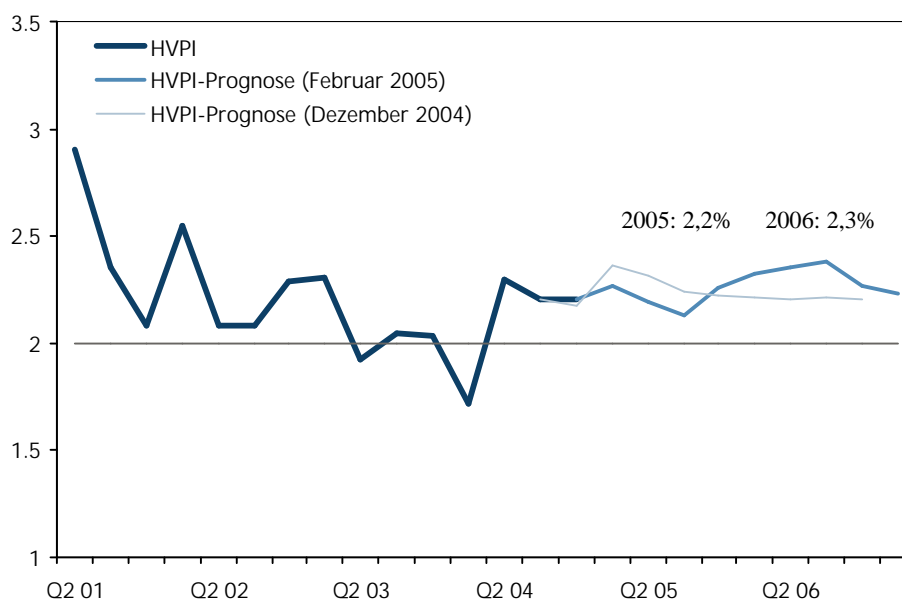


# Inflationsprognose für den Euroraum im Februar 2005 – 2005-Q1 bis 2007-Q1

Martin Leschke und Thorsten Polleit\*)

Für Hoffnungen, dass die Inflation im Euroraum – gemessen anhand des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) – in diesem und im nächsten Jahr unter die 2-Prozentmarke fällt, gibt es wenig Anlass: Die jahresdurchschnittliche Inflation dürfte im laufenden Jahr 2,2% und in 2006 auf 2,3% betragen (siehe Abb. 1). Das gegenüber Dezember 2004 leicht geänderte Inflationsprofil erklärt sich im Wesentlichen durch das etwas langsamere Schließen der Outputlücke. Der Inflationstrend wird jedoch nach wie vor bestimmt durch das Zusammenspiel einer kleiner werdenden Outputlücke mit einer außergewöhnlich hohen Überschussgeldmenge. Hinzu kommt der „Cost-Push“-Effekt in Form steigender Ölpreise. Gerade der Aufwärtsdruck für die Inflation aufgrund der realen Überschussgeldmenge wird nicht nur in diesem, sondern auch im kommenden Jahr anhalten. Dieses ungünstige Bild resultiert letztlich jedoch daraus, dass die Europäische Zentralbank (EZB) sich gescheut hat, die Zinsen von den Rekordtiefständen auf ein „neutrales Niveau“ anzuheben. Diese zu zögerliche geldpolitische Haltung der Bank führt nun zu nachhaltigen Zielverfehlungen.

Abb. 1. – Inflationsprognose 2005-Q1 bis 2007-Q1



Datenquelle: EZB, Thomson Financials; eigene Schätzung.

Die Variablen, die der Inflationsprognose zu Grunde liegen, sind die Outputlücke (d. h. die Relation des realen BIP-Wachstums zum Trendwachstum des realen BIP), die Veränderung des Wechselkurses (US-Dollar zu Euro), die Veränderung der Ölpreise sowie als grundlegende monetäre Variable die „Preislücke“ (d. h. die noch nicht abgebaute reale Liquidität gemessen anhand der Geldmenge M3). Das Schätzmodell beruht auf dem empirischen Befund, dass ein Anziehen der Konjunktur besonders dann inflationstreibend wirkt, wenn sie monetär ali-

mentiert wird, wenn also das Sinken der Outputlücke mit einer hohen Preislücke einhergeht. Diese Konstellation zeichnet sich derzeit für die kommenden zwei Jahre ab.

