auch – dies ist zu betonen – der komplexe Prozess der Entstehung von Wirtschaftswachstum alles andere als monokausal ist und natürlich zyklische, qualitative (z. B. Abgabenniveau, Bürokratieeffekte) und exogene Faktoren (Rohstoffpreise, Wechselkurseffekte) zu beachten sind. In der einfachen Grafik bleiben diese weiteren Bestimmungsfaktoren ausgeblendet.

Die praktischen Erfahrungen haben folgenden Hintergrund:

Preisstabilität erhöht erstens die Effizienz des Wirtschaftens und sorgt zweitens für mehr soziale Gerechtigkeit.

Zu meinem ersten Punkt:

⁶ Tödter, K.-H., Ziebarth, G. a.a.O., Tabelle 3.1.

- In einem preisstabilen Umfeld sind Veränderungen der relativen Preise leichter zu erkennen, da es keine Überlagerungseffekte durch Schwankungen des allgemeinen Preisniveaus gibt. Eben diese relativen Preise lenken aber Investitions- und Konsumentscheidungen. Folglich führen klar erkennbare relative Preise zu einem effizienteren Ressourceneinsatz. Die positive Folge für die Unternehmen ist, dass sie sich auf Produktivitätssteigerung, Produktinnovationen o.ä. konzentrieren können. Der Wohlstand der Gesellschaft steigt.
- In einem preisstabilen Umfeld können Gläubiger auf Inflationsrisikoprämien verzichten, da nominale Verbindlichkeiten ihre Kaufkraft behalten. Unternehmen profitieren hiervon ganz direkt, da sie – ceteris paribus - geringere Zinsen auf ihr Fremdkapital zahlen.
- Darüber hinaus entspannt ein preisstabiles Umfeld die Situation bei Tarifverhandlungen. Hohe Inflationsraten hingegen führen natürlich auch zu steigenden Lohnforderungen. Für Unternehmen bedeutet dies zunehmende Schwierigkeiten, qualifizierte Mitarbeiter zu akquirieren und höhere Personalkosten.
- Ein letztes „Effizienzargument“: Inflation kann als eine Form der Besteuerung von Bargeldbeständen gesehen werden. Die Wirtschaftsakteure werden also bei hohen Inflationsraten und sonst gleichen Bedingungen weniger Bargeld halten als in einem preis-

stabilen Umfeld und damit höhere Transaktionskosten in Kauf nehmen. Diese sog. „Schuhsohlenkosten“⁷ stiften keinen volkswirtschaftlichen Nutzen und können vermieden werden. In größeren Unternehmen, oder besonders in Handelsunternehmen, kann die Bargeldlogistik einen bedeutenden Kostenblock darstellen, der vermutlich nur bei einem relativ stabilen Preisniveau zu vertretbaren Kosten gemanagt werden kann.

Neben diesen Effizienzargumenten spricht auch die soziale Gerechtigkeit, der zweite Argumentenkomplex, für Preisstabilität.

- In unserer Zeit besonders wichtig ist der Aspekt der Generationsgerechtigkeit. In einem preisstabilen Umfeld kann ein Mensch im Alter von den Früchten seiner eigenen Arbeit leben. Er kann in jungen Jahren sparen und investieren ohne sich Sorgen um Geldentwertung machen zu müssen; dieser Umstand erweitert die Palette an Investitions-Instrumenten erheblich. Wie wichtig schon geringe Unterschiede in den Inflationsraten sein können und wie groß die langfristigen Auswirkungen auf die Kaufkraft des Geldes sein können, möchte ich Ihnen an einem Beispiel verdeutlichen:

Die durchschnittliche Geldentwertung der Deutschen Mark belief sich in den Jahren von 1950 bis 1998 auf 2,77 %, die des US-Dollars auf 4,05 %. Diese um 1,28 %-Punkte höhere Geldentwer-

⁷ Englischer Originalbegriff: shoe-leather costs.

tung in den USA führte dazu, dass der US-Dollar in diesem Zeitraum 86 % seiner Kaufkraft, die Deutsche Mark „nur“ 74 % ihrer Kaufkraft eingebüßt hat. Lässt man die Wechselkurseffekte in dieser Zeit beiseite, war also die Kaufkraft der Deutschen Mark nach 49 Jahren fast doppelt so hoch wie die des US-Dollars.

5 Fazit

Eine stabilitätsorientierte Geldpolitik ist somit gut für Wachstum. Ein solches Umfeld kommt auch den Unternehmen in einer Volkswirtschaft zu Gute.

Wie ist es nun bestellt, um die Preisstabilität im Eurowährungsraum?

Die Fakten:

- Die Inflationsrate – gemessen am harmonisierten Verbraucherpreisindex – lag im Eurosystem von Januar 2006 bis einschließlich August zwischen 2,2 und 2,5 % und somit oberhalb unserer Zielmarke. Im September und Oktober fiel die Inflationsrate auf 1,7 bzw. 1,6%.

- Die EZB hat seit Dezember 2005 den „Leitzins“ für die Refinanzierungskredite an die Geschäftsbanken in sechs Schritten von 2 auf 3,5 % ⁸ erhöht.

Die Ursachen für die Preissteigerungsraten und für die Reaktionen des EZB-Rates sind komplex und vielfältig. Ich möchte drei Themen näher ansprechen:

Erstens: Die Rohstoffpreise waren in den ersten zwei Quartalen dieses Jahres auf sehr hohem Niveau.

