

## Editorial

### Die zittrige Hand der EZB als Konjunkturrisiko?

In der Regel will die Wirtschaftswissenschaft nicht nur Selbstzweck bleiben, sondern der Wirtschaftspolitik für deren Handeln notwendige und sinnvolle Informationen zur Verfügung stellen. Da die Wirtschaftswissenschaft aber bekanntlich keine Naturwissenschaft, sondern eine Sozialwissenschaft ist, sind weder ihre Erkenntnisse objektiver Natur, und natürlich schon gar nicht die Schlüsse, die daraus in Richtung wirtschaftspolitischen Handlungsbedarfes gezogen werden. Wie groß die sich dadurch für unterschiedliche Interessenlagen ausbreitende Spielwiese ist, zeigt sich etwa am Thema „Nulldefizit der öffentlichen Haushalte“: Mit welchen Maßnahmen soll dieses erreicht werden? In welchem Zeitraum? Ja, macht dieses Ziel überhaupt Sinn?

Der Wirtschaftsforscher ist also daran gewöhnt, daß seine Erkenntnisse schon in ruhigen und kalkulierbaren Zeiten kontroversiell diskutiert werden. Daran läßt sich ablesen, wie unterschiedlich erst die Auffassungen bezüglich adäquater Schritte der Wirtschaftspolitik ausfallen werden, wenn große Unsicherheiten in der Einschätzung der kurzfristigen Entwicklung bestehen, genau genommen – bedingt durch das verzögerte zur Verfügung stehen von Meßdaten – sogar in der Einschätzung der gegenwärtigen Lage und der jüngsten Vergangenheit. Und die aktuelle Wirtschaftslage dürfte – wieder einmal – genau einer solchen Situation entsprechen.

#### I. Revidierte Konjunkturprognosen

In der zweiten Jahreshälfte des Jahres 2000 begannen weltweit praktisch alle Ersteller von Konjunkturprognosen, ihre Vorhersagen zurückzunehmen, und dieser Prozeß setzte sich in den ersten Monaten des Jahres 2001 – teils sogar beschleunigt – fort. Läßt man die weitgehend hausgemachten Probleme, an welchen die japanische Wirtschaft schon im gesamten Verlauf der neunziger Jahre laborierte, außer Betracht, so sind dafür im wesentlichen zwei ursächliche Faktoren zu identifizieren. Erstens verursachten die – allerdings von einem extrem niedrigen Niveau aus – geradezu explodierten Ölpreise in den erdölimportierenden Ländern Preissteigerungen und damit eine Dämpfung von Kaufkraft und wirtschaftlicher Aktivität. Der daraus resultierende Revi-

sionsbedarf für die Wachstumsprognosen hätte sich in der Europäischen Union allerdings in engen Grenzen gehalten, da die Ölpreise bald wieder zurückgingen und auch die Zweitrundeneffekte, also das Durchschlagen der Ölpreiserhöhung auf die Preise anderer Güter und Dienstleistungen, im Laufe des heurigen Jahres weitgehend verebben sollten.

## II. Konjunkturunbruch in den USA

Der zweite, für die europäische Wirtschaft ebenfalls exogene Faktor, könnte für die Wachstumsaussichten in der EU eine deutlich größere Bedrohung darstellen, nämlich der unerwartet abrupte und heftige Konjunkturunbruch in den USA. Das Wachstum der US-Wirtschaft wurde von einer Jahresrate von über 5 Prozent im ersten Halbjahr 2000 drastisch eingebremst, im zweiten Halbjahr verzeichnete die Sachgüterproduktion sogar einen sinkenden Output.

Der Grund dafür lag im wesentlichen im Abbruch des Investitionsbooms, der in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre regelmäßig zweistellige Zuwachsraten brachte. Ein Rückgang der Investitionen in Ausrüstungen, und dabei vor allem in Informations- und Kommunikationstechnologie, brachte die US-Industrie Ende 2000 in eine Rezession, und die Börsenkursentwicklung verstärkte die Stimmungseintrübung, insbesondere im *High-Tech*-Bereich. Daneben wurden auch andere Nachfragekomponenten beeinträchtigt: die Exporte durch den hohen Dollarkurs und der private Konsum durch Ölpreisanstieg, Aktienkursrückgang, vorangegangene Zinserhöhungen und geringere Beschäftigungsausweitung.

