

Internationale Geldpolitik 2005

Referat von

Dr. Jean-Pierre Roth

Präsident des Direktoriums der
Schweizerischen Nationalbank

19. Internationales Zins-Forum

Hilton Hotel, Frankfurt

Montag, 6. Dezember 2004

Nach einer wirtschaftlich schwierigen Phase mit fallenden Zinsen wird 2005, nach 2004, erneut ein Jahr des weltweiten Wachstums sein. Der Höhenflug des Erdölpreises könnte sich aber als unerfreulicher Hemmschuh für die Konjunktur erweisen und die Geldpolitik vor neue Herausforderungen stellen.

Währungshüter haben in den siebziger Jahren schmerzhaft erfahren, wie dramatisch sich unerwartete Energiekrisen auf die Preis- und Konjunkturentwicklung auswirken können. Da das Umfeld heute anders ist, stellen die jüngsten Ölpreissteigerungen keine genaue Wiederholung der Ereignisse der Vergangenheit dar, sondern werfen neue Fragen auf und erfordern neue Antworten.

2004 haben die Zentralbanken ihre Aufgaben erfolgreich gemeistert

Die Weltwirtschaft, die im zweiten Halbjahr 2003 ihre Schwächephase überwunden hatte und zu einer dynamischeren Aufwärtsbewegung überging, verzeichnete auch in der ersten Jahreshälfte 2004 eine ermutigende Erholung. Das breit abgestützte Wachstum in Amerika und die kräftige Expansion der asiatischen Nachfrage – vor allem derjenigen Chinas – trugen wesentlich dazu bei, dass die Konjunkturerholung in Europa ebenfalls anhielt. Im dritten Quartal 2004 hat sich diese Konjunkturerholung in den grossen Industrieländern mit Ausnahme der USA, die weiterhin eine hohe Dynamik zeigen, etwas abgeschwächt.

In diesem Zeitraum haben die Zentralbanken ihre Aufgaben erfolgreich bewältigt. Auf die globale Rezession 2002 reagierten sie mit einer Lockerung der Geldpolitik. Die tiefen Geldmarktsätze in den Jahren 2002 und 2003 waren für eine Rezession angemessen. Sie sind aber nicht für einen nachhaltigen und globalen Aufschwung angebracht. Mehrere Zentralbanken – unter anderem die Bank of England (Ende 2003), die Schweizerische Nationalbank (Mitte 2004) und die Federal Reserve Bank (Mitte 2004) – begannen deshalb, ihre Geldpolitik zu normalisieren und ihre Leitzinsen sukzessiv heraufzusetzen. Das Tempo der Normalisierung hängt natürlich vom Fortschritt der Konjunkturerholung ab, was in jedem Land zu unterschiedlichen Reaktionen führt. International kann die heutige Geldpolitik immer noch als expansiv bezeichnet werden: Historisch gesehen sind die aktuellen kurzfristigen Zinssätze tief, und in vielen Ländern müssen ausserdem massive Geldüberhänge abgebaut werden.

Turbulenzen auf dem Erdölmarkt

Das insgesamt eher erfreuliche konjunkturelle Bild wird durch neue Risiken getrübt. Nach einem Jahrzehnt relativ stabiler Preise begann 2003 der Erdölpreis kräftig zu steigen. Der psychologisch bedeutsame Wert von USD 50 pro Fass wurde im Laufe dieses Jahres überschritten, und eine schnelle Normalisierung auf dem Erdölmarkt ist nicht in Sicht. Die Märkte erwarten, dass der Erdölpreis auch 2005 hoch bleibt, d.h. zwischen USD 35 und USD 40 pro Fass. Dazu kommt eine deutliche Abschwächung des US-Dollars auf dem Devisenmarkt, welche die Wettbewerbsfähigkeit der Europäischen Länder beeinträchtigt.

Die Ölpreissteigerungen lassen Erinnerungen an die gravierenden ökonomischen Konsequenzen der Erdölkrisen in den siebziger und achtziger Jahren wach werden. Die Befürchtung, diese Erfahrungen könnten sich wiederholen, ist jedoch unbegründet. Zum einen trifft die Ölpreiserhöhung auf ein wirtschaftliches Umfeld, das weitaus stabiler ist als in den siebziger und achtziger Jahren. Weltweit befindet sich die Inflation auf niedrigem Niveau, die Inflationserwartungen sind gering und gut verankert, da die Zentralbanken eine Reputation im Hinblick auf die Sicherung der Preisstabilität aufgebaut haben. Zum anderen waren die Krisen in den Siebzigern und Achtzigern grundsätzlich unterschiedlicher Natur, denn sie hatten ihren Ursprung vor allem in der Angebotsseite des Erdölmarktes.

