



## Editorial

Herr Trichet hat die Europäer auf Zinserhöhungen ab Anfang August eingestellt. Die Ankündigung weiterer Zinsanhebungen wird mit den gestiegenen Inflationsrisiken im Euro-Raum begründet. Die Furcht vor einer höheren Inflation haben die Zentralbanker ausschließlich aus der monetären Analyse gewonnen, d. h. aus der Betrachtung der Geldmengen- und Kreditentwicklung im Euro-Raum. Sie wird quantitativ mit einem Modell unterlegt, welches einen engen Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und folgender Inflation postuliert. Das Prognosemodell hat in der Vergangenheit die tatsächliche Inflationsrate aber meistens überzeichnet, manchmal auch unterzeichnet. Die Abweichungen liegen zwischen -0,2 und 0,5 Prozentpunkte, was bei einem Inflationsziel von 2% eine durchaus beträchtliche Fehlerquote ist und damit zu Fehlentscheidungen beitragen kann. Der wichtigste Kritikpunkt ist jedoch nicht methodischer, sondern analytischer Art: Der Fehler der einseitigen monetären Analyse ist, daß sie nicht sagt, welcher Mechanismus in der Euro-Wirtschaft nun eigentlich dazu beiträgt, daß eine gestiegene Geldmenge zu einer höheren Inflationsrate führt. Eine einfache Geldmengenvermehrung kann, aber muß nicht zu einer höheren Inflation führen. Dazu ist ein in die Wirtschaft eingebetteter Mechanismus notwendig. Im wesentlichen beruht die enge Argumentation der EZB aber auf den gestiegenen Preisen für Erdöl. Bei unelastischer Nachfrage steigt der Bedarf an Transaktionsgeld, um die erhöhte Energierechnung zu begleichen. In den Geldmengenaggregaten schlägt sich dies im besonders dynamischen Wachstum der Basisgeldmenge nieder. Aber dies ist kein Inflationsimpuls, der aus der heimischen Wirtschaft stammt. Würde die EZB die höhere Geldnachfrage nicht bedienen, käme es zu realen Wachstumseinbußen. Anders sähe es aus, wenn die Inflationsursache in der heimischen Wirtschaft liegt. Hier gibt es einige Übertragungsmechanismen, unter anderem eine überbordende Immobiliennachfrage oder, besonders wichtig, eine Lohn-Preis-Spirale, die uns in der Vergangenheit immer wieder Phasen hoher Inflation beschert hatte. Eine restriktive Geldpolitik kann dann über eine Einschränkung des Verteilungsspielraums durchaus die Inflationserwartungen reduzieren, ohne das Wirtschaftswachstum zu beeinträchtigen. Eine Immobilienblase ist aber derzeit in der Eurozone nicht zu erkennen. Und auch von der Lohnseite gehen – seit vielen Jahren übrigens – keine Inflationsgefahren aus. Folgt man der Arbeitskostenstatistik der EZB, so sind die Reallöhne im Euroraum im Zeitraum 2002 bis 2005 nur um etwa 0,2 % gestiegen, während die Arbeitsproduktivität um 2,5 % zunahm. Die Lohnstückkosten waren also rückläufig und haben den externen Impuls steigender Ölpreise kompensiert. Nun muß man allerdings auch Zweitrundeneffekte steigender Ölpreise berücksichtigen: Sie könnten höhere Lohnforderungen nach sich ziehen. Die hohe Arbeitslosigkeit wirkt hier als Barriere. Zweitrundeneffekte sind auch in der absehbaren Zukunft nicht zu erwarten. Selbst die EZB prognostiziert nur eine verhaltene Lohnentwicklung für den Rest des Jahres. Zu befürchten ist daher, daß die Zinspolitik der EZB das ohnehin magerere Wachstum im Euroraum beeinträchtigen wird.

*Hubert Gabrisch  
Forschungsdirektor des IWH*