Occasional Paper I

Inflationsgefahren in der Eurozone, unter besonderer Berücksichtigung des PEPP

Dr. Bruno Schönfelder

Professor für Allgemeine Volkswirtschaftslehre an der TU Bergakademie Freiberg (Sachsen)

Schlossplatz 1, 09599 Freiberg

Fertigstellungsdatum 9.10.2021

Zusammenfassung:

Ernstzunehmende Anzeichen deuten darauf hin, dass die Inflation auch im nächsten Jahr deutlich über dem Zielwert der EZB liegen könnte. Damit droht die Bildung von Inflationserwartungen. Die EZB hat allen Grund, auf derartige Anzeichen frühzeitiger und energischer zu reagieren als etwa das amerikanische Federal Reserve System oder die Bank of England. Sie kann sich keine abwartende Haltung leisten und täte gut daran, dem Beispiel der tschechischen und ungarischen Nationalbank zu folgen. Dies liegt erstens daran, dass eine mehrjährige Hochzinspolitik, wie sie aller Erfahrung nach erforderlich wäre, um verfestige Inflationserwartungen zu brechen und aus der Welt zu schaffen, wegen der hohen Staatsverschuldung zahlreicher Mitgliedstaaten der Eurozone schlechterdings undurchführbar ist. Zweitens wird es der EZB vermutlich nicht leichtfallen, Selbstverstärkungseffekte der Inflation abzuwehren, wie sie etwa von einem Wiederanstieg des Geldschöpfungsmultiplikators ausgelöst würden. Leider enthalten die öffentlichen Verlautbarungen der EZB keinen Hinweis darauf, dass sie sich des Ernstes der Lage bewusst und fähig bzw. darauf vorbereitet ist, auf eine Gefährdung der Geldwertstabilität wirksam zu reagieren. Eine Betrachtung ihrer Befindlichkeit weckt hieran Zweifel.

Langfassung

1. Wäre das, was die EZB betreibt, Geldpolitik – so wie es die Bundesbank früher betrieben hat und beispielsweise die Schweizerische oder die Tschechische Nationalbank noch heute betreibt – dann würde sie in der derzeitigen Situation die Bildung von Inflationserwartungen als das größte von ihr zu bearbeitende Risiko erachten und sie zu verhindern für ihre vorrangige Aufgabe. Genauer gesagt geht es um die Gefahr, dass die Bevölkerung und die Unternehmen für die Zukunft mit einer trabenden Inflation, also einer Inflation in der Größenordnung von 5 bis 10 % zu rechnen beginnen. Das größte von ihr zu bearbeitende Risiko ist das nicht deswegen, weil sich aktuell bereits breite Bevölkerungskreise auf solche Erwartungen eingestellt haben oder im Begriff sind, das zu tun. So weit ist es zum Glück noch nicht. Stattdessen ist es die Verschuldungssituation in drei der vier größten Staaten der Eurozone, Frankreich, Italien und Spanien, die die EZB, würde sie denn primär das Ziel der Geldwertstabilisierung verfolgen, zu besonderer Vorsicht gegenüber Inflationsgefahren zwänge und damit zu einem Kurs, der aufkommende Inflationserwartungen gewissermaßen im Keim zu ersticken versucht. Der Grund dafür ist: Wenn sich derartige Erwartungen erst einmal gebildet und verfestigt haben, wie es beispielsweise in den USA, im Vereinigten Königreich, in Italien und Frankreich in den 1970 er Jahren geschehen ist, so lassen sie sich, wie durch schier unzählige historische Episoden belegt ist, sehr häufig nur durch eine über mehrere Jahre hinweg durchgehaltene Hochzinspolitik wieder brechen. Nur sie kann die Inflation besiegen. Das aber würde die hochverschuldeten Staaten unweigerlich in die Zahlungsfähigkeit treiben und läge damit außerhalb des Bereichs der politisch möglichen, zumal die Vertreter dieser hochverschuldeten Staaten in der EZB-Führung die Mehrheit innehaben. Dass sie bei ihrem Entscheidungsverhalten die fiskalischen Interessen ihres Heimatstaates hintanstellen, ist nicht zu erwarten und widerspräche aller Erfahrung. Oder kurz gesagt: Im Euroland gleicht die Inflation einer Einbahnstraße: Man kann sich nur in eine Richtung bewegen. Und eben deswegen muss es in einer Situation, in der sich Inflationsgefahren zeigen, erste Priorität der EZB sein, diese zu bannen. Wenn man sich an ihre öffentlichen Äußerungen hält, scheint es aber gerade

