

Sonnabend, 30. Oktober 2004

GASTBEITRAG

Warum die EZB ein Stabilitätssignal senden muss

VON ANSGAR BELKE UND THORSTEN POLLEIT*)

Börsen-Zeitung, 30.10.2004

Wie ernst ist es der Europäischen Zentralbank (EZB) mit ihrem Versprechen, dauerhaft für niedrige Inflation zu sorgen? Sehr ernst, wenn man den Worten der EZB-Ratsmitglieder Glauben schenkt. Sie betonen stets, dass ihr Ziel die Preisstabilität sei. Und dass sie „auf Kurs“ sind, untermauern sie mit Verweisen auf die aktuelle Teuerung, Umfragewerte und Prognosen von Volkswirten sowie auf Inflationseinschätzungen der Finanzmarktinvestoren.

Gerade Letzteres ist von herausragender Bedeutung. Denn hier geht es um die „wahre“ Zukunft: Für Investoren am Bondmarkt ist es entscheidend, wie die Inflation im Durchschnitt der verbleibenden Restlaufzeit einer Anleihe sein wird. Diese langfristige Inflationserwartung lässt sich anhand der Differenz von nominalverzinslichen und inflationsindexierten Anleihen, die einen realen Zinskupon gewähren, messen. Sie wird als „Break-Even-Inflation“ (BEI) bezeichnet.

„Das Aufwärtsdriften der Inflationserwartungen sollte die EZB ernst nehmen. (...) Etliche Inflationsindikatoren – allen voran die Geldmengenexpansion – raten längst zu einem Stabilitätssignal, das die Billigzinspolitik beendet.“

Glaubwürdigkeitsbarometer

Die BEI setzt sich aus den Inflationserwartungen sowie einer Reihe von Risikoprämien – etwa für Liquiditäts- und Inflationsrisiken – zusammen. Wenn Letztere im Zeitablauf jedoch keinen Trend aufweisen – das heißt, wenn sie im Zeitablauf weder systematisch anwachsen noch abnehmen –, gibt der Blick auf den Verlauf der BEI näherungsweise Aufschluss über die Inflationserwartungen der Märkte im Zeitablauf. Dieses so genannte „Glaubwürdigkeits-Barometer“ zeigt der EZB schon seit einiger Zeit ungünstigere Werte an, als es ihr eigentlich lieb sein kann.

In der Zeit vom 9. Mai 2003 bis zum 19. Oktober 2004 ist die BEI für französische Staatsanleihen mit Fälligkeit Juli 2009 von 1,49% auf 2,03% nahezu stetig angestiegen. Diejenigen mit Fälligkeit im Jahre 2012 verzeichneten einen Anstieg der Break-Even-Inflation von 1,7% auf 2,19% und die bis 2029 laufenden Bonds von 1,97 auf 2,38%. Im Durchschnitt dieser Perioden betrug die BEI für diese Anleihen 1,87% bzw. 2,06% und 2,34%.

Diese Raten lagen damit zwar noch eng an der Zwei-Prozent-Marke, doch schon merklich höher als die durchschnittliche BEI seit Emission dieser Anleihen in der Zeit davor: Für die Anleihe mit der Laufzeit 2009 (2021 bzw. 2029) betrug die BEI 1,48% (1,89% für 2012 und 2,00% für 2029).

Friktionen an den Märkten

Warum sind nun diese Inflationserwartungen langsam, aber stetig nach oben gekrochen? „Friktionen“ in den Märkten für inflationsindizierte Anleihen (wie z.B. Liquiditätsunterschiede) könnten die Gründe sein. Aber wenn auf diesen Märkten auch nur annähernd effiziente Akteure tätig sind, wären derartige Verzerrungen in der BEI nur von kurzer Dauer, weil sie gewinnträchtige Handelsmöglichkeiten eröffnen, die die BEI auf ihren „richtigen“ Wert zurückführen. Es ließe sich sicherlich eine Reihe anderer Faktoren (steigende Risikoprämien, steigende Energiepreise etc.) finden, um die Aufwärtstendenz „ad hoc“ zu erklären.

Doch wenn es gilt, den Befund steigender Inflationserwartungen einzuschätzen, macht es mehr Sinn, ihn vor dem Hintergrund der „Institutionen“ zu betrachten, von denen das Vertrauen in die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik geleitet wird.

