

**Professor Dr. Axel A. Weber**

Präsident

der Deutschen Bundesbank

**Aktuelle Fragen der Geldpolitik**

Vortrag auf dem Wirtschaftstag 2005 der Volksbanken und Raiffeisenbanken

in Frankfurt/Höchst

am 25. Oktober 2005

– Es gilt das gesprochene Wort –

## Inhalt

Ölpreisentwicklung.....	4
Ölpreisentwicklung und Inflation .....	5
<i>Direkte Effekte</i> .....	6
<i>Indirekte Effekte</i> .....	6
<i>Zweitrundeneffekte</i> .....	7
Ölpreisentwicklung und Geldpolitik .....	9
Anhang .....	12

Meine sehr verehrten Damen und Herren,

sehr gerne bin ich heute hier auf dem Wirtschaftstag 2005 der Volksbanken und Raiffeisenbanken. Für die Einladung möchte ich mich herzlich bedanken.

Die heutige Veranstaltung stellt als eines der größten deutschen Unternehmertreffen eine hervorragende Möglichkeit dar, um aktuelle Fragen der Geldpolitik mit einer außerordentlich großen Zahl an Vertretern der deutschen Wirtschaft zu diskutieren.

Gestatten Sie mir in diesem Zusammenhang einleitend einige kurze Bemerkungen zur europäischen Geldpolitik:

Das übergeordnete Ziel der Geldpolitik des Eurosystems ist die mittelfristige Sicherung von Preisniveaustabilität. Diese erfolgt vor dem Hintergrund der Erkenntnis, dass ein stabiles Preisniveau die besten Voraussetzungen für das langfristige Wachstum und damit für die Beschäftigung bietet. Preisniveaustabilität sehen wir dabei gegeben bei einem jährlichen Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) von unter, aber nahe 2% in der mittleren Frist. Soweit das Ziel der Preisstabilität dadurch nicht beeinträchtigt wird, soll die Geldpolitik darüber hinaus die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft unterstützen.

Zur Erreichung seiner Ziele stützt sich das Eurosystem auf eine Zwei-Säulen-Strategie. Die Strategie ist dabei ein Mittel zur Organisation, Bewertung und Konsistenzprüfung der

zahlreichen Informationen, die relevant sind für die Analyse von Risiken für die Preisniveaustabilität im Euro-Raum. Das erste Element ist die regelmäßige Analyse der wirtschaftlichen Entwicklung – also der Realwirtschaft und der Finanzmarktkonditionen – mit dem Ziel, die kurz- bis mittelfristigen Preisrisiken zu erfassen. Das zweite Element umfasst die Analyse der monetären Entwicklung. Diese kann mittel- bis langfristige Inflationsrisiken signalisieren. Zudem dient die monetäre Analyse der Gegenprüfung der Erkenntnisse der wirtschaftlichen Analyse.

Beide Säulen der Strategie zeigen gegenwärtig gestiegene Risiken für die Preisniveaustabilität im Euro-Raum an. Ursächlich ist hierfür zum einen der kräftige Energiepreisanstieg und zum anderen die seit geraumer Zeit reichliche Liquiditätsausstattung.

Gerade die Entwicklung der Ölpreise zieht gegenwärtig viel Aufmerksamkeit auf sich. Aus diesem Grunde möchte ich die geldpolitisch relevanten Aspekte des Energiepreisanstiegs in den Mittelpunkt meines Vortrags stellen. Lassen Sie mich jedoch zuvor kurz auf die aktuelle konjunkturelle Lage eingehen:

Sie ist gegenwärtig von einem robusten weltwirtschaftlichen Wachstum gekennzeichnet. Dessen Motoren sind die USA und Südostasien – hier vor allem China. Vom IWF wird das Wachstum in diesem und im kommenden Jahr mit 4,3% prognostiziert. Damit liegt das weltwirtschaftliche Wachstum über dem langjährigen Durchschnitt in Höhe von 3½ %. Dies spricht angesichts des kräftigen Energiepreisanstiegs für ein festes Fundament der Weltwirtschaft. Gleichzeitig ist der globale hausgemachte Inflationsdruck weiterhin verhalten.

Im Euro-Raum war das Expansionstempo im zweiten Quartal auf Grund eines schwächeren privaten Verbrauchs und schwächerer Impulse vom Außenhandel zwar moderat. Die Indikatoren für die zweite Jahreshälfte sind aber aufwärtsgerichtet.

Die wirtschaftliche Entwicklung Deutschlands war im zweiten Quartal durch eine Seitwärtsbewegung gekennzeichnet nach einem kräftigen Wachstum zu Jahresbeginn.

Die deutliche Ausweitung der Geschäftsaktivitäten der Industrie im Juli sorgte jedoch für einen guten Start in das 3. Quartal. Auf Jahressicht erwarten wir einen BIP-Zuwachs von knapp 1% in kalenderbereinigter Sicht. Im kommenden Jahr bleibt die moderate Aufwärtstendenz intakt. Positive Impulse werden weiterhin vom Export ausgehen, genauso wie von einer fortgesetzten Belebung der Ausrüstungsinvestitionen. Das Sorgenkind bleibt der private Verbrauch.

