



Sebastian Dullien*

EZB verschärft unnötig den Abschwung

Ein tot geglaubtes Gespenst ist zurück: Weltweit hat die Inflation in den vergangenen Jahren kräftig angezogen. In der Eurozone lag die Teuerung im Juli bei 4%, rund doppelt so hoch wie die Zielvorgabe der Notenbank, den Preisanstieg »nahe, aber unter 2%« zu halten. Der Großteil des Preisanstiegs ging dabei auf steigende Rohstoffpreise zurück: Jene 70% des Warenkorbes, die nicht Energie, Nahrungsmittel, Tabak und Alkohol sind, verteuerten sich im Jahresvergleich um lediglich 1,7%, Energieträger dagegen um 17,1%. Eine Analyse der jüngsten Inflationsdaten aus den USA oder Großbritannien zeichnet ein ähnliches Bild: Vor allem Energie- und Nahrungsmittelpreise sind für den jüngsten Preisschub verantwortlich.

Anders als die anderen großen Notenbanken hat die Europäische Zentralbank auf diesen Inflationsschub bereits mit einer geldpolitischen Straffung reagiert: Nach einer recht deutlichen Ankündigung der bevorstehenden Zinserhöhung durch EZB-Präsidenten Jean-Claude Trichet auf der Pressekonzferenz Anfang Juni erhöhte die Notenbank ihren Leitzins Anfang Juli von 4,0 auf 4,25%.

Zwar mag diese Reaktion auf den ersten Blick angesichts der hohen Teuerung vernünftig erscheinen, bei genauerer Betrachtung spricht allerdings reichlich wenig für den Schritt. Viel deutet darauf hin, dass der bereits eingesetzte Abschwung auch ohne die EZB-Zinserhöhung völlig gereicht hätte, um die Inflationsrisiken zu begrenzen. Statt mit Augenmaß die Inflation in Schach zu halten, droht die EZB mit ihrem Kurs den Abschwung im Währungsraum in eine ausgewachsene und tiefe Rezession zu verwandeln.

* Prof. Dr. Sebastian Dullien ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Fachhochschule für Technik und Wirtschaft in Berlin.

Eurozone ohnehin auf dem Weg in den Abschwung

Bereits vor der Zinserhöhung der EZB zeichnete sich eine deutliche Wachstumsverlangsamung in der Eurozone ab. Die Frühindikatoren, wie das Unternehmensvertrauen oder die Einkaufsmanagerindizes für den Währungsraum, haben im Trend seit Anfang 2007 nachgegeben, seit dem Beginn der US-Subprime-Krise im Sommer vergangenen Jahres hat sich dieser Abwärtstrend beschleunigt. Als die EZB im Juli ihre Zinsen erhöhte, war gerade der Einkaufsmanagerindex für die Euroindustrie unter die Marke von 50 Punkten gerutscht, was eine Schrumpfung des Sektors anzeigt.

Die nach dem Zinsentscheid veröffentlichten realwirtschaftlichen Daten aus dem zweiten Quartal 2008 ebenso wie die jüngsten Stimmungsindikatoren aus den Unternehmen haben den konjunkturellen Abwärtstrend bestätigt und deuten sogar auf einen drohenden dramatischen Konjunkturerinbruch hin: Insgesamt ging das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum nach erster Schätzung von Eurostat im Frühjahr um 0,25 zum Vorquartal zurück. Bedenklicher als die BIP-Daten eines einzelnen Quartals ist allerdings, dass auch die Frühindikatoren steil nach unten zeigen. Der ifo Geschäftsklimaindex gab im Juli um 3,7 Punkte nach, so stark wie seit den Terroranschlägen vom 11. September 2001 nicht mehr. Auch die Einkaufsmanagerindizes für die wichtigen Euroländer gaben erneut nach und deuten nun auf eine weitere Schrumpfung oder bestenfalls Stagnation der Wirtschaftsleistung im Sommerquartal hin. In einigen Ländern des Euroraums steigt die Arbeitslosigkeit bereits wieder kräftig, zudem deuten Unternehmensbefragungen im Großteil der Währungsunion inzwischen auf einen bevorstehenden Arbeitsplatzabbau hin.