Zielauftrag der EZB

Die Glaubwürdigkeit der EZB lebt von ihrem Zielauftrag Bewahrung der Preisstabilität, gekoppelt mit ihrer politischen Unabhängigkeit, beides verankert in der Notenbankverfassung. Die Zentralbank soll nicht das Konjunktur- gegen das Inflationsziel ausspielen; dies vor allem nicht auf Druck von Regierungen, die nur allzu bereit sind, die Geldpolitik zur kurzfristigen Konjunkturstimulierung zu missbrauchen und damit die Inflation in die Höhe zu treiben. Solange die Investoren Vertrauen haben, dass diese Rahmenbedingungen nachhaltig von allen akzeptiert werden, sollte es der Notenbank möglich sein, das

Handeln der Marktakteure an das von ihr verkündete Inflationsziel anzubinden.

Wenn es die Notenbank allerdings selbst ist, die kurzfristige Konjunkturaspekte stärker gewichtet als längerfristige Inflationsaussichten, werden Investoren verstärkt

mit künftigen Verfehlungen des Preisstabilitätsziels rechnen. Um die Kosten einer „Überschussinflation“ zu vermeiden, werden sie eine höhere Inflation in ihren Verträgen zugrunde legen als jene, welche die Zentralbank verspricht. In diesem Falle wären es also eigene Fehler der Geldpolitiker, die – wohl ungewollt und trotz guter Vorsätze – die Glaubwürdigkeit des Zentralbankversprechens untergraben. Doch es gibt auch Entwicklungen, die das Vertrauen in das Stabilitätsversprechen schädigen, die nicht im Einflussbereich der Geldpolitik liegen.

Staaten in der Schuldenfalle

Wenn sich die großen Staaten im Euroraum noch tiefer in die Verschuldungsfalle hineinmanövrieren, wird die Notenbank – und dies zeigt die Erfahrung – zu einer Inflationspolitik übergehen müssen. Rational agierende Investoren werden das absehbare Entwerten der Staatsschulden durch Inflation erkennen und folglich für das Halten von nominalverzinslichen Titeln eine Entschädigung einfordern, die höher ist als die von der EZB versprochenen 2,0%.

Sowohl eigene Politikfehler, die die künftige Inflation höher ausfallen lassen, als auch die Vereitelung des Stabilitätsversprechens durch „exogene“ Kräfte – durch steigende Staatsverschuldung – führen die Geldpolitik geradewegs in das „Zeitinkonsistenzproblem“: das Problem, dass die Ankündigung, die künftige Inflation niedrig zu halten, aus Sicht der Marktakteure nicht (länger) glaubwürdig ist. Die Investoren müssen davon ausgehen, dass die Zentralbank ihr Ziel nicht erreichen wird. Welche dieser Kräfte aktuell die Inflationserwartungen im Euroraum langsam, aber sicher in die Höhe treiben, lässt sich abschließend nur schwer beantworten.

Aber Spekulieren sei erlaubt. Zum einen könnte es die EZB selbst sein, die mit ihrem expansiven Kurs Zweifeln Nahrung gibt: Aktuell hat sie die Zinsen auf den niedrigsten Stand seit mehr als 20 Jahren abgesenkt. Und sie ließ den Geldmengenüberhang auf den bisher höchsten Stand anwachsen. Diese Konstellation lässt den Ausblick, dass die Inflation der kommenden Jahre nachhaltig unter die Zwei-Prozent-Marke rutschen wird, in der Tat unplausibel erscheinen. Zudem scheinen die meisten Regierungen in der EU ihre Konsolidierungsanstrengungen inzwischen eingestellt zu haben. Sie steuern damit auf einen ernststen Konflikt mit einer stabilitätsorientierten Geldpolitik zu.

Stabilitätssignal nötig

Das Aufwärtsdriften der Inflationserwartungen sollte die EZB ernst nehmen, auch wenn die Interpretation der BEI nicht unproblematisch ist. Etliche Inflationsindikatoren – allen voran die Geldmengenexpansion – raten längst zu einem Stabilitätssignal, das die Billigzinspolitik beendet. Auf diese Weise würde die Bank den Marktteilnehmern klar machen, dass sie wirklich keine Abstriche beim Ziel des stabilen Geldes hinzunehmen bereit ist. Verpasst sie die Gelegenheit, ihre Stabilitätsgesinnung deutlich unter Beweis zu stellen, wird dieser Fehler nur mit hohen Kosten für Wachstum und Beschäftigung wieder zu bereinigen sein.

*) Professor Dr. Ansgar Belke, Lehrstuhl für Außenwirtschaft, Universität Hohenheim. Dr. Thorsten Polleit ist Chefökonom der Barclays Capital (Deutschland) und Honorarprofessor an der Hochschule für Bankwirtschaft, Frankfurt.