Insgesamt sind die Aussichten für die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland und Europa somit verhalten optimistisch. Unser Basisszenario für die konjunkturelle Entwicklung geht demnach nicht von einer energiepreisbedingten deutlichen Abschwächung oder gar einem rezessiven Umfeld aus. Aber die weitere Entwicklung des Ölpreises stellt das Hauptrisiko für die Konjunktur dar.

Die jüngsten Inflationsraten in Deutschland und im Euro-Raum sind auf vergleichsweise hohe Niveaus von deutlich über 2% gestiegen. Sie liegen damit deutlich über der Stabilitätsnorm des Eurosystems. Wir gehen davon aus, dass dies auch über weite Teile des Jahres 2006 so bleiben wird. Maßgeblich für diese Entwicklung ist primär der Anstieg der Ölpreise. Zentral für die Konjunktur- und Preisrisiken ist somit der Ölpreisanstieg.

### **Ölpreisentwicklung**

Der Ölpreis ist seit ungefähr Oktober 2003 nahezu kontinuierlich angestiegen. Im September 2005 lag der Preis für 1 Barrel Rohöl der Sorte Brent durchschnittlich bei 64 USD. Damit war der Ölpreis fast 60% höher als Ende des Jahres 2004 und mehr als doppelt so hoch wie im Herbst 2003. [Folie 1]

Der Ölpreis ist somit jüngst – in USD wie in Euro – auf das höchste je gemessene Niveau angestiegen. Die relative Preiserhöhung ist jedoch niedriger als in früheren Phasen bedeutender Ölpreissteigerungen. Dieser Eindruck ändert sich allerdings, wenn man den Preisanstieg seit 1999 als einen zusammenhängenden stufenweisen Energiepreisschock interpretiert. Der Energiepreisanstieg der vergangenen Jahre ist in seinen Ausmaßen daher insgesamt durchaus mit den Schocks der Vergangenheit vergleichbar.

Die Ursachen für die jüngste Ölverteuerung liegen eher auf der Nachfrageseite: Vor allem die weltweite konjunkturelle Entwicklung und die strukturell gestiegene Ölnachfrage haben den Druck auf die Ölpreise erhöht.

Die Ursachen für die Ölverteuerung legen nahe, dass die Ölpreise dauerhaft hoch bleiben werden. Indizien hierfür liefert auch der Terminmarkt. Auf Sicht von rund zehn Jahren werden Ölpreise in Höhe von etwa 60 USD erwartet. Wir haben es daher mit einem persistenten Energiepreisschock zu tun. Gegenwärtig besteht zwar kein Anlass für die Annahme weiterer kräftiger Anstiege. Hinsichtlich der Prognosesicherheit legen hier die Entwicklungen der letzten Jahre aber eine gewisse Vorsicht nahe.

Der Befund eines dauerhaft gestiegenen Ölpreises erfordert zunächst eine konzeptionelle Klärung der unterschiedlichen Übertragungskanäle eines Ölpreisschocks auf die Inflation und die Realwirtschaft. Erst im Anschluss daran lässt sich die Frage der angemessenen geldpolitischen Reaktion sinnvoll erörtern.

### **Ölpreisentwicklung und Inflation**

Der Ölpreisanstieg hat sich bereits in der Entwicklung einzelner Preiskomponenten bemerkbar gemacht. Für die Geldpolitik ist aber entscheidend, über welche Kanäle sich ein Energiepreisanstieg überträgt. Üblicherweise werden Erstrundeneffekte und Zweitrundeneffekte unterschieden, wobei die Erstrundeneffekte in direkte und indirekte unterteilt werden. [Folie 2]

Die direkten Effekte beschreiben die unmittelbare Wirkung einer Ölpreisänderung auf die im Gesamt-Preisindex enthaltenen Energiekomponenten. Diesen Effekt bemerkt jeder von uns gegenwärtig schmerzlich an den Zapfsäulen. Die indirekten Effekte beschreiben die möglichen Auswirkungen höherer Energieeinsatzkosten auf die Preise anderer Waren und Dienstleistungen. Zweitrundeneffekte entstehen durch die mögliche Reaktion von Marktteilnehmern auf eine bereits gestiegene Inflationsrate: Im Zentrum steht hier die Reaktion der Lohn setzenden Parteien. Sind diese bestrebt, ihre durch steigende

Energiepreise reduzierte Kaufkraft wieder auf das ursprüngliche Niveau zu erhöhen, entsteht die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale und einer akzelerierenden Inflation. Ein sich beschleunigender allgemeiner Preisauftrieb eröffnet zudem die Gefahr, dass die Inflationserwartungen steigen. Andererseits werden stabil verankerte Inflationserwartungen den allgemeinen Preisauftrieb beschränken. Hieraus wird deutlich, dass Zweitrundeneffekten und der Stabilität der Inflationserwartungen eine zentrale Rolle für den inflationären Effekt eines Energiepreisanstiegs zukommt.

