

## „Blinde Kuh“

Steht uns eine weitere Zinsrunde – Federal Reserve und Europäische Zentralbank (EZB) an der Spitze ins Haus? Vermutlich. Indessen lässt sich über das Wann und Wie viel trefflich streiten. Vor diesem Problem stehen nicht nur die Fed und die EZB-Watcher, sondern auch die Notenbankiers selbst dies- und jenseits des Atlantiks. Die handelnden Personen sind wahrlich nicht zu beneiden; denn die auf der anderen Seite stehenden Politiker „wissen“ nicht nur alles, sondern alles viel besser, wobei sie sich davor nicht scheuen, die Unabhängigkeit der Zentralbanken mehr oder weniger unverhohlen in Frage zu stellen. Der französische Innenminister und ersten Mann des bürgerlichen Lagers, Nicolas Sarkozy, beschwor kürzlich die in Paris so beliebte Industriepolitik, indem er die EZB wegen ihrer vor allem auf Inflationsbekämpfung ausgerichtete Strategie scharf kritisierte; denn: dies führe zu einem zu starken Euro, was wiederum Arbeitsplätze bedrohe. Dies äußerte er nicht etwa durch die Hintertür, sondern ganz offen. Industriepolitik dürfe in Europa nicht länger ein Tabu sein. Eine echte europäische Wirtschaftspolitik müsse das Wachstum in den Vordergrund stellen. Gut, aber nicht vor dem Hintergrund des jenseits des Rheins so geschätzten Käseglocken-Denkens.

Der internationale Wettbewerb war einer der Säulen des deutschen „Wirtschaftswunders“, und er sollte auch jetzt in Europa für Kraft und Stärke sorgen. Das hat der Präsident der EZB, Jean-Claude Trichet, erfreulicherweise auf seine Fahnen geschrieben. Eine Ausdehnung der Gespräche mit dem Chef der Eurogruppe, dem Luxemburger Jean-Claude Juncker, lehnte er jüngst ein weiteres Mal ab: Er wies vielmehr die Forderung aus dem politischen Lager nach einer stärker „wachstumsorientierten“ Zinspolitik zurück. Das Zulassen von mehr Inflation, das lehre die Geschichte, führe nicht zu mehr Wachstum. Auch die nachlässige Fiskalpolitik ist ihm – Gott sei's gedankt – ein Gräuel. Und er hat bereits mehrfach Kritik an dem „reformierten“ Stabilitätspakt geäußert, der keine Sanktionen für Haushaltssünder vorsieht. Schlendrian dort und Streben nach Disziplin hier: diese divergierenden Mentalitäten sind eine schwere Bürde für die Währungspolitiker, die umso mehr drückt, als die Zins- und Geldsteuerung auch ganz ohne politischen Einflüsse kompliziert genug wäre.

Einer der Hauptgründe hierfür ist der oftmals allzu lange Zeitunterschied zwischen monetären Beschlüssen und deren Wirkung. Die Experten sind sich darin einig, dass dieses „Time-lag“ Jahre umfassen kann. Handeln deshalb die Zen-

tralbanken zu kurzfristig? Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) vertritt diese Meinung. Der derzeitige Denkansatz berge das Risiko, dass die Leitzinsen zu lange niedrig gehalten würden. Außerdem blieben die Entwicklungen auf den Finanzmärkten so gut wie ausgeklammert. Die Folge: steigende Preise für Vermögenswerte heizten die Spekulation an, so dass sich längerfristig Ungleichgewichte aufbauten, was eine Bedrohung für die Stabilität der Preise darstelle. Kein Wunder, wenn sich die BIZ jüngst mit einer Projektion beschäftigte, nämlich mit der Möglichkeit eines „abrupten Schocks, der zu Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten führt“. Besorgnis erregend sei nicht zuletzt die Zunahme der fremdfinanzierten Übernahmen. Nichts wird so heiß gegessen, wie es gekocht wurde, doch sind die Befürchtungen der BIZ nicht völlig aus der Luft gegriffen. Das Image des legendären „Zauberers“ und Ex-Fed-Chefs Alan Greenspan wird jetzt mehr und mehr nüchtern gesehen. „Read my lips“ ist out; read the facts ist nunmehr angesagt.