den Vertretern der hochverschuldeten Staaten in der EZB-Leitung am Verständnis dafür zu fehlen, auf welch dünnem Eis die EZB wandelt. Festzuhalten bleibt: Inflationsrisiken sind in der Eurozone heute weitaus gefährlicher als wenn die Staatsfinanzen wenigstens einigermaßen den Vorgaben von Maastricht entsprächen.

2. Dass in diesem Jahr eine Inflationsgefahr aufgetaucht ist, ergibt sich schon allein aus einer Prognosetechnik, die ausgesprochen simpel und gemessen an ihrer Schlichtheit erstaunlich leistungsfähig ist. Die Deutsche Bundesbank hat sie aus gutem Grund oft verwendet. Diese Tradition hat sich zumindest im Statistischen Teil ihrer Monatsberichte erhalten. Dort findet man noch heute die Geldmengenstatistik an allererster Stelle. Der Bundesbanktradition folgend interessieren wir uns hier vor allem für die Wachstumsraten von M3, also des weitesten Geldmengenaggregats, das an dieser Stelle ausgewiesen wird. Bei dieser Geldmenge ist die Korrelation mit den (späteren) Inflationsraten meist enger als bei anderen Geldmengenabgrenzungen. Deswegen hat sie besondere Bedeutung für eine vorausschauende Stabilitätspolitik. Wie aus der Tabelle am Ende dieses Gutachtens ersichtlich, expandierte das M3 der Eurozone bis einschließlich 2019 mit einer Jahresrate von 4 bis 5%. Die schon ab 2008 stark vermehrte Erzeugung von Zentralbankgeld hat sich nicht in einem beschleunigten Wachstum von M3 niedergeschlagen und war damit zunächst einmal harmlos. Bedenken hat sie nur deswegen hervorgerufen, weil diese Harmlosigkeit auf ziemlich speziellen Umständen beruhte, deren Fortbestand alles andere als sicher war und ist. Wir kommen darauf zurück. Festzuhalten ist aber zunächst, dass man beim M3-Wachstum faktisch, wenn auch vielleicht unbeabsichtigt (und auf alle Fälle unerklärt), beinahe auf der Linie der sog. Friedman-Regel lag, gemäß der sich die durchschnittliche Inflationsrate in der mittleren Frist aus der durchschnittlichen Wachstumsrate der Geldmenge minus der durchschnittlichen Wachstumsrate des Produktionspotentials ergibt. Wenn man letztere mit ca. 2 % veranschlagt, indiziert diese Regel eine Inflationsrate von ca. 2 %. Man trifft damit genau das erklärte Inflationsziel der EZB. Diese Rate wurde in der Eurozone gemäß harmonisierten Verbraucherpreisindex moderat unterschritten, aber ein beträchtlicher Teil dieser Unterschreitung ist dem geschuldet, dass in diesem Index die