Als nach dem Yom Kippur Krieg 1973 die OPEC-Staaten (Organization of the Petroleum Exporting Countries) einen Lieferboykott über die Industrieländer verhängten und der Erdölpreis in die Höhe schnellte, geriet dies fast zum Kulturschock. Den Europäern und Amerikanern wurde erstmals bewusst, wie stark ihre Wirtschaft von nicht erneuerbaren Ressourcen abhängig war, auf die sie keinen Zugriff hatten. Eine zweite Erdölpreiserhöhung – in realen Größen noch drastischer als die im Jahre 1973 – traf die Weltwirtschaft am Ende der siebziger Jahre, als die iranische Revolution und der Iran-Irak-Krieg die wichtigen Erdölförderländer der Golfregion in eine Krise stürzten. Danach geriet der Erdölpreis ins Rutschen und Ende der achtziger Jahre lag er zeitweise wieder unter USD 20. In den neunziger Jahren schwankte der Erdölpreis um diesen Wert.

Die heutigen Schocks auf dem Erdölmarkt kommen dagegen nicht direkt von der Angebotsseite, sondern vor allem von der Nachfrageseite. In der Vergangenheit hing das wirtschaftliche Wachstum in den Industrieländern sehr stark von der Entwicklung des Ölpreises ab. Heute dagegen hat sich diese Kausalität umgekehrt: Ein starkes Wachstum der Weltwirtschaft treibt den Preis nicht erneuerbarer Ressourcen, damit auch den Preis

des Erdöls, in die Höhe. 2004 wird die Weltwirtschaft mit ca. 5% das höchste Wachstum seit 30 Jahren erreichen. Der steigende Output verursacht natürlich eine höhere Nachfrage nach Energie.

Ein zweiter Faktor ist die hohe Erdölintensität der Produktion in den dynamischen Schwellenländern. Da die Industrieländer mit 3,6% 2004 nur moderat wachsen werden, konzentriert sich ein Grossteil des Wachstums auf die aufstrebenden Volkswirtschaften, deren Produktion aufgrund des Entwicklungsrückstandes energieintensiver ist als diejenige der Industrieländer. Seit den siebziger Jahren hat die Erdölintensität in den Industrieländern deutlich abgenommen. Nach dem ersten Erdölschock unternahm die Industrie gewaltige Anstrengungen, um ihre Produktion vom Preis fossiler Energien zu entkoppeln. Dank beträchtlicher Investitionen wurde der Verbrauch von Erdöl effizienter und die Abhängigkeit von Erdöl geringer. Trotzdem beträgt die heutige durchschnittliche Erdölintensität weltweit betrachtet immer noch zwischen 0,4 und 0,8 Fass pro USD 1'000 des Bruttosozialprodukts. Die Weltnachfrage nach Erdöl bleibt also hoch, in einer Grössenordnung von ca. 83 Millionen Fass pro Tag.

Infolge der nach wie vor kräftig steigenden Nachfrage nach Erdöl ist zu erwarten, dass der Preis auch in den nächsten Quartalen hoch bleibt. Zwei Gründe sprechen unseres Erachtens dafür. Erstens dürfte die asiatische Nachfrage nach dem schwarzen Gold trotz einer zu erwartenden Abschwächung der Wachstumsdynamik in China weiterhin stark zunehmen. Zweitens liegen in vielen Industrieländern die Lagerbestände an Erdöl am unteren Rand der normalen Brandbreite. Dies birgt nicht nur das Risiko von Lieferengpässen, sondern könnte im Zuge einer Lageraufstockung auch eine zusätzliche Nachfrage auslösen.

Auf der Angebotsseite haben die wichtigen Erdölproduzenten den Hahn weiter geöffnet, aber nicht genug, um den Preis konstant zu halten. Einer weiteren Ausweitung des Angebots steht entgegen, dass die Reserven an Förderkapazitäten begrenzt und ungleich verteilt sind. In den vergangenen Jahren haben die Erdölproduzenten relativ wenig in die Erkundung und Erschliessung neuer Erdölvorkommen investiert. Zudem ergeben sich durch die politischen Unsicherheiten in mehreren erdölproduzierenden Ländern beträchtliche Risiken in Bezug auf die Energieversorgung.

Der Erdölpreis als Risikofaktor für die Geldpolitik

In den letzten Monaten haben die meisten Zentralbanken ihren Konjunkturoptimismus etwas gedämpft, weil die hohen Erdölpreise das Wachstum weltweit belasten werden.