### ***Direkte Effekte***

Der direkte Einfluss der Verteuerung von Energiekomponenten auf die gesamte Inflation ist abhängig vom privaten Verbrauch an Energie, d. h. vom Anteil der Energiekomponenten am Warenkorb der privaten Haushalte. Das Gewicht der Energie im Warenkorb zur Messung der deutschen Verbraucherpreise (HVPI) beträgt im Jahr 2005 9,9%. Die Gewichte des deutschen VPI-Index und des HVPI-Index für den Euro-Raum sind mit 8,1% bzw. 8,6% ähnlich hoch. [Folie 3]

Der Teilindex Energie hat sich seit Anfang 2004 spürbar erhöht. Im Durchschnitt betrug der monatliche Anstieg gegenüber dem Vorjahr rund 8% und war damit deutlich höher als der des Gesamtindex. Ohne die Komponente Energieverbrauch der Haushalte hätte die Gesamtinflation im Durchschnitt weniger als 1,5% betragen. Ein annähernd ähnliches Bild ergibt sich für den Euro-Raum. [Folie 4]

### ***Indirekte Effekte***

Ein Anstieg der Energiepreise geht aber möglicherweise nicht nur über den direkten Verbrauch von Energieprodukten durch die privaten Haushalte in die Inflationsrate ein. Energie ist ein wichtiger Faktor bei der Erzeugung von Waren und Dienstleistungen jeder Art. Wird eine Ölverteuerung auch von Unternehmen energieferner Produkte in ihren Preisen weitergegeben, so können sich durch diesen indirekten Effekt letztlich die Preise aller Produkte im Warenkorb der privaten Haushalte erhöhen. Die Weitergabe eines

Ölpreisanstiegs in die Preise mehrerer – auch energieferner – Sektoren lässt sich an der Entwicklung der Produzentenpreise ablesen.

Zwischen der Veränderung der Ölpreise und der deutschen Erzeugerpreise besteht ein relativ enger Zusammenhang. Am aktuellen Rand (September) ist ein Anstieg der deutschen Erzeugerpreise auf 4,9% gegenüber dem Vorjahr zu verzeichnen. Dieser ist jedoch hauptsächlich auf die Preisentwicklung in den energienahen Branchen zurückzuführen. Ohne Energie wäre der Erzeugerpreisindex nur um 1,5% gestiegen. Ein Übergreifen des Preissteigerungsdrucks auf alle Branchen ist somit noch nicht zu erkennen. Ähnliches gilt für den Euro-Raum: Hier betragen die August-Werte für den Erzeugerpreisanstieg gegenüber dem Vorjahr 4,0%. Ohne Energiekomponenten (und Baugewerbe) hätte die Erzeugerpreis-inflation dagegen nur 1,3% betragen. [Folie 5]

Die Persistenz des jüngsten Ölpreisanstiegs birgt jedoch die Gefahr, dass es zu einer stärkeren Überwälzung in der Zukunft kommen kann. Dem steht entgegen, dass die Ölabhängigkeit der europäischen Wirtschaft gesunken ist und die Preissetzungsspielräume sich wegen des höheren Wettbewerbs und der schwachen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage reduziert haben. [Folie 6]

Geldpolitisch gesehen haben die indirekten Effekte – ähnlich wie die direkten Effekte – nur einen vorübergehenden Einfluss auf die Inflationsrate. Eine dauerhafte Gefahr für die Preisniveaustabilität geht jedoch von den Zweitrundeneffekten aus.

### **Zweitrundeneffekte**

Wichtige Indikatoren für Zweitrundeneffekte eines Ölpreisanstiegs auf die Inflationsrate sind die allgemeine Lohnentwicklung sowie die Entwicklung der (mittel- bis langfristigen) Inflationserwartungen.

Am aktuellen Rand ist kein hoher Lohndruck zu erkennen:

- In Deutschland lag das Lohnwachstum im zweiten Quartal 2005 bei 0,6%, obwohl die Arbeitsproduktivität im gleichen Zeitraum um 0,5% gestiegen ist. Damit sanken

die – für die Unternehmen letztlich relevanten Lohnstückkosten – im Vorjahresvergleich um 1,1%. [Folie 7]

- Im gesamten Euro-Raum ist die Lohnzurückhaltung weniger ausgeprägt: Im ersten Quartal 2005 stiegen die Löhne um 2,0% bei einer Zunahme der Arbeitsproduktivität um 0,4%. Die Lohnstückkosten nahmen folglich im ersten Quartal 2005 um 1,6% zu. Im zweiten Quartal war der Lohnstückkostenzuwachs mit 1,1% wieder etwas niedriger.