Preisentwicklung bei den Wohnimmobilien unterrepräsentiert ist[1]. Und diese Preisentwicklung war bekanntlich gerade in Deutschland stark überdurchschnittlich. Im Bereich der Wohnimmobilien haben wir seit vielen Jahren trabende Inflation und diese ist, wenig überraschend, auch zu einem Thema der Politik geworden. Es mag eine Lücke von 0,5 bis 1% zwischen Friedman-Regel und Realität bleiben, aber das ist für den Volkswirt keine große Überraschung, ist doch wohlbekannt, dass die Friedman-Regel bei geringen Inflations- und Geldmengenwachstumsraten nicht sonderlich gut funktioniert. Bei Raten, die sich auf 10 % zubewegen, funktioniert sie besser. In diesem Bereich sind wir neuerdings angekommen. Die simple Prognoseregel lautet, dass ein über längere Zeit, also deutlich länger als ein Jahr durchgehaltenes, das Wachstum des Produktionspotentials überschreitendes Wachstum der Geldmenge M3 mit einer Verzögerung von ein bis zwei Jahren auf die Preisentwicklung durchschlägt. Damit ist nicht gesagt, dass das stark beschleunigte Wachstum der Geldmenge im Frühjahr 2020 als solches schon bedenklich war. Das war es u.E. keineswegs. Damit reagierte die EZB auf die erhöhte Geldnachfrage, die sich als Folge der Unsicherheit über die Entwicklung der Pandemie einstellte. Es handelte sich dabei nicht zuletzt um Unsicherheit darüber, welche Maßnahmen die Politik in Reaktion auf die Pandemie ergreifen würde und wie sich diese auf das Wirtschaftsleben auswirken würden. In keynesscher Terminologie war dies eine zusätzliche Vorsichtkasse, also Notgroschen für schlechte Zeiten, mit denen sich viele eindeckten. Inzwischen hat sich dieser Bedarf nach Vorsichtskasse in der Eurozone bereits stark zurückgebildet und er wird höchstwahrscheinlich noch weiter schrumpfen. Wir dürfen einigermaßen zuversichtlich sein, dass es keine weiteren Lockdowns geben wird.[2] Die Geldmenge M3 hat sich aber nicht wieder zurückgebildet, sondern wächst weiter, wenn auch etwas langsamer. Der Rückgang von 12 auf 8 Prozent,

---

[1] Vgl. Isabel Schnabel, Rede auf dem 148. Baden-Badener Unternehmergespräch, 13.9.2021. Sie schätzt die Erhöhung der Inflationsrate, die bei einer angemessenen Berücksichtigung der Preise der Wohnimmobilien herauskäme, (für das erste Quartal dieses Jahres) sehr vorsichtig auf 0,3%. Schon allein deswegen, weil es in vielen deutschen Städten bekanntlich lange Warteschlangen nach Mietwohnungen gibt, also eine zurückgestaute Inflation (ploughed-back inflation), ist diese Schätzung zu niedrig gegriffen. Die erhöhten Suchkosten und Wartezeiten, die Mietwillige bei zurückgestauter Inflation tragen und ertragen müssen, sind ökonomisch als Teil der Kosten des Wohnens aufzufassen, werden aber bei der Inflationsmessung nicht berücksichtigt.

[2] Überdies hat die Wirtschaft inzwischen gelernt, mit Lockdowns einigermaßen umzugehen. Die wirtschaftlichen Kosten des zweiten Lockdown waren bereits wesentlicher geringer als die des ersten. Die Unsicherheit ist nicht mehr so groß, weil man es schon erlebt hat und Lösungen für die damit verbundenen Probleme ausprobiert hat.

der sich in der Eurozone in den letzten Monaten vollzogen hat, ist nicht zuletzt einem Basiseffekt geschuldet, nämlich der starken Geldmengenausweitung im Frühjahr 2020. Während man für die Jahre vor der Pandemie von einem relativ kontinuierlichen Wachstum des Produktionspotentials ausgehen konnte, wissen wir nun, dass die reale Wirtschaftsleistung der Eurozone erst im Jahre 2022 wieder das Niveau von 2019 erreichen wird. Ob sie danach erneut auf einen stabilen Wachstumspfad einlenken wird, ist wegen der andauernden und sich derzeit oft noch verschärfenden Verknappungen und Lieferengpässe und der Energiekrise ungewiss.[3] Da wir nunmehr schon weit über ein Jahr Geldmengenexpansionsraten von 8% und mehr haben, muss man damit rechnen, dass diese mit der obligaten Verzögerung von ein bis zwei Jahren vollumfänglich auf das Preisniveau durchschlagen. Um dies relativ zuverlässig zu verhindern, müsste die Geldmengenexpansion rasch deutlich unter 5% gedrückt werden. Das ist nicht die Linie der EZB.