Damit hat der Abschwung bereits jetzt eine Qualität erreicht, die es in der Krise nach 2001 nicht gegeben hat: Während in der Phase schwachen Wachstums Anfang des Jahrtausends zumindest einzelne Länder wie Spanien noch kräftig wuchsen, hat der Abschwung diesmal alle wichtigen Länder des Euroraums erfasst. Der Eurozone droht erstmals seit dem Start der Europäischen Währungsunion 1999 nach gängiger Interpretation (zwei aufeinander folgende Quartale schrumpfender Wirtschaftsleistung) eine Rezession.

Die Ursachen für die Wachstumsverlangsamung sind schnell ausgemacht: Zwar mag ein Teil des Rückgangs des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartals auf technische Faktoren¹ zurückzuführen sein, doch wichtiger ist die rapide Verschlechterung des makroökonomischen Umfelds in den vergangenen zwölf Monaten.

¹ Wie etwa ein Rückpralleffekt nach einem kräftigen Lageraufbau im ersten Quartal oder einer durch das milde Winterwetter nach oben verzerrten Bauproduktion in Deutschland.

Erstens haben sich mit der US-Subprime-Krise überall im Euroraum die Kreditbedingungen deutlich verschärft, wie aus dem Bank Lending Survey der EZB hervorgeht. Weil die Banken Abschreibungen auf ihre hypothekengedeckten Wertpapiere hinnehmen mussten, sind sie bei der Kreditvergabe deutlich vorsichtiger geworden. In jenen Fällen, in denen die Zinsen laufender Hypotheken an den LIBOR-Zins gebunden sind (wie es in Spanien oder Irland weit verbreitet ist), haben sich die Kreditkosten wegen der gestiegenen Risikoaufschlägen im Geldmarkt bereits ohne Zinserhöhung der EZB in den vergangenen zwölf Monaten um mehr als einen halben Prozentpunkt erhöht.

Zweitens hat der Euro in den vergangenen zwölf Monaten kräftig aufgewertet: Gegenüber dem Dollar gewann er bis zu seinem Rekordhoch von Mitte Juli auf Jahressicht rund 15%, handelsgewichtet legte er um immerhin noch rund 11% zu. Diese Aufwertungen setzten dabei einen Trend spürbarer, wenn auch nicht ganz so dramatischer Aufwertungen der vorangegangenen Jahre fort. Dadurch haben die Exporteure im Euroraum an Wettbewerbsfähigkeit verloren, was sich in einer zunehmend schwachen Exportdynamik niederschlägt. Der Druck auf die Margen der Exporteure dämpft zudem deren Investitionsbereitschaft. Betrachtet man den kurzfristigen Zins und die Aufwertung zusammen (etwa, wie es die EU-Kommission mit ihrem Monetary Conditions Index tut²), so war die Geldpolitik bereits vor der Juli-Zinserhöhung der EZB im Euroraum deutlich restriktiver, als sie es jemals seit Beginn der europäischen Währungsunion war.

Drittens hat sich die Abkühlung des Wirtschaftswachstums weltweit die Nachfrage nach europäischen Produkten gedämpft. Dies schlägt sich – wie die Euroaufwertung – in einem schwächeren Exportwachstum nieder.

Viertens hat sich der Immobilienpreisanstieg in jenen Euroländern umgekehrt, die wie Spanien und Irland in den vergangenen Jahren einen Hauspreisboom erlebt haben. Die Bauwirtschaft in diesen Ländern erlebt derzeit einen dramatischen Einbruch, der sich bereits in deutlich steigender Arbeitslosigkeit niederschlägt. Dieser Einbruch strahlt auch in Länder aus, die wie Deutschland keinen Immobilienboom erlebt haben, weil die Exporte etwa nach Spanien nun schwächeln.

Zu guter Letzt hat der steigende Ölpreis in den vergangenen Monaten sowohl die Kaufkraft der Konsumenten beschnitten als auch die Margen der Unternehmen unter Druck gesetzt. Resultat sind eine anhaltende Kaufzurückhaltung der Verbraucher sowie eine zunehmende Investitionszurückhaltung der Unternehmen, wie sich aus den Einzelhandelsumsätzen und den rückläufigen Aufträgen für die deutschen

² Siehe für die Veröffentlichung der Juni-Werte http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12494_en.pdf.

Maschinenbauer aus dem Währungsraum insgesamt ablesen lässt.