Die Lohnentwicklung ist trotz hoher Ölpreise bisher moderat geblieben, weil die Möglichkeit, höhere Löhne durchzusetzen, auch abhängig von anderen Faktoren ist. So bieten gegenwärtig die allgemeine gesamtwirtschaftliche Lage und v.a. die hohe Arbeitslosigkeit wenig Spielraum für höhere Lohnforderungen – im Gegensatz zur Situation in den 1970ern, als der Ölpreisanstieg in einem Umfeld konjunktureller Überhitzung stattfand. Es besteht aber nach wie vor eine potenzielle Gefahr von Zweitrundeneffekten durch Indexierungsklauseln in einigen Ländern des Euro-Raums. Automatische Anpassungen von Löhnen an die Inflation sind beispielsweise noch in Belgien, Spanien und Luxemburg üblich. Auch in Frankreich, Griechenland und Italien kommen Indexklauseln teilweise zur Anwendung. Die Auswirkungen dieser Indexierungen müssen aufmerksam beobachtet und genau analysiert werden.

Für die Lohnforderungen sind überdies die Inflationserwartungen von entscheidender Bedeutung. Daher werden Inflationserwartungen oft als Frühindikator für mögliche Zweitrundeneffekte betrachtet. [Folie 8]

Die langfristigen Inflationserwartungen für den Euro-Raum liegen gemäß Consensus Economics gegenwärtig unter, aber nahe 2% und entsprechen somit noch der Preisniveaustabilitäts-Definition der EZB. Gleiches gilt für die langfristigen Prognosen anderer Institutionen. Die Prognosen des Survey of Professional Forecasters (SPF) aus dem August 2005 liegen für das Jahr 2009 bei 1,9%. Der Euro Zone Barometer vom Juli 2005 zeigt für 2009 ebenfalls eine Inflationserwartung in Höhe von 1,9% an. Die Inflationserwartungen für Deutschland sind ebenfalls noch solide verankert.



Mitverantwortlich für die niedrigen Inflationserwartungen dürfte gegenwärtig auch die Glaubwürdigkeit der europäischen Geldpolitik sein.

### **Ölpreisentwicklung und Geldpolitik**

Aus Sicht der Geldpolitik ist wichtig, dass die Inflationserwartungen auch weiterhin stabil verankert bleiben. Eine Voraussetzung dafür ist, dass die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik mit Blick auf die Wahrung der Preisniveaustabilität außer Frage steht. Ist dies der Fall, dann herrscht die allgemeine Einsicht vor, dass der ölpreisbedingte Realeinkommensverlust hinzunehmen ist. Neben direkten unvermeidbaren Preiseffekten wird somit die Gefahr von Zweitrundeneffekten verringert. Die Verstärkung und Verlängerung des Preisschocks in andere Bereiche der Volkswirtschaft wird so verhindert. Die Geldpolitik muss in diesem Fall nicht auf transitorische Bewegungen der ausgewiesenen Inflationsraten reagieren. Dies vermeidet zugleich eine ineffiziente Volatilität der Realwirtschaft.

Bisher gibt es keine erkennbaren Anzeichen für Zweitrundeneffekte. Bei unübersehbar gestiegenen Inflationsrisiken aus dem aktuellen Ölpreisanstieg ist dieses aber nicht auch in Zukunft garantiert. Deshalb ist eine große Wachsamkeit im gegenwärtigen Umfeld geboten. Dies insbesondere, wenn – wie gegenwärtig – ein Anstieg des Ölpreises über einen längeren Zeitraum dazu führt, dass die ausgewiesene Inflationsrate über einen längeren Zeitraum über der Zielmarke für Preisniveaustabilität liegen wird. Wir rechnen in diesem Zusammenhang damit, dass die HVPI-Inflation im Euro-Raum bis Ende des kommenden Jahres nicht mit hinreichender Sicherheit unter die Marke von 2% fallen wird.

Große Wachsamkeit bedeutet in diesem Fall die sorgsame Beobachtung der skizzierten Übertragungskanäle des Energiepreisanstiegs mit Blick auf die Gefahr eines zunehmenden allgemeinen Preisdrucks. Solange sich diese Gefahren nicht materialisieren, ist das gegenwärtige Niveau der Leitzinsen in dieser Hinsicht als weiterhin angemessen zu bezeichnen. Insoweit sind die beiden Begriffe „Wachsamkeit“ und „Angemessenheit“ in unserer Kommunikation nicht – wie teilweise argumentiert wird – in sich widersprüchlich: „Wachsamkeit“ fokussiert auf die Risiken, „Angemessenheit“ auf die

Frage des wahrscheinlichsten Szenarios – aber auch auf die gestiegene Unsicherheit über alternative Entwicklungen.

Dies verdeutlicht einen wichtigen allgemeinen Punkt, der in der öffentlichen Erörterung selten eine herausgehobene Rolle spielt: Eine vorausschauende Geldpolitik darf nicht nur auf die wahrscheinlichste Entwicklung rekurrieren. Es ist vielmehr eine Wahrscheinlichkeitsverteilung möglicher Entwicklungen mit in den Blick zu nehmen.

Eine glaubwürdig auf Stabilität ausgerichtete Geldpolitik hilft, die Inflationserwartungen ohne zinspolitischen Aktivismus zu verankern. Wichtig ist in diesem Zusammenhang die klare Kommunikation der geldpolitischen Einschätzung seitens der Notenbank. Zu dieser Klarheit gehört aber auch die Erkenntnis, dass in einem Umfeld gesteigener Risiken die Geldpolitik auch reagieren wird, sollte es Anzeichen dafür geben, dass sich Risiken materialisieren.