Da mit einer Zinserhöhung vermutlich erst im dritten Quartal zu rechnen ist, wird sich das Geldmengenwachstum nur langsam abschwächen und der Druck der Überschussliquidität auf die Inflation bleibt bis auf weiteres bestehen. Die Prognose der ECB Observer liegt etwas oberhalb der von anderen Marktakteuren (siehe Abb. 3). Der Grund dafür ist, dass in unserer Inflationsprognose nicht nur die Outputlücke, sondern vor allem auch die Liquidität (in Form der M3-Preislücke) explizite Berücksichtigung findet. Die Prognose geht von den Annahmen aus, dass es keine weiteren markanten Ölpreisanstiege und gravierende Veränderungen in der Euro-Dollar-Relation geben wird (siehe Abb. 2).

Abb. 2. – Prognose-Annahmen des Schätzmodells

		BIP <sup>1)</sup> Wachstum (%)	BIP <sup>2)</sup> Trendwachstum (%)	M3 <sup>3)</sup> Wachstum (%)	Ölpreis <sup>4)</sup> (US-\$)	EURO- USD <sup>5)</sup>	EZB- Refizins (%)
2004	Q4	1,6	2,0	6,1	34,6	1,30	2,0
2005	Q1	1,8	2,0	6,4	38,0	1,30	2,0
	Q2	2,0	2,0	6,0	40,0	1,30	2,0
	Q3	2,0	2,0	5,5	40,0	1,25	2,25
	Q4	2,0	2,0	5,0	40,0	1,25	2,50
2006	Q1	2,3	2,0	5,0	40,0	1,25	2,75
	Q2	2,3	2,0	5,0	40,0	1,25	2,75
	Q3	2,3	2,0	5,0	40,0	1,25	2,75
	Q4	2,3	2,0	5,0	40,0	1,25	2,75

Legende: 1) reales Bruttoinlandsprodukt (BIP), Jahresveränderungsrate (%), saison-adjustiert. – 2) Potentiales BIP, Jahresveränderungsrate (%), Vergangenheitswerte der Niveaus errechnet anhand des Hodrick-Prescott-Filter; ab Q2 2004, Schätzung ECB Observer. – 3) Geldmenge M3, Jahresveränderungsrate in %, saison-adjustiert. – 4) Ölpreis in US\$ (Brent). – 5) EURO-USD ist der Euro-Dollar-Wechselkurs.

Datenquellen: ECB Observer.

Abb. 3. – Inflationsprognosen (HVPI) im Vergleich (Jahresdurchschnitte)

	2004	2005	2006
ECB-Observer	2,1	2,2	2,3
EZB <sup>1)</sup>	2,1	1,9	1,9
SPF <sup>2)</sup>	2,1	1,9	1,9
CE <sup>3)</sup>	2,1	1,8	1,9

Legende: 1) Prognosen des Euro Zone Barometers. – 2) Prognosen des Survey of Professional Forecasters. – 3) Prognosen von Consensus Economics.

Quelle: EZB, Monatsbericht November 2004.