Eine Faustregel besagt, dass das globale Wachstum um 0,5 Prozent geringer ausfällt, wenn der Erdölpreis um USD 10 pro Fass steigt. Ein fortgesetzter Höhenflug des Erdölpreises könnte sich negativ auf die Weltwirtschaft auswirken, da die höheren Ausgaben für Energie die Nachfrage dämpfen würden. Der Kaufkraftentzug durch den Erdölchock trifft die Industrieländer an einer empfindlichen Stelle, weil gerade in diesen Ländern die Konsumnachfrage fragil ist. Trotz des positiven Konjunkturverlaufs in den letzten Quartalen ist also eine Konjunkturabschwächung nicht ausgeschlossen. Einen Trost bietet die inflationsdämpfende Wirkung der abgeschwächten Wachstumsdynamik, die über eine geringere Erdölnachfrage tendenziell auch den Erdölpreis reduziert. Die Schwäche des Dollars beeinflusst die Erdölrechnung von Ländern ausserhalb des Dollarraumes zudem positiv.

Die Konstellation von abgeschwächter Wachstumsdynamik und hohen Erdölpreisen könnte die wichtigen Zentralbanken veranlassen, die immer noch expansive Geldpolitik vorerst beizubehalten. Die geldpolitische Normalisierung könnte sich verzögern, und die Zinssätze könnten verhältnismässig tief bleiben.

Da die Notenbanken dem Ziel der Preisstabilität verpflichtet sind, wird sehr viel von der Übertragung der Ölpreissteigerungen auf die Inflationserwartungen abhängen. Diese Übertragung, auch als Zweitrundeneffekt bekannt, kann unter verschiedenen Voraussetzungen stattfinden. Risiken bestehen vor allem, wenn es zu Anspannungen auf den Arbeits- und Gütermärkten kommt – d.h. wenn die Outputlücke geschlossen ist – oder wenn die Wettbewerbssituation den Unternehmen ein Überwälzen der höheren Produktionskosten auf die Verbraucher erlaubt.

Im Gegensatz zu den siebziger Jahren sind diese Bedingungen momentan in den USA und in Europa nicht erfüllt. Die ungenutzten Ressourcen sind noch erheblich, und der Wettbewerb auf dem Gütermarkt ist stark. Zudem operieren heute die meisten Zentralbanken mit Inflationszielen oder expliziten Definitionen der Preisstabilität. Sie interpretieren diese Vorgaben aber mit Flexibilität. Wichtig ist für sie die langfristige Entwicklung der Preise. Solange kein Anzeichen da ist, dass durch die Zweitrundeneffekte die langfristige Preisentwicklung den Pfad der Stabilität verlässt, könnte eine geldpolitische Reaktion unnötige konjunkturelle Schwankungen auslösen.

Wachsamkeit bleibt aber angebracht. Im Zentrum des Interesses der Zentralbanken stehen die Inflationserwartungen, die von den Erdölpreiserhöhungen nicht destabilisiert werden dürfen. Hier hat die Glaubwürdigkeit der Währungshüter grosse Bedeutung.

Notenbanken mit schwacher Glaubwürdigkeit könnten dazu veranlasst werden, mit Zinserhöhungen schneller zu reagieren.

In den meisten Industrieländern sind vorerst die Inflationserwartungen nicht besorgniserregend, auch wenn die Jahresinflation in letzter Zeit zugenommen hat. So sind beispielsweise die langfristigen Zinssätze in diesem Jahr nicht gestiegen. Flexible geldpolitische Konzepte und niedrige Inflationserwartungen erlauben es den Währungshütern, ihre Geldpolitik behutsam anzupassen, sofern ihnen dies aus konjunkturellen Gründen angezeigt erscheint.

Für 2005 weiteres Wachstum und flexible geldpolitische Normalisierung

Der Internationale Währungsfonds prognostiziert für 2005 ein Wachstum der Weltwirtschaft von ca. 4%, während das Wachstum der Industrieländer in der Nähe von 3% liegen sollte. Die Konjunkturerholung, die Mitte 2003 begonnen hat, sollte sich also fortsetzen. Verglichen mit dem Wachstum im Jahr 2004 dürfte sich die Wachstumsdynamik 2005 dagegen vor allem wegen der Ölpreiserhöhung leicht abschwächen. Besonders die europäische Konjunktur zeigt Zeichen der Anfälligkeit. Dazu beigetragen hat auch der jüngste Dollarrückgang.

Die Geldpolitik der meisten Industrieländer ist immer noch klar expansiv. Auf vielen Märkten sind die kurzfristigen Realzinsen negativ, und es besteht ein Überschuss an Liquidität. Eine Normalisierung der Konjunktur muss an sich durch eine Normalisierung der Zinspolitik begleitet werden, damit die Preisstabilität gewährleistet bleibt. Die jüngste Erdölpreissteigerung ändert diese Grundeinschätzung nicht. Sie könnte dagegen, zusammen mit dem Einfluss der ausgeprägten Dollarschwäche, in einigen Ländern den Rhythmus der Zinskorrektur verzögern. Das könnte in Europa der Fall sein. In anderen Ländern, insbesondere in den emerging countries, wo die Stabilität noch nicht fest verankert ist, könnten sich die Zentralbanken dagegen veranlasst sehen, schneller zu reagieren, um das Ziel der Preisstabilität zu erreichen.