

Geldpolitik für Europa schränkt Wachstumsmöglichkeiten ein

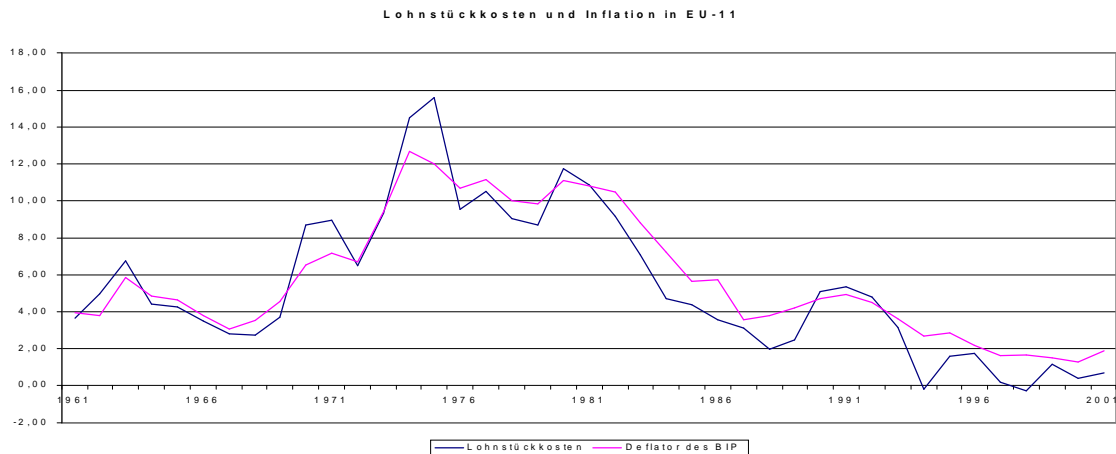
VON

Heiner Flassbeck

(Financial Times Deutschland, Juni 2000)

Gerade hat sich ein Altbundesbankpräsident zu Wort gemeldet und die Europäische Zentralbank zu weiteren Zinserhöhungen ermutigt. Karl Otto Pöhl meint, für Italien und Spanien, die früher viel höhere Zinsen gehabt hätten, sei schon das jetzige Niveau „ein Geschenk des Himmels“. Der nominale kurzfristige Zins liegt in der Tat trotz der Zinserhöhungen der vergangenen Monate mit derzeit 4,25 % in der Europäischen Währungsunion am unteren Ende dessen, was früher in Europa und auch in Deutschland üblich war. Wer daraus aber ableiten wollte, die EZB verhalte sich, wenn sie die Zinsen noch weiter erhöhe, grosso modo nicht anders als die Bundesbank in der Vergangenheit, liegt allerdings völlig falsch. Auch Altbundesbankpräsidenten können irren.

Den schlichten Nominalzins hält offenbar niemand für ein vernünftiges Maß für geldpolitische Impulse? Zumindest deflationieren muß man ihn in der ein oder anderen Weise. Doch steckt der Teufel im Detail der Deflationierung. Welchen Preisindex nimmt man? Derzeit leiden fast alle üblichen Preisindices unter einem schwerwiegenden Mangel: Sie enthalten Einmaleffekte aufgrund der Öl- und Importpreisteigerungen. Einmaleffekte aber haben in einem Realzins nichts zu suchen. Für die Unternehmen geht nur von solchen Preiseffekten eine Verminderung der Zinslast aus, die ihre nominalen Erträge über längere Zeit vergrößern, nicht aber von einmaligen durchlaufenden Posten.



Über längere Zeit relevant sind in einer großen, fast geschlossenen Volkswirtschaft wie es die EWU und die USA sind, praktisch nur die Kosten für Arbeit. Arbeit ist die einzige nichtproduzierte Vorleistung und ihr Preis, die Lohnstückkosten, bestimmen bei geringem Gewicht der Importe nahezu perfekt die Inflationsrate. Nicht ohne Grund ist für die amerikanische Zentralbank die Entwicklung der Lohnstückkosten ein zentraler Indikator für aufkommende Inflationsgefahr.

Auch die Deutsche Bundesbank hat in der Vergangenheit offenbar diesen Indikator regelmäßig zu Rate gezogen. Alle Phasen steigender Zinsen waren gekennzeichnet von einer zumindest gleichzeitigen Beschleunigung der Zuwachsrates der Lohnstückkosten. Das gilt schon für die erste Restriktionsphase Anfang der 50er Jahre, wie für die Restriktion Mitte der 60er. Anfang und Mitte der 70er, als die Lohnstückkosten um 10 und mehr Prozent stiegen, galt das

ebenso wie zu Beginn der 80er und der 90er Jahre mit Zuwachsraten der Lohnstückkosten von über 5 %. Immer folgte die Bundesbank einem einheitlichen und im Kern auch vernünftigen Muster, nämlich die Zinsschraube genau dann anzuziehen, wenn eine Inflationsmentalität sich nachweislich eines kräftigen Anstiegs der Lohnstückkosten zu verfestigen drohte.

Diesmal ist zum ersten Mal alles anders. In der Europäischen Währungsunion werden in diesem Jahr die Lohnstückkosten nach Schätzung der Kommission um 0,4 % steigen und im kommenden Jahr um 0,7. Entscheidend dafür ist, was die deutschen Gewerkschaften vorgelegt haben: In Deutschland steigen in beiden Jahren die nominalen Löhne nur um etwa 2 %, so daß die Lohnstückkosten hierzulande vermutlich sogar absolut fallen werden. Deutschland verbessert also über seine extreme Lohnzurückhaltung zwar seine Wettbewerbsposition gegenüber den anderen, muß aber kurzfristige Realzinsen hinnehmen, die sich mit über 4 % gewaschen haben. Spanien ist mit Lohnstückkostenzuwachsen von fast 2 % in der Tat beim Zins etwas besser dran, verliert aber deutlich an Wettbewerbsfähigkeit. Den Saldo kann man leicht ziehen, wenn man sich jeweils das Gewicht von Exportnachfrage und Binnennachfrage vor Augen führt.

Insgesamt ist die geldpolitische Restriktion aber weit überzogen und liegt weit jenseits der Reaktionen, die man in der Vergangenheit von der Bundesbank gewohnt war – wobei schon diese nicht immer der Weisheit letzter Schluß gewesen sind. Mit anderen Worten, die stabilitätspolitische Vorleistung der Gewerkschaften in ganz Europa wird von der Zentralbank in keiner Weise honoriert. Die Geldpolitik schränkt die Wachstumsmöglichkeiten von Euroland ohne jede Not ein. Das wird sich spätestens dann in aller Schärfe zeigen, wenn die Unterbewertung des Euro zu Ende geht bzw. deren stimulierende Effekte auslaufen. Sollte die EZB gar dem Rat von Pöhl folgen und die Zinsen weiter erhöhen, ist ein rasches Ende des Aufschwungs und der Besserung am Arbeitsmarkt nicht mehr zu verhindern.