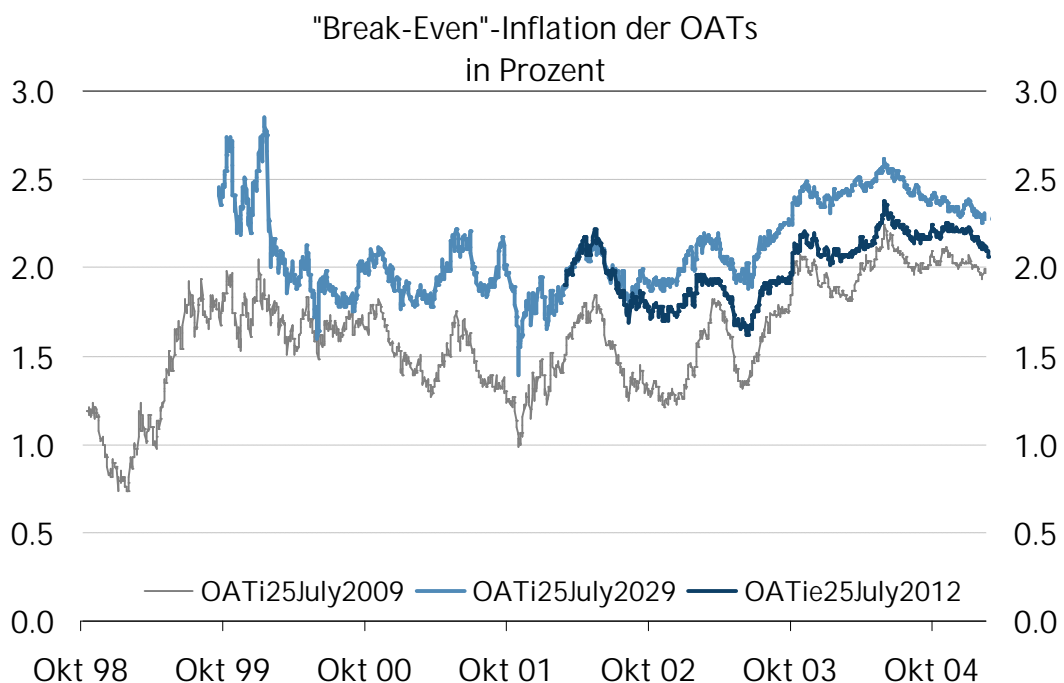
Die an den Finanzmärkten gehandelten Inflationserwartungen („Break-Even“-Inflation) haben sich zwar jüngst wieder in Richtung der 2-Prozentmarke zurückgebildet und deuten an, dass die Finanzmärkte wieder Vertrauen in das Stabilitätsversprechen der EZB (zurück)gewinnen (siehe Abb. 4). Dieser Vertrauensvorschuss würde jedoch vermutlich auslaufen, wenn sich eine Auffassung verfestigen sollte, dass die EZB generell eine zu laxe Politik betreiben wird: Es darf nicht der Eindruck entstehen, die Inflation verfestigt sich oberhalb der anvisierten Rate von 2 Prozent.

Letztlich darf nicht vergessen werden, dass die immense Liquidität, für die die EZB gesorgt hat, nicht nur für einen Auftrieb bei den Konsumgüterpreisen sorgen wird, sondern auch die

Preise für Bestandsvermögen in die Höhe treiben kann („Asset Price Inflation“). Während sich eine solche „Vermögenspreis-Inflation“ in der zweiten Hälfte der 90er Jahre in den Aktienmärkten zeigte, scheinen es nunmehr die Preise für Anleihen und – weniger ausgeprägt – Immobilien zu sein, die inflationieren. Dies kann nicht nur Fehlallokationen und damit nachfolgend Wachstums- und Beschäftigungseinbußen nach sich ziehen. Eine solche Inflation entwertet die Kaufkraft des Geldes genau so wie „traditionelle“ Inflation der Konsumgüterpreise. Zudem birgt eine Korrektur überbewerteter Wertpapiermärkte birgt erhebliche Risiken für die Stabilität des Finanzsektors.

Insgesamt lässt sich sagen, dass eine Abkehr der exzessiven Niedrigzinspolitik dringend geboten ist, soll die Inflation mittelfristig unter die 2-Prozentmarkt zurückgeführt und unerwünschte Entwicklungen auf den Finanzmärkten vermieden werden: Eine Inflation von „leicht mehr als 2 Prozent“ ist nicht mit dem Stabilitätsversprechen der EZB vereinbar.

Abbildung 4. – “Break-Even“-Inflation in Prozent



Datenquelle: Bloomberg; eigene Berechnungen

\*) Prof. Dr. Martin Leschke lehrt Volkswirtschaft, insbesondere Institutionenökonomie, an der Universität Bayreuth, Dr. Thorsten Polleit ist Honorarprofessor an der Hochschule für Bankwirtschaft, Frankfurt. Beide sind Mitglieder der EZB-Beobachtergruppe „ECB Observer“ ([www.ecb-observer.com](http://www.ecb-observer.com)). Dieser Beitrag wird am 28. Februar 2005 in der Börsen-Zeitung veröffentlicht.