3. An diesem Punkt der Argumentation mag ein kurzer Blick über die Grenzen der Eurozone verlohnen. Es gibt in Europa eine ganze Reihe von Zentralbanken (Norwegen, Tschechien, Ungarn), die der soeben vorgetragenen, vollkommen traditionellen Richtlinie gefolgt sind und die Geldmengenexpansion in ihrem Zuständigkeitsbereich bremsen. Diese Expansion hat es 2020 schier überall gegeben und sie war allenthalben aus dem dargelegten Grund angebracht. Nunmehr ist zumindest in Ländern, in denen ein Großteil der Bevölkerung geimpft ist, von einer Rückbildung dieser Vorsichtskasse auszugehen. Es verdient Beachtung, dass die Tschechische Nationalbank ihren Leitzins jüngst (auf ihre Unabhängigkeit pochend und zum Missvergnügen der tschechischen Regierung) auf 1,5% erhöht hat, was im europäischen Vergleich ziemlich viel ist, und dass sie das damit verbundene Erstarken der Krone in Kauf genommen hat. Signifikant ist dies deswegen, weil es für die Tschechen geradezu eine Frage des Nationalstolzes ist, dass die Krone mindestens so hart ist wie das in Deutschland und Österreich verwendete Geld. Diese Verbindung mit dem tschechischen Nationalstolz stellte sich nach dem Ersten Weltkrieg ein, weil es der Tschechoslowakei damals anders als ihren Nachbarn gelang, eine Nachkriegsinflation verheerender Größenordnung zu vermeiden.

[3] Verknappungen und lange Wartezeiten sind heute in Deutschland geradezu ubiquitär und tägliche Erfahrung, aber auch in Frankreich und Italien vielerorts spürbar. Wenn so etwas über mehrere Monate hinweg anhält, ist dies ein schlechterdings untrügliches, gewissermaßen lehrbuchtaugliches Vorzeichen für kräftige Preiserhöhungen.

Weil man dieses Erbe in Prag hütet, liegt in dem abweichenden Kurs der tschechischen Nationalbank auch eine Kommentierung der EZB-Linie. Die Schweizerische Nationalbank hatte eine Erhöhung ihrer Leitzinsen bislang nicht nötig, weil die Inflation dort noch immer unter 1 % liegt. Dies liegt nicht zuletzt an der Sondersituation der Schweiz als Hochpreisinsel, in der viele Verbraucherpreise durch die Konkurrenz aus den Nachbarländern in Schach gehalten werden. Dazu kommt die wohl wieder an Bedeutung gewinnenden Rolle des Schweizer Franken als sicherer Hafen für Inflationsflüchtlinge und ein damit einhergehender Aufwertungsdruck, der durch Zinserhöhungen nur verstärkt würde. Dass die Bank of England mit der Erhöhung der Leitzinsen vorderhand noch zögert, hat wohl auch mit den Einschätzungsschwierigkeiten zu tun, die die wirtschaftliche Abtrennung vom Kontinent verursacht. Dies ist ein tiefgreifender struktureller Umbau der britischen Wirtschaft, der mit einem verhältnismäßig schwachen Pfund leichter gelingt.