## III. Divergierende Prognosen

Bezüglich Ausmaß und Dauer dieses Konjunkturunbruches bestehen derzeit erhebliche Unsicherheiten; die Prognosen für die US-Wirtschaft differieren wie schon lange nicht mehr. Die meisten Prognosen, so auch die der OECD und der EU-Kommission, sind recht optimistisch und gehen davon aus, daß es sich nur um eine vorübergehende Wachstumsschwäche handelt, welche im zweiten Halbjahr bereits wieder überwunden sein sollte. Begründet wird dieser Optimismus erstens mit der Natur der den Abschwung begründenden Kräfte und zweitens mit einer Reihe einen raschen Wiederaufschwung begünstigenden Faktoren.

Es wird argumentiert, daß der Abschwung sektoral beschränkt sei (*High-Tech*- und Automobilsektor) und auch nur von vorübergehender Natur. Denn die vorangegangene, überaus kräftige Ausweitung der Investitionen in Informations- und Kommunikations-

technologien, welche mittlerweile den Großteil der Anlageinvestitionen ausmachen, ergibt bei raschem technischen Fortschritt einen baldigen Bedarf nach Ersatzinvestitionen. Der (ohnedies sehr volatile) Automobilmarkt sehe im ersten Quartal schon wieder Zeichen einer Trendwende. Und die Entwicklung der Aktienkurse könne als notwendige Korrektur interpretiert werden, welche die über Risiko und Volatilität wohlinformierten Investoren nicht wirklich überraschen könne.

Gleichzeitig unterstützten günstige Rahmenbedingungen eine rasche Konjunkturerholung: Durch eine schnelle und kräftige Reaktion der Geldpolitik würden die Erwartungen von Unternehmen und Haushalten (welche unmittelbar durch billigere Hypothekarkredite profitieren – die Zahl der Baugenehmigungen steigt schon wieder) stabilisiert; durch die geplanten Steuersenkungen werde die Haushaltspolitik expansive Impulse setzen; die im Zuge der Wachstumsverlangsamung erwartete Dollarabwertung werde die Exporte ankurbeln. Und nicht zuletzt würden schließlich Stärke und Dynamik der US-Wirtschaft schon seit Jahren unterschätzt.

Ein solches Szenario der kräftigen Wachstumsbelebung schon im zweiten Halbjahr ist allerdings mit großen Unsicherheiten behaftet, so daß weniger optimistische Prognostiker mit einer deutlicheren und länger andauernden Wachstumsverlangsamung rechnen. Die Anpassungsprozesse im *High-Tech*- und im Automobilsektor könnten sich als tiefergehend als erwartet erweisen, wurden doch im extrem langen Boom enorme Überkapazitäten aufgebaut. Ungünstigere Einkommenserwartungen, etwa durch weitere Kursverluste auf den Aktienmärkten, könnten den privaten Konsum über eine Erhöhung der Sparquote dämpfen. Aus den Steuersenkungen seien für den privaten Konsum wenig Impulse zu erwarten, da diese zwar bei den niederen Einkommen relativ stärkere Entlastungen brächten, in absoluten Beträgen allerdings bei den Wohlhabenderen am stärksten wirksam würden. Und die Exporte könnten durch eine Konjunkturabschwächung der Handelspartnerländer leiden.

Ob die Optimisten oder die Pessimisten recht behalten werden, ist derzeit weniger klar, als dies in den letzten Jahren der Fall war. Eine entscheidende Rolle werden jedenfalls die Kursentwicklungen auf den Aktien- und Immobilienmärkten und die entsprechenden Reaktionen von Konsumenten und Investoren sein. Die überraschende neuerliche Zinssenkung durch die amerikanische Zentralbank Mitte April, als der Hauptstrom der Prognosen bereits mit einer unmittelbar bevorstehenden Erholung rechnete, sollte jedenfalls zu denken geben. Da dieser Schritt offensichtlich unerwartet kam, ließe sich trefflich darüber grübeln, was wohl die Fed weiß (oder zu wissen glaubt), was die Investoren nicht wissen.

#### IV. Wirkung auf Europa

Für die Prognosen der europäischen Konjunktur liegt die Unsicherheit nicht nur in der weiteren Entwicklung der US-Wirtschaft, sondern auch in der Frage des Transmissionsmechanismus zwischen diesen beiden Wirtschaftsblöcken. Ein Standardargument in diesem Zusammenhang lautet, daß der große Binnenmarkt der Wirtschafts- und Währungsunion mit seiner geringen Außenverflechtung (nur 10-15 Prozent des gesamten Außenhandels) vorrangig von der Dynamik der Binnennachfrage getragen werde und durch äußere Einflüsse zwar eine gewisse Wachstumsverlangsamung, aber nur schwer ein grundsätzlicher Umschwung herbeigeführt werden könne. Und Steuersenkungen in einer Reihe von Ländern (v.a. Deutschland, Frankreich, Italien, Niederlande) kommen gerade rechtzeitig zur Stärkung der heimischen Kaufkraft.