Stabile langfristige Inflationserwartungen sind demnach ein wichtiger Indikator im gegenwärtigen Umfeld. Sie sind allerdings kein eigenständiges Element der europäischen Geldpolitik, sondern müssen vor dem Hintergrund der übergeordneten geldpolitischen Strategie betrachtet werden.

Entsprechend der Strategie des Eurosystems resultieren Risiken für die Preisniveaustabilität in der mittleren Frist gegenwärtig nicht nur aus der Entwicklung der Energiepreise. Die Analyse der monetären Entwicklung deutet unverändert auf eine reichliche Liquiditätsausstattung hin. Im Gegensatz zu früheren Entwicklungen zum Beginn meiner Amtszeit ist hier der Effekt von Portfolioumschichtungen auf die monetäre Dynamik zunehmend begrenzt. Treibende Faktoren sind in jüngster Zeit vielmehr die niedrigen Zinsen. Dies belegt auch das mit dem Geldmengenwachstum einhergehende robuste Kreditwachstum (insbesondere im Immobilienbereich). Sämtliche verfügbare Indikatoren deuten auf das Vorhandensein von Überschussliquidität hin – selbst wenn man diverse Maße für Unsicherheit an den Finanzmärkten berücksichtigt. Auch in der monetären Analyse sind damit die Risiken für Preisniveaustabilität in der mittleren bzw. längeren Frist klar identifizierbar.

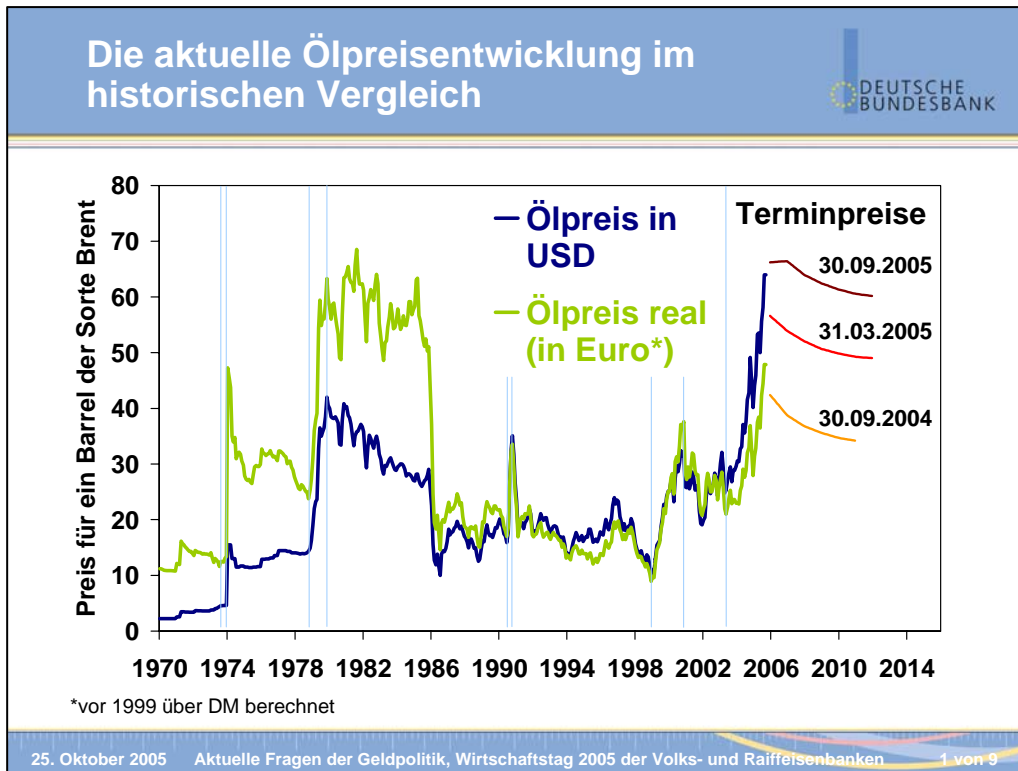
Alles in allem sind die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität merklich gestiegen. Sie führen dazu, dass wir wahrscheinlich erst Ende 2006 zu Preisstabilität zurückkehren werden – wegen des zunehmend als dauerhaft angesehenen hohen Ölpreises, aber auch wegen der sehr dynamischen Kreditvergabe, die durch die niedrigen Zinsen im Euro-Raum begünstigt wird.

Wenn die Inflation temporär kräftig anzieht, nimmt die Gefahr, dass die Inflationserwartungen nicht verankert bleiben und dass es zu Zweitrunden-Effekten kommen kann, deutlich zu. Dies ist der Anlass für unsere jüngsten deutlichen Warnungen und unsere erhöhte Wachsamkeit. Und es sollte kein Zweifel daran bestehen, dass wir auch entschlossen und vorausschauend handeln werden, wenn dies zur Erfüllung unseres Mandats notwendig ist.