Die meisten Währungspolitiker sind sich darin einig, dass die Federal Reserve viel zu lange an ihrer Niedrigzinspolitik und dem allzu weiten Geldmantel festgehalten hat. Das Kreditvolumen des Privatsektors in den Staaten explodierte im 1. Quartal 2006 mit einer Jahresrate von sagenhaften elf Prozent, und im Juni sind die Verbindlichkeiten der Unternehmen mit einer Jahresrate von 8 Prozent gewachsen. Das ist die stärkste Zunahme seit 2003. Willkommen im Club; denn auch die EZB lässt seit Jahren zu, dass ihr Geldmengenziel hartnäckig und deutlich überschritten wird. Summa summarum: dies alles ist Bühne und Kulisse für das diesjährige Sommertheater der Leitzinsen in der westlichen Welt. Das Spiel dürfte „Blinde Kuh“ heißen; denn wesentliche Bestimmungselemente können nur durch Raten ins Kalkül gezogen werden.

Was wird die Fed im August unternehmen, nachdem sie jüngst den Leitzins um 0,25 Punkte auf 5,25 Prozent heraufgeschraubt hat? Es war immerhin die 17. Erhöhung seit Aufgabe des damaligen Minimalniveaus. Auf der einen Seite könnten sich die inflatorischen Tendenzen verstärken, was eine weitere Drehung an der Zinsschraube denkbar machte. Andererseits wäre aber auch eine leichte Abschwächung der konjunkturellen Kräfte vorstellbar. Dies deutete in Richtung auf ein Verharren des Leitzinses auf derzeitigem Level. Nicht dies allein macht Prognosen problematisch. Auch die generelle Strategie der US-Notenbank dürfte sich geändert haben. Experten wurden hellhörig, als im Kommentar der Fed zur jüngsten Zinserhöhung nicht mehr so hart gegen die Inflation gewettert wurde und auch keine Hinweise auf das



künftige Vorgehen enthalten waren. Letztere hatte Alan Greenspan in gewohnt stark verklausulierter Weise zumeist gegeben. Die Beobachter glauben, dass sich der Offenmarkt-Ausschuss nunmehr an der jeweiligen makroökonomischen Analyse orientieren wird.

Die Investmentbank JP Morgan ist indessen der Meinung, die Federal Reserve werde 2007 gar nicht darum herumkommen, den Leitzins bis auf 6 Prozent in die Höhe zu treiben – und dies, obwohl die 56 vom „Wall Street Journal“ regelmäßig befragten Ökonomen bescheidenere Wachstumsraten prognostizieren. Im 2. Quartal 2006 dürften es danach weniger als plus drei Prozent (plus 2,8 Prozent) gewesen sein, und für das 1. Semester 2007 könnten es auch nur plus 2,7 Prozent werden. Vielleicht ist das einer der Gründe, warum die verbale Zurückhaltung Ben Bernankes als indirekte Ankündigung einer Zinspause verstanden worden ist. Die Märkte reagierten jedenfalls prompt, was zu einem Kursdruck auf den Dollar und – spiegelbildlich – zu einer Kursavance für den Euro führte. Vor diesem Hintergrund erstaunt wenig, dass der EZB-Rat unter Jean-Claude Trichet sein Pulver trocken hielt und sich in der jüngsten Sitzung für eine Beibehaltung des Leitzinses bei 2,75 Prozent aussprach. Auch drängende Fragen nach der künftigen EZB-Politik konnten dem Präsidenten nicht mehr entlocken als die Aussage, der europäische Leitzins sei „derzeit angemessen“. Mehr noch: „große Wachsamkeit“ sei geboten, damit mittelfristige Preisrisiken nicht erst aufträten. Und schließlich warnte Trichet: „Ein schrittweiser Entzug der monetären Unterstützung bleibt geboten“.