Nun wäre der unmittelbare Einfluß über die direkten Handelsströme tatsächlich nicht allzu gravierend (mit Ausnahme einzelner Länder, allen voran Irland), doch dazu gesellen sich auch noch Drittland-Effekte, und diese sind im *High-Tech*-Sektor überdurchschnittlich ausgeprägt (USA ... Japan ... Südostasien ...). Eine gröbere Dämpfung des Welthandels und des globalen Wachstums würde somit natürlich die EU nicht unbeeindruckt lassen. Doch noch weitaus größere Gefahren als vom internationalen Handel gehen von den Verbindungen der Finanzmärkte aus, deren Befindlichkeit für das Vertrauen und damit für die Investitionstätigkeit von entscheidender Bedeutung ist.

Wie wichtig der Faktor "Psychologie" ist, läßt sich daran ermesen, daß ein und derselbe Kursrückgang höchst unterschiedliche Wirkungen haben kann, je nachdem, ob die Kursentwicklung als Krise oder als Notwendigkeit eingeschätzt wird. Die Zukunft der europäischen Konjunktur hängt folglich sehr wohl von der internationalen Entwicklung, vielleicht noch mehr von deren Einschätzung durch die Investoren ab. Am Beispiel der USA ist ersichtlich, welche Bedeutung der Politik der Zentralbank dabei zufällt.

#### V. Die Strategie der EZB: ruhige oder zittrige Hand?

Die EZB bezeichnet das Unterlassen von Zinsschritten als Strategie des Abwartens oder auch gerne als Politik der ruhigen Hand. In ihrem Weltbild mag die derzeitige Politik auch durchaus konsistent erscheinen: Die EZB sieht den Wiederaufschwung als unmittelbar bevorstehend an, das Wachstum für 2001 und die folgenden Jahre liege am oder über dem (von der EZB geschätzten) potentiellen Wachstum, die Kerninflation befinde sich seit Mitte 1999 im Aufwärtstrend und schon länger über dem Referenzwert von

zwei Prozent, und schließlich sieht die EZB die Gefahr, daß sich die Inflation über Zweitrundeneffekte und folgende Lohnrunden noch einmal erhöht. Das Geldmengenwachstum habe sich zwar abgeschwächt, sei aber immer noch über dem Referenzwert gelegen, und das Zinsniveau sei im historischen Vergleich nicht hoch.

So weit, so gut; aber was sind die Faktoren, welche die EZB nicht oder nicht ausreichend in ihre Reaktionsfunktion einbezogen hat? Die zur Zeit gemessene Inflation findet ihren Grund ganz wesentlich in der Importpreissteigerung durch gestiegenen Rohölpreis und Dollaranstieg. Dieser Niveaueffekt ist aber am Auslaufen (die Anstiege starteten im Frühjahr des vergangenen Jahres), und massive Zweitrundeneffekte sind kaum mehr zu erwarten. Obwohl es eigentlich dem Wesen der Geldpolitik entspräche, vorausschauend zu agieren, dürfte somit das Unterlassen von psychologisch wichtigen und ökonomisch angezeigten Zinsschritten durch die EZB eher auf die Bekämpfung der gegenwärtigen Inflation gerichtet und zudem auf Verhaltensfunktionen der Vergangenheit basierend sein.

Dabei ist auch das von der EZB festgelegte Inflationsziel (zwei Prozent) an sich diskussionswürdig. Natürlich orientiert sich die EZB richtigerweise an der durchschnittlichen Inflation in der Euro-Zone. Die Inflation im Euroland setzt sich aber aus den Preisanstiegen in den reicheren Ländern und den aufholenden Ländern der Union zusammen. In einem heterogenen Wirtschaftsgebiet sind regionale Inflationsdifferenziale eine natürliche Entwicklung, und eine verantwortungsvolle Geldpolitik hat die unterschiedlichen Ursachen und Wirkungen der Inflation in den verschiedenen Regionen in ihre Überlegungen einzubeziehen.

