

# Die EZB spielt va banque

von

Heiner Flassbeck

FR, 7. 10. 2006

Die europäische Zentralbank (EZB) hat wieder einmal die Zinsen erhöht. Seit die Konjunktur in Gang gekommen ist, gibt es nach ihrer Meinung eine Inflationsgefahr für den Euroraum. Folglich hat sie zum fünften Mal hintereinander die kurzfristigen Zinsen auf nunmehr 3 ¼ Prozent erhöht.

3 ¼ Prozent ist nicht viel, sagen die meisten sachverständigen Beobachter, damit beugt die EZB zwar der Inflation vor, aber die Konjunktur wird kaum gebremst. Das wäre nicht ganz falsch, wenn wir von einer normalen Konjunktur im Euroland sprechen könnten, wenn es keinen frei floatenden Wechselkurs des Euro zum Dollar und kein Rekorddefizit der Amerikaner im Außenhandel gäbe, doch all drei Faktoren gibt es bekanntlich.

Die Konjunktur in Euroland ist tief gespalten. Auf der einen Seite stehen Länder, die noch immer eine gut laufende Binnenkonjunktur aufweisen, deren Fundament aber inzwischen extrem wackelig ist, weil es meist nur auf steigenden Hauspreisen ruht. Diese Länder haben große Schwierigkeiten im Außenhandel, was sich in steigenden Leistungsbilanzdefiziten niederschlägt. Das gilt in erster Linie für Spanien. Auf der anderen Seite stehen die Länder, deren Aufschwung fast ausschließlich auf Exporterfolgen beruht. Das herausragende Beispiel dafür ist Deutschland.

Wer, wie die EZB und die sachverständigen Beobachter, die möglicherweise verheerende Wirkung der Zinserhöhung auf den Wechselkurs des Euro ausblendet, handelt fahrlässig. Er gefährdet beide Ländergruppen und riskiert eine Bruchlandung ohne Gleichen. Wofür geht die EZB dieses Risiko ein? Seit Monaten schon schwadroniert sie von „großer Wachsamkeit“ bezüglich der Inflationsgefahr in Euroland. Dumm ist nur, dass außer ihr kaum jemand eine solche Gefahr ausmachen kann. Zwar lag die gemessene Preissteigerung für einige Zeit leicht über zwei Prozent und damit etwas oberhalb des Zieles von „leicht unter zwei Prozent“, das die EZB sich selbst gegeben hat, doch wo ist das Problem?

Wenn man bei einem Rekordölpreis und einer Importpreissteigerung von zuletzt über 5 Prozent nur so wenig von seinem Inflationsziel abweicht, sollte man glücklich und zufrieden sein. Offensichtlich hat die EZB keine Ahnung davon, was wirklich Anlass zu „großer Wachsamkeit“ wäre. In den USA lag die Inflationsrate zuletzt nahe vier Prozent. Vor einigen Jahrzehnten noch gab es Ölpreissteigerungen, die dramatische Auswirkungen auf die Inflation hatten, weil Verteilungskämpfe über der Frage entbrannten, wer die Lasten des höheren Ölpreises zu zahlen hat: Die Arbeitnehmer oder die Arbeitgeber. Davon kann heute in ganz Europa nicht die Rede sein.

Das beste Maß für die von den heimischen Kostenfaktoren ausgehende Inflationsgefahr sind ohne Zweifel die Lohnstückkosten, also der Zuwachs der Lohnkosten abzüglich des Produktivitätsfortschritts. Nach Angaben der EZB sind die Lohnstückkosten in Euroland in den vergangenen beiden Jahren sowie im ersten Quartal dieses Jahres um etwa ein Prozent gestiegen, also deutlich unter der kritischen Schwelle von „leicht unter zwei Prozent“. Das heißt,

trotz Ölpreisexplosion gab es eine Entlastung von Seiten der entscheidenden heimischen Faktoren, was die insgesamt sehr moderate Entwicklung der Preise erklärt.

Mit der Anhebung der Zinsen kann die Zentralbank zu Hause folglich auf keinen Fall mehr erreichen, als sie ohnehin schon erreicht hat. Hinsichtlich der internationalen Rückwirkungen ihrer Politik aber geht sie ein unkalkulierbares Risiko ein. Mit ihrer Annäherung an das amerikanische Zinsniveau, das derzeit bei 5 Prozent liegt und wohl nicht weiter steigt, schlägt sie Schritt für Schritt die einzige Stütze weg, die der US-Dollar gegenüber dem Euro hat. In einer Welt, in der unglaubliche Summen um den Globus gejagt werden auf der Suche nach einem Zehntel Prozent mehr hier und da, kann die Zinsdifferenz eine entscheidende Bestimmungsgröße für den Wechselkurs sein. Da der Dollar wegen der amerikanischen Handelsbilanzdefizite ohnehin unter strenger Beobachtung der Märkte steht, ist die Strategie der EZB ein va-banque-Spiel mit der Zukunft Europas. Wenn im nächsten Jahr die europäische Konjunktur einbricht, weil der Dollar massiv fällt, wird die EZB aber sicher sagen, das seien die Märkte gewesen, damit habe sie nichts zu tun.