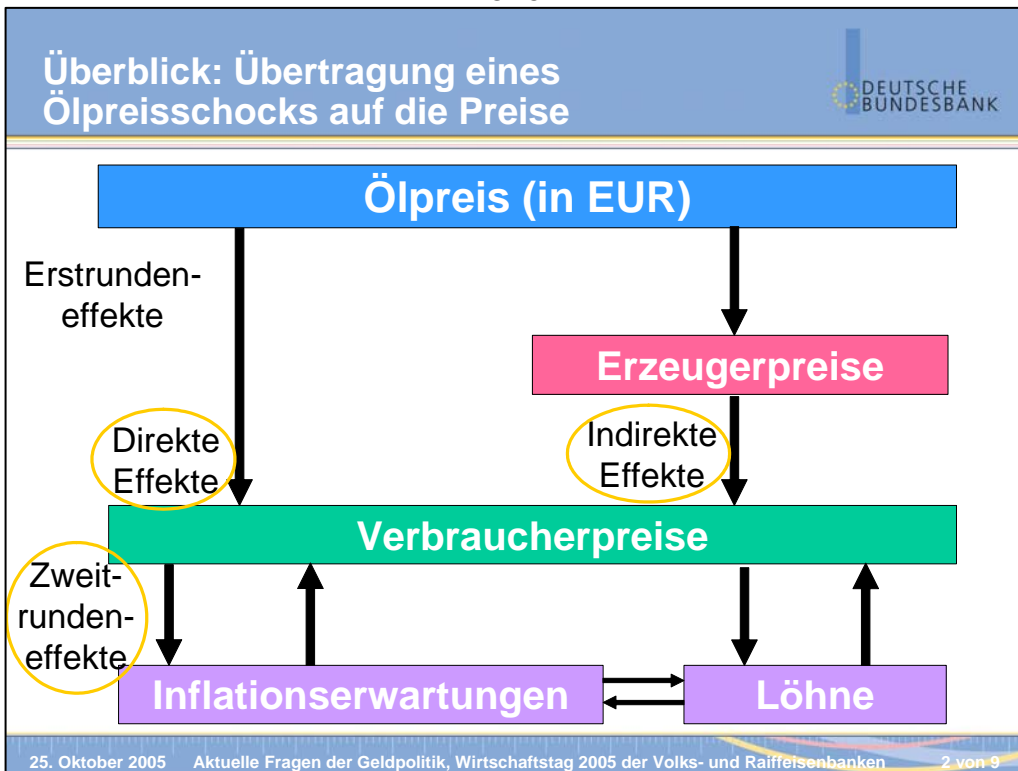
\* \* \*

Anhang

Folie 1

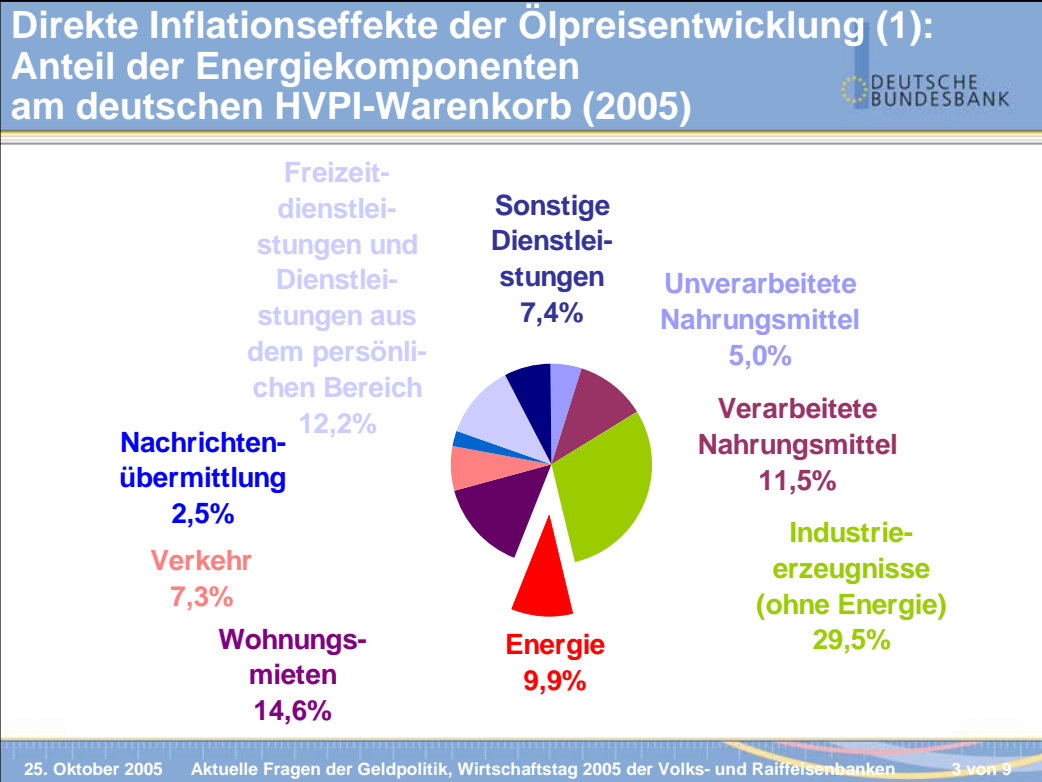


Folie 2

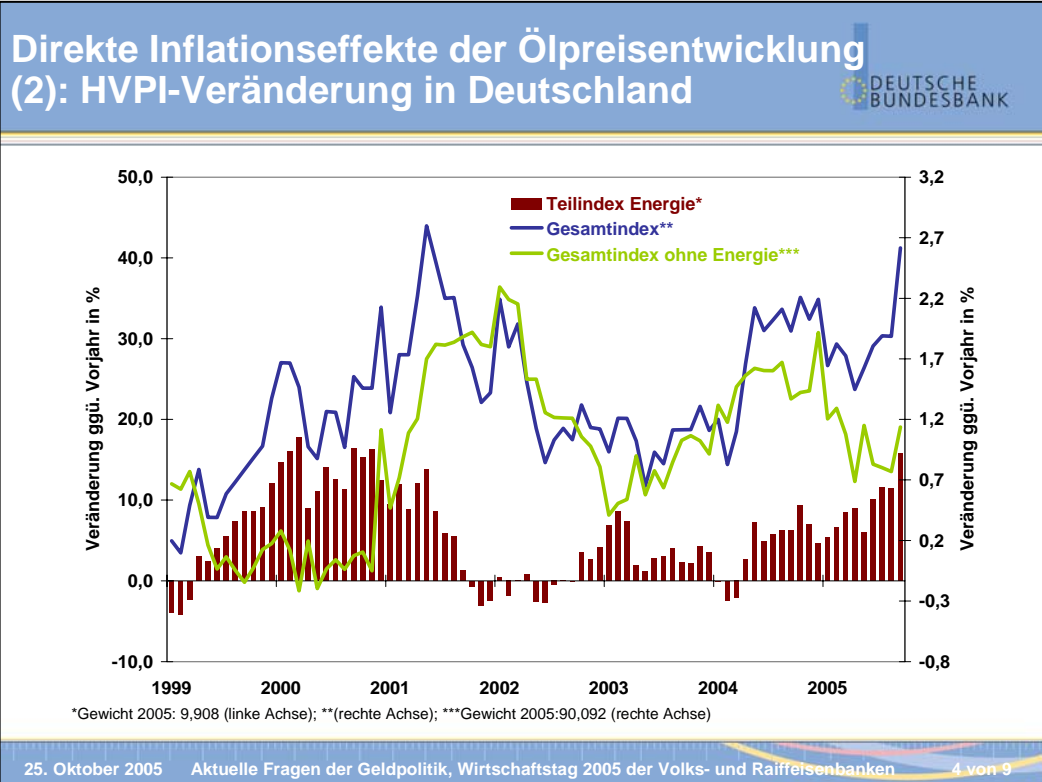


Quelle: Europäische Zentralbank, Monatsbericht November 2004, S. 58

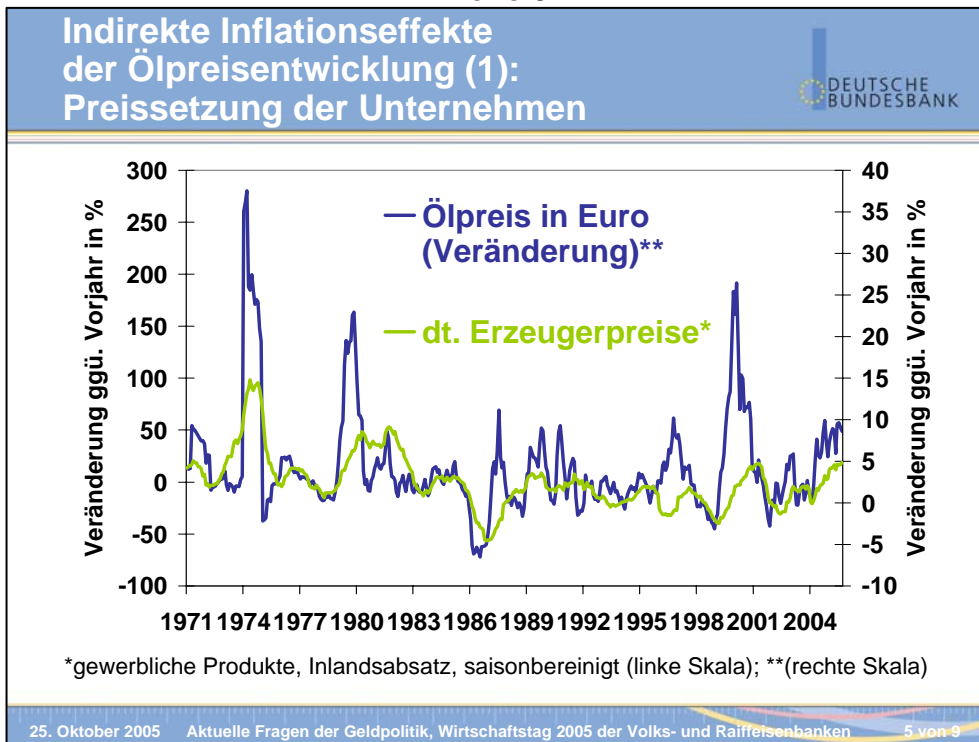