Der Produktivitätsfortschritt in aufholenden Ökonomien ist für den Sektor der handelbaren Güter (im wesentlichen Industrie, aber auch handelbare Dienstleistungen) aus den unterschiedlichsten Gründen höher als im restlichen Sektor der Volkswirtschaft (nur lokal handelbare Dienstleistungen, Mieten, öffentliche Leistungen etc.). Der exponierte Sektor ist aber im Lohn- und Preisbildungsprozeß meist tonangebend. Die nicht handelbaren Güter und Dienstleistungen ziehen bei den Preisen trotz niedrigerem Produktivitätsfortschritt nach, wodurch es in diesen Volkswirtschaften zu einer höheren Inflation kommt als in den reicheren Volkswirtschaften, in denen bereits ein höheres Preisniveau herrscht. Letztlich ist nur durch diesen Prozeß eine Annäherung der Preisniveaus in einer Wirtschafts- und Währungsunion zu erreichen. Da das Preisniveau in den Ländern mit höherem Preisniveau nicht sinken kann, muß die Anpassung über höhere Inflationsraten in den aufholenden Ökonomien erfolgen. Im Übergang heben diese natürlichen Inflationsdifferenziale aber das durchschnittliche Inflationsniveau in der gesamten Union. Versucht nun

die EZB, die so erhöhte durchschnittliche Inflation zu bekämpfen, führt dies dazu, daß in den reicheren Volkswirtschaften die Inflation unter einer durchschnittlichen Rate von zwei Prozent liegen muß. Für diese Ökonomien bedeutet dies aber ein Risiko von Wachstumsverlusten, zumal die gemessene Inflation die tatsächliche Inflation meist etwas übersteigt. Bei einer Inflation nahe und um Null treten zusätzlich zur monetär gedämpften Nachfrage aber auch die bekannten Probleme nominaler Rigiditäten. Das Beispiel Japan führt diese Gefahren deutlich vor Augen. Denn die Geldpolitik verliert bei Inflationsraten um Null zunehmend ihre Wirksamkeit, und sie wirkt auch beim Bremsen anders als beim Versuch, „Gas zu geben“, wenn eine Stagnation oder gar Rezession einmal eingetreten ist. Oft wird die Geldpolitik deshalb mit einem Strick verglichen, mit dem die Zentralbank zwar überschäumendes Wachstum zügeln, aber in einer Liquiditätsfalle keine Anstöße mehr geben kann.

Nun gibt es aber nicht nur in den aufholenden Ökonomien erhöhte Inflationsraten. Auch in den Niederlanden liegt die Inflationsrate über dem europäischen Schnitt. Hier stellt sich das Problem allerdings anders dar: Die Größe der Niederlande hält den Einfluß auf die europäische Inflation in sehr engen Grenzen. Es handelt sich hierbei schlicht und einfach um eine reale Aufwertung für die Region Niederlande aufgrund weitgehend ausgelasteter Kapazitäten. Über kurz oder lang wird diese reale Aufwertung in den Niederlanden deren Wettbewerbsfähigkeit dämpfen, der Inflationsdruck wird sinken, und die niederländische Inflation wird wieder zum europäischen Schnitt zurückkehren. Für die Region Niederlande könnte allenfalls ein Zusammenspiel von Fiskal- und Einkommenspolitik die Situation verändern; es ist jedenfalls nicht Aufgabe einer europäischen Geldpolitik, regional begrenzte Phänomene zu bekämpfen.

Die bisherigen Lohnabschlüsse nach dem Ölpreis- und Dollaranstieg lassen zudem in einer gesamteuropäischen Sichtweise die Befürchtungen, daß die gestiegenen Importpreise in einer Preis-Lohn-Preisspirale münden, jedenfalls als übertrieben erscheinen. Denn zum Unterschied zur Vergangenheit haben veränderte Rahmenbedingungen bei fast allen Akteuren zu geänderten Reaktionsfunktionen auf importierten Inflationsdruck geführt. Europäische Integration (innerhalb und außerhalb der EU), gestiegener Welthandel, technologischer Fortschritt und Liberalisierung haben auf den Güter- und Arbeitsmärkten zu erhöhtem Wettbewerb und höheren Produktivitätswachstumspotentialen geführt, die dämpfend auf den Preisauftrieb wirken. Demgegenüber scheint das Vertrauen der Europäischen Zentralbank in die Wirksamkeit dieser Effekte nicht so hoch wie das Vertrauen in die Bedeutung des Geldmengenwachstums, das trotz der gegebenen Unsicherheit

über den Wirkungszusammenhang mit der Inflation und der Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem großen Systemwechsel, der sich im europäischen monetären Sektor (Währungsunion, Integration der Finanzmärkte, technologischer Wandel) vollzieht, nach wie vor eine tragende Säule der Geldpolitik der EZB darstellt. In den USA wurde die Geldmengenstrategie bereits am Ende der achtziger Jahre als gescheitertes Experiment abgehakt.