Inflationsbremse Arbeitslosigkeit

All dies deutet darauf hin, dass sich die Konjunkturabschwächung und der Anstieg der Arbeitslosigkeit im Euroraum, der im Mai eingesetzt hat, in den kommenden Monaten fortsetzen werden. Die Lohnsetzung in der Eurozone mag langsamer auf eine Wachstumsabschwächung reagieren als jene in Großbritannien oder den USA, am Ende gilt aber eine einfache Faustregel: Wenn die Arbeitslosigkeit in einem Abschwung steigt, gehen die Lohnerhöhungen zurück – in einigen Ländern etwas langsamer, in anderen etwas schneller.

Mit geringeren Lohnerhöhungen aber sinkt sowohl der Kostendruck der Unternehmen als auch deren Preissetzungsspielraum, was wiederum den Inflationsdruck mittelfristig begrenzt. Dieser Mechanismus ist wichtiges Element der meisten modernen dynamischen makroökonomischen Modelle. Er war aber auch wichtiger Teil des Konvergenzprozesses im Vorfeld der Europäischen Währungsunion. Damals drückten die nationalen Notenbanken vor allem in den südlichen EU-Staaten die Arbeitslosigkeit mit ihrer restriktiven Geldpolitik soweit in die Höhe, dass die Lohndynamik gebrochen wurde. Wir wissen also, dass die nationalen Lohnsetzungssysteme im Euroraum über kurz oder lang tatsächlich so reagieren, wie uns die Theorie vermittelt.

Die steigende Arbeitslosigkeit wird auch verhindern, dass der kräftige Ölpreisanstieg sich in deutlich steigenden Nominallöhnen niederschlägt und sich damit die Inflationsdynamik verfestigt. Zwar gibt es in vielen Arbeitsverträgen in Spanien oder Belgien noch Klauseln, nach denen die Löhne angepasst werden, wenn die Verbraucherpreisinflation wie derzeit deutlich höher ausfällt als erwartet. Gleichzeitig ist aber Spanien eines der Länder, die der aktuelle Abschwung am schärfsten trifft. In den vergangenen zwölf Monaten ist die Arbeitslosigkeit dort nach EU-harmonisierter Messung von rund 8% auf zuletzt 10,7% gestiegen. Die derart rapide steigende Arbeitslosigkeit wird mittelfristig den Lohnanstieg auch in Ländern mit teilweiser Lohnindexierung brechen, ebenso wie die hohe Arbeitslosigkeit in den neunziger Jahren die damals inflationäre Lohndynamik gebrochen hat.

Inflationserwartungen unter Kontrolle

Befürworter der jüngsten Zinserhöhung argumentieren derzeit, dass die wiederholte und deutliche Verfehlung des EZB-Inflationsziels die Inflationserwartungen im Euroraum in die Höhe zu treiben drohe und dass man bereits erste Anzei-

chen einer solchen Entwicklung sehen könne. Eine dauerhaft höhere Inflationserwartung würde dann dazu führen, dass die Lohnforderungen nach oben angepasst werden und am Ende die Inflation sich dauerhaft auf einem höheren Niveau einpendeln würde. Als Beleg für steigende Inflationserwartungen wird dabei gerne die Umfrage der EU-Kommission unter Verbrauchern zu deren Inflationswahrnehmung angeführt, nach der derzeit ein so großer Anteil der Bürger im Euroraum für die kommenden zwölf Monate einen anhaltend kräftigen Preisanstieg erwarten wie noch nie seit Beginn der Befragungen 1999.

Tatsächlich aber sagt diese Umfrage reichlich wenig über *mittelfristige* Inflationserwartungen aus, deren Veränderung tatsächlich die oben beschriebenen negativen Auswirkungen hätte. Wenn Verbraucher angesichts steigender Rohölpreise über die kommenden Monate damit rechnen, dass diese Kosten auch an sie über steigende Abgabepreise an den Tankstellen und bei Gas- und Energielieferungen an sie weitergegeben werden, ist das nur rational. Auch würde allein der statistische Basiseffekt die Inflationsrate über die kommenden zwölf Monate hoch halten, selbst wenn die Ölpreise nicht mehr stiegen. Da für die Geldpolitik allerdings die mittelfristigen, nicht aber die kurzfristigen Inflationserwartungen wichtig sind, ist diese Inflationsprognose der Verbraucher für die Geldpolitik nicht übermäßig relevant. Stattdessen sollte die EZB sich auf die mittelfristigen Inflationserwartungen konzentrieren, für die es allerdings bedauerlicherweise in der Eurozone keine verlässlichen Umfragen gibt.