Folie 3



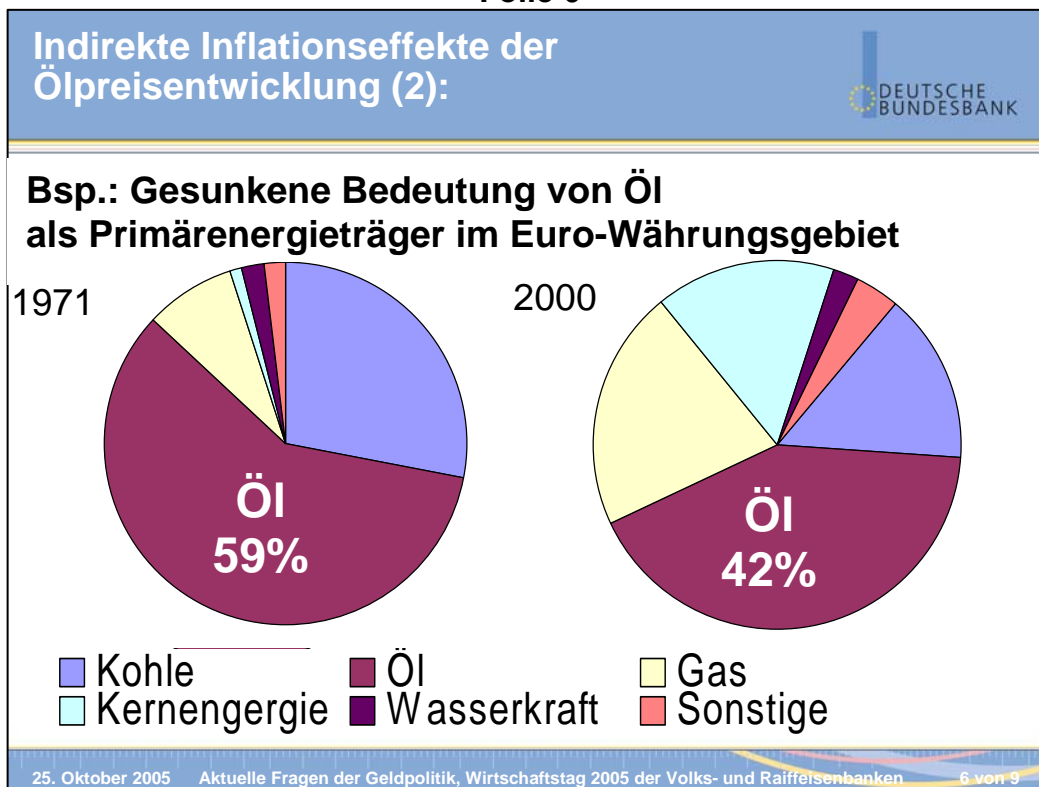
Folie 4



Folie 5



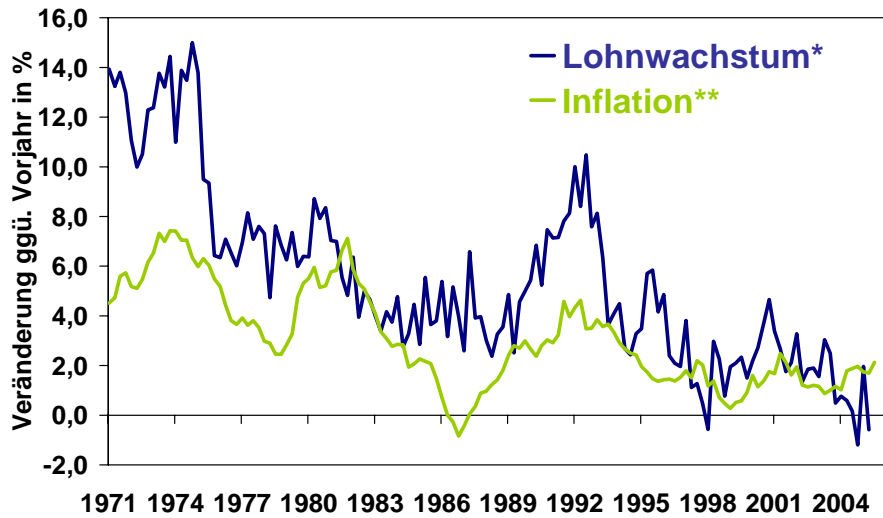
Folie 6



Quelle: Europäische Zentralbank, Monatsbericht November 2004, S. 65.

Folie 7

Zweitrundeneffekte der Ölpreisentwicklung (1): Lohn- und Preisentwicklung in Deutschland DEUTSCHE BUNDESBANK



\*Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmerstunde, Gesamtwirtschaft; \*\*VPI

Folie 8

Zweitrundeneffekte der Ölpreisentwicklung (2): Inflationserwartungen (Consensus Forecast) DEUTSCHE BUNDESBANK