Die Ölpreise beispielsweise stiegen zeitweise bis auf knapp 80 USD/Barrel. Dies trieb die Verbraucherpreise beträchtlich. Im Anschluss gaben die Ölpreise wieder auf ca. 60 Dollar/Barrel nach, was den Inflationsdruck spürbar dämpfte. In der Folge wurden dann einige Stimmen laut, die der EZB eine Lockerung der Geldpolitik empfahlen, da doch der Inflationsdruck gewichen sei. Statt dessen hat die EZB den Mindestbietungssatz [gestern um weitere 25 Basispunkte erhöht]. Warum?

Die Achterbahnfahrt der Ölpreise hat direkt keinen Einfluss auf die Geldpolitik. Solange steigende Energiekosten keine Zweitrundeneffekte über Lohn-Preis-Lohn-Spiralen nach sich ziehen und als per-

⁸ Stand: 08. Dezember 2006.

sistente Preiserhöhung die Erwartungen nach oben ziehen, solange sollte die Geldpolitik keine Gegenmaßnahmen ergreifen.

Was hat den EZB-Rat dann aber zu der Erhöhung der Leitzinsen von 2 auf 3,5 % veranlasst? Beide Säulen der Strategie der EZB kommen zu dem Ergebnis, dass Aufwärtsdruck auf die Preise gegeben ist:

Die Säule 2 der EZB-Strategie – die monetäre Analyse – deutet seit geraumer Zeit Preisdruck an.

Die Geldmenge und damit die Liquiditätsausstattung in der Währungsunion wächst weiterhin deutlich schneller als dies für angemessenes Wachstum nötig wäre. Insbesondere das Kreditwachstum im Euroraum entwickelt sich mit zweistelligen Zuwachsraten sehr dynamisch, wenn auch nach wie vor in Kontrast zu den niedrigeren Zahlen in Deutschland. Die Finanzierungsbedingungen sind aber auch in Deutschland sehr günstig. Die langfristigen Realzinsen⁹ liegen bei ca. 2 % und somit knapp auf der Hälfte des Niveaus des Durchschnitts der 90er Jahre.

Auch die gesamtwirtschaftliche Analyse der Säule 1 – und damit komme ich zu meinem dritten und letzten Punkt – deutet, wenn auch moderater als die Säule 2, auf mögliche Preisrisiken hin. Mo-

natliche Konjunktur- und Stimmungsindikatoren (Auftragseingänge, Konsumklima-, Geschäftsklimaindikatoren) senden Signale für eine anhaltende Dynamik der wirtschaftlichen Expansion in 2006. Ferner dürfte die Investitionstätigkeit, gestützt durch die guten Finanzierungsbedingungen und kräftigen Erträge der Unternehmen, dynamisch bleiben. Auch ist die Arbeitslosenquote zurückgegangen und das Beschäftigungswachstum hat sich erholt. So erfreulich dies per se auch ist: stärker als erwartet steigende Löhne wären ein deutliches Aufwärtsrisiko für die Preisstabilität. Die Wirtschaft in der Währungsunion insgesamt wird in 2006 voraussichtlich leicht über ihrem Potenzial wachsen; im Fall Deutschlands sogar deutlich darüber, wobei das Potenzialwachstum hierzulande allerdings nur bei ca. 1,5 % liegt. Potentialwachstum verstanden als das Wachstum, das sich im Trend über die Jahre hinweg bei normaler Auslastung der Kapazitäten ergibt. Dies ist im Übrigen mit ein Grund, warum EZB und Bundesbank immer wieder zu strukturellen Reformen aufgerufen haben: Es ist Aufgabe der Wirtschafts-, Finanz- und Sozialpolitik, dieses Potenzialwachstum zu erhöhen und somit höheres Wachstum ohne Preisrisiken, ohne Inflationsgefahren möglich zu machen.

Die Geldpolitik hat unter anderem erreicht, dass die Preiserwartungen „verankert“ bleiben und damit auch die Kapitalmarktzinsen „ce-

⁹ Realzins auf Basis von Bundesanleihen mit zehn Jahren Restlaufzeit.

teris paribus“ niedriger liegen als dies bei höheren Inflationserwartungen der Fall wäre.

Unabhängig von der Frage, durch welche Bestimmungsfaktoren das nach wie vor niedrige Niveau der Kapitalmarktzinsen zu erklären ist – aus den USA stammt das Wort vom „conundrum“ (Rätsel) –, ein Faktor ist jedenfalls das Fehlen von „Inflationsprämien“, mit denen sich Kapitalgeber von ihren Schuldnern Preisrisiken bezahlen lassen.

Lassen Sie mich zusammenfassen:

- Aufgabe der Geldpolitik ist es, für Wirtschaft und Verbraucher die Liquidität zur Verfügung zu stellen, die nötig ist, um das Wachstumspotenzial spannungsfrei zu erreichen.
- Aufgabe der Wirtschaftspolitik und der Tarifpartner ist die Erhöhung des Potenzials.
- Die Aufgabe der Unternehmen liegt darin, den Mantel auszufüllen, der durch die Politik und die Liquidität in seiner Konfektionsgröße festgelegt ist. Dies ist der schwierigste Teil des Dreisatzes.

Bei dieser Aufgabe wünsche ich Ihnen weiterhin viel Erfolg!

* * *