Gefährlicher Zinsschritt

Verteidiger des EZB-Kurses argumentieren außerdem gerne, dass der jüngste Zinsschritt der EZB lediglich ein Signal an die Tarifparteien gewesen sei, allerdings kaum realwirtschaftliche Auswirkungen haben werde. 25 Basispunkte seien eine kleine Zinserhöhung und beeinflussten zudem nur den Geldmarkt mit kurzen Laufzeiten, was die Investitionstätigkeit im Währungsraum kaum beeinflusse.

Dies ist allerdings leider nur teilweise richtig. Da die Marktteilnehmer bis Ende Mai nicht mit einer Zinserhöhung der EZB in naher Zukunft rechneten, hatte die Ankündigung von EZB-Präsident Jean-Claude Trichet Anfang Juni, die Notenbank werde im Juli die Zinsen anheben, kräftige Auswirkungen auch auf mittel- und langfristige Zinsen, wie sich in den Zinsstrukturkurven von unmittelbar vor und unmittelbar nach der EZB-Pressekonferenz ablesen lässt. Die Äußerungen Trichets erhöhten die Renditen auf Staatsanleihen bis Laufzeiten von rund zehn Jahren, den größten Effekt gab es bei Laufzeiten von zwei Jahren, wo die Zinsen um mehr als 30 Basispunkte anzogen. Diese steigenden Zinsen am Rentenmarkt wurden dabei auch zeitnah durch die Ge-

schäftsbanken an ihre Hypothekenkunden weitergegeben, wie sich aus den publizierten Hypothekenzinsen der großen Banken ablesen lässt. Gerade aber der private Wohnungsbau reagiert erfahrungsgemäß recht empfindlich auf Veränderungen in den Finanzierungskosten, so dass in der Bauwirtschaft in den kommenden Monaten die Folgen der EZB-Zinserhöhung deutlich spürbar werden dürften.

Auch jene Privathaushalte in Spanien oder Irland, deren Hypothekenzinsen unmittelbar wegen der EZB-Zinserhöhung nach oben angepasst werden, dürften unmittelbar mit ihren Konsumausgaben auf das nun geringere, für Ausgaben jenseits des Hypothekendienstes verfügbare Einkommen reagieren.

All das deutet damit darauf hin, dass die EZB ohne Not mitten in einen Abschwung hinein die monetären Rahmenbedingungen der Wirtschaft noch einmal deutlich verschärft hat. Ein Merkmal von Abschwüngen ist, dass sich ab einem gewissen Punkt einzelne negative Schocks zu einer sich selbst verstärkenden Abwärtsspirale entwickeln können, in der die Investitions- und Konsumzurückhaltung der einzelnen Unternehmen und Konsumenten zu einer weiteren Verunsicherung und Nachfrageausfällen führt, die wiederum weitere Abwärtskorrekturen in Konsum- und Investitionsplänen und letztlich zur Rezession führen kann. In einer heiklen konjunkturellen Lage unmittelbar vor einer Rezession kann ein einzelner, relativ kleiner Schock ausreichen, um die sich selbst verstärkende Abwärtsspirale in Gang zu setzen. Gut möglich, dass sich damit die Zinserhöhung der EZB gerade als jener sprichwörtlicher Strohalm herausstellt, der die Wirtschaft der Eurozone in diesem Abschwung in eine echte Rezession gedrückt hat.

Stellt sich diese Erhöhung im Nachhinein tatsächlich als Politikfehler heraus, hat die EZB nicht nur ohne Not Verluste in der Wirtschaftsleistung und einen Anstieg der Arbeitslosigkeit zu verantworten, sie schädigt auch den politischen Rückhalt für sich selber und das Projekt der Europäischen Währungsunion. Bereits heute sind die EZB und ihre Unabhängigkeit in einigen Ländern der Währungsunion wie Frankreich unter Beschuss. Wenn sich am Ende herausstellt, dass die Eurozone unmittelbar nach der Zinserhöhung der EZB im globalen Alleingang eine Rezession erlebt, während die US-Wirtschaft nach Zinssenkungen der amerikanischen Fed die Subprime-Krise relativ gut übersteht, wird das Wasser auf den Mühlen der Gegner einer unabhängigen EZB sein. Zudem werden dann die Gegner der Europäischen Währungsunion ihre These gestützt sehen, dass der einheitlichen Geldpolitik aus Frankfurt vielleicht doch eine eigene, nationale Geldpolitik vorzuziehen sei. All das hätte die EZB verhindern können, wenn sie Anfang Juli auf ihre Zinserhöhung verzichtet hätte.