Aus diesen Formulierungen lesen die meisten Experten heraus, dass die EZB bereits am 3. August den Leitzins um 0,25 Punkte heraufschleusen dürfte. Entgegen bisherigen Ferien-Usancen sollen im Übrigen die Ratsmitglieder nicht nur per Telefon, sondern in persona anwesend sein. Immerhin wird die Zielvorstellung der EZB – eine Teuerungsrate von nicht mehr als zwei Prozent – seit geraumer Zeit überschritten, und die Stimmen der Warnenden häufen sich. In der Tat rangiert die Entwertungsrate derzeit bei 2,5 Prozent, woran sich auch im kommenden Jahr kaum Nennenswertes verbessern dürfte. Was Wunder, wenn auch die Meinung im künftigen Muster-Beitrittsland Slowenien von Skepsis bestimmt werden. Nach einer Umfrage durch die EU-Kommission sind jetzt 65 Prozent der Bevölkerung der Ansicht, dass die Einführung des Euro die Inflation hochtreiben werde. Vor einem knappen Jahr waren es erst 49 Prozent gewesen. Der Präsident der Deutschen Bundesbank, Axel Weber, erklärte, der EZB-Rat müsse vor allem Sorge tragen, dass sich die Teuerungserwartungen der Bundesbürger nicht nach oben verlagerten.

Des Weiteren meinen Beobachter, dass die EZB künftig in einem schnelleren Tempo zu Zinsanpassungen bereit sein dürfte: Ende dieses Jahres könnte daher ein Leitzins von 3,5 Prozent erreicht sein. Noch vor wenigen Wochen hatte man

für diesen Termin 3,25 Prozent vorausgesehen. Was nun die konjunkturelle Komponente anbetrifft, so zeichnet sich heuer besonders scharf der Konflikt ab, in dem sich Europas Zentralbank von Anfang an befindet: Die Wirtschaftsabläufe in den Mitgliedsländern sind höchst verschieden; was für den einen monetär angemessen erscheint, ist für den anderen Gift. So sehen viele Ökonomen eine deutliche Eintrübung des EU-Wirtschaftsklimas, und folgerichtig plädieren sie für eine Zinspause, wenn nicht gar für eine Senkung der EZB-Rate. In Italien sei beispielsweise die Wirtschaftsleistung bereits zwei Quartale hintereinander geschrumpft.

Indessen erlebt die deutsche Wirtschaft den stärksten Aufschwung seit dem Jahre 2000 und stellt damit die bisherigen Prognosen deutlich in den Schatten. Die Zahlen des Statistischen Bundesamts zeigen, dass der deutsche Export im 1. Quartal gegenüber der gleichen Vorjahreszeit um nicht weniger als 16,3 Prozent gestiegen ist. Nimmt man als Abnehmer die zehn neuen EU-Mitgliedsländer allein, dann kommt man sogar auf plus 27 Prozent. Eine „akkomodierende“ monetäre Politik würde also schwachen Partnern wie Italien helfen, in der Bundesrepublik aber à la longue zu einer Überhitzung führen. Auch wegen diesem „Geburtsfehler“, aber auch aus Angst vor externer Bürokratisierung werden die Vorbereitungen für einen EU-Beitritt von manchen Beitrittskandidaten nur lax vorangetrieben. Zum Ärger Brüssels sind Ungarn und Polen von den Konvergenzkriterien noch weit entfernt und treffen kaum Anstalten, sich technisch auf das Euro-Bargeld vorzubereiten. Es knirscht also im EU-Getriebe. Damit rückt der Zeitpunkt näher, an dem nicht, wie bis heute, reine Zinsunterschiede das Wechselkursgefüge bestimmen, sondern vielmehr auch die fundamentalen Diskrepanzen.

OS.