Da die Gefahr des Entgleitens der Inflation in der mittleren Sicht eher als gering einzuschätzen ist, erscheint somit unter den genannten Aspekten das Unterlassen von Zinsschritten in der jetzigen Situation weniger als eine Politik der ruhigen Hand, sondern vielmehr als Fortsetzung einer Politik der zittrigen Hand.

## VI. Kommunikation und Erwartungsbildung

Jahrelang konnte Europa, wenn nicht gerade monetäre Stürme (EWS-Krisen in den neunziger Jahren, zum Teil ausgelöst durch Konflikte zwischen nationalen und europäischen Erfordernissen, bei denen die deutsche Bundesbank erstens am längeren Ast saß und zweitens aufgrund ihres Auftrags den nationalen Interessen den Vorzug zu geben hatte) einen begonnen Aufwärtstrend wieder stoppten, im Windschatten der US-Konjunktur ohne eigene konsistent formulierte Makropolitik ganz gut leben. Die Investitionen erreichten durch die rege Auslandsnachfrage ein passables Wachstum, allein die Binnennachfrage konnte im ehemaligen DM-Block nie genügend an Dynamik gewinnen. Ein breites, selbst tragendes Wachstum konnte daher nie richtig in Gang kommen.

Fällt die US-Konjunktur als Investitionslokomotive nun weg, wird es um so wichtiger, rechtzeitig Signale zu setzen, die Erwartungen – vor allem der Investoren – stabilisieren können und die Binnennachfrage anregen, bevor Europa ähnliche „Preisstabilitätsprobleme“ bekommt wie Japan. Rechtzeitige Zinsschritte wären in der unsicheren Situation, in der sich die europäische Volkswirtschaft und die Weltwirtschaft befinden, zur Erwartungsstabilisierung dringend angezeigt gewesen, weil in der Vorausschau das Risiko höherer Inflation gering und die Unsicherheiten über den weiteren Konjunkturverlauf nach der momentanen Abschwächung nicht unerheblich sind. Die EZB hat dabei bislang ein asymmetrisches Verhalten an den Tag gelegt.

Von der Strategie her fehlen auch wesentliche Qualitätsmomente in der Kommunikation der EZB. Sie gibt keine Inflationsprognosen bekannt, welche aber für die Erwartungsbildung bei Investoren und bei den Tarifpartnern von entscheidender Bedeutung wären, vor allem auch, was die Einschätzung der zukünftigen Politik der EZB betrifft. Darauf zu setzen, daß die Nichtkommuni-

kation die Marktteilnehmer einerseits zu Preisdisziplin zwingen und andererseits im entscheidenden Moment überraschen soll, ist eine Politik, die weder in einem neo-/neuklassischen noch in einem neo-/neukyonesianischen Kontext überzeugen kann und eigentlich als überholt zu betrachten ist.

Ohne Inflationsprognose und Dialog mit der Öffentlichkeit, insbesondere mit den Tarifpartnern, in welchem die EZB ihre Analysen und Beweggründe für ihre vergangene und zukünftige Politik darlegt, ist eine moderne, verantwortungsvolle, erwartungsstabilisierende Geldpolitik nicht vorstellbar. Und schließlich wird auch die in der Währungsunion notwendige Koordination der makroökonomischen Politikbereiche durch dieses Verhalten nicht gerade unterstützt.

### **VII. Wer verunsichert wen?**

Daß sich die Betreiber der Wirtschaftspolitik vielfach präzisere und eindeutige Aussagen der Wirtschaftsforscher bzw. klarere Handlungsempfehlungen erhoffen, ist – spätestens seit Präsident Trumans Wunsch nach einem einarmigen Ökonomen – bekannt. Daß es aber durchaus auch umgekehrt sein kann, zeigt sich derzeit in Europa, wo die EZB mit ihrer vermeintlich ruhigen Hand nicht unerheblich zum Unsicherheitsspielraum in den Konjunkturprognosen beiträgt.