4. Was das amerikanische Federal Reserve System anbetrifft, zeigt die Aufwertung des USD um ca. 5 %, die sich seit dem April 2021 vollzogen hat, dass man ihr weit eher einen Abschied von der ultralockeren Geldpolitik zutraut als der EZB.[4] Diese 5% tragen zur Erhöhung der Importpreise in der Eurozone bei, bei denen die Preissteigerungsrate aktuell bereits zweistellig ist (und nicht nur wegen der Energiepreise). Da ein sehr beträchtlicher Teil der Konsumgüter sowie unzählige Vorprodukte der in der Eurozone gefertigten Konsumgüter üblicherweise in USD fakturiert werden, und die Erhöhung der Importpreise binnen weniger Monate auf die Einzelhandelspreise durchzuschlagen pflegen, liegt hier eine bedeutende Quelle einer sog. importierten Inflation. Dies ist zugleich ein schönes Beispiel, wie die Inflation zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung (self-fulfilling prophecy) wird. Die Erwartung, dass die EZB später und halbherziger als andere wichtige Notenbanken auf Inflation reagieren wird (obwohl es, wie in Abschnitt 1 dargelegt, gerade umgekehrt sein sollte – die EZB sollte zu den ersten gehören, die reagieren), wird selbst zu einem Treibsatz der Inflation.
5. Was die Bildung von Inflationserwartungen anbetrifft, erweckt die EZB-Rhetorik recht oft den irreführenden Eindruck, dass sie diese zu verankern und präzise zu messen vermag. Das ist keineswegs der Fall. Die EZB hat keine Hoheit über die Köpfe und sie

[4] Bei der mag man sich fragen, ob sie dem Beispiel der Türkischen Nationalbank folgen will. Dort ist die Inflationsrate nach einer Serie geldpolitischer Sünden inzwischen auf 20% angestiegen.

kann auch nicht in die Köpfe hineinschauen. Als psychische Befindlichkeit sind Inflationserwartungen und -ängste typischerweise eine sehr labile Angelegenheit. Umfragen sind dementsprechend wenig aussagekräftig. Wenn die Ängste sich konsolidieren und die meisten Leute sich ziemlich sicher sind, dass Inflation kommt und ihren Umgang mit Geld dementsprechend verändern, sich also beispielsweise verschulden, solange das noch zu günstigen Konditionen geht, und damit eine Flucht ins Betongold finanzieren, ist man schon mitten in der Inflation. Als Indiz für aufkommende Inflationserwartungen kann man in Deutschland die trotz eines regional bereits sehr hohen Niveaus zügig (nach aktuellen Angaben um ca. 10%) weitersteigenden Preise für Wohnimmobilien deuten. Hier verschulden sich junge Familien recht oft so sehr, dass sie diese Last kaum werden tragen können, wenn ihnen die Inflation nicht dabei hilft. Leichtsinnigen Immobilienerwerb hat es zwar immer schon gegeben, aber bei den gegenwärtigen Preisen wird der Immobilienerwerb für die meisten schier unweigerlich zur Mutprobe. Wenn sich finanzielle Ersparnisse inflationsbedingt rasch entwerten und man damit auch für die Zukunft rechnen muss, werden viele mutig werden. Bedenklich ist dies auch deswegen, weil damit eine Klientel der Inflation entsteht, der bei einer Inflationsbekämpfungspolitik der finanzielle Ruin droht.

6. Am ehesten messen lassen sich die Inflationserwartungen der Finanzmarktakteure, aber die legen nicht die Verbraucherpreise fest. Die werden von einem Millionenheer von Unternehmen, Hausbesitzern usw. unterschiedlichster wirtschaftlicher Größe festgelegt, deren Ansichten niemand zu überschauen vermag. Ihre Bereitschaft, ihre Preise heraufzusetzen, ist relativ groß, wenn sie typischerweise davon ausgehen, dass die Konkurrenz bald folgen wird. Dann ist der bei einer Preiserhöhung stets drohende Verlust an Marktanteilen keine sonderlich ernste Gefahr. Auch auf diese Weise kann es dazu kommen, dass die Inflation sich selbst ernährt, zur sich selbst erfüllenden Prophezeiung wird. Was die empirisch schlechterdings nicht feststellbaren Erwartungen dieses unüberschaubaren Personenkreises anbetrifft, empfiehlt es sich, sich an eine einfache Hypothese zu halten, die beispielsweise Keynes formuliert hat. Ein realer Zustand erzeugt, wenn er nur lange genug erhalten bleibt, die Erwartung seines eigenen Fortbestandes, sofern man keine ziemlich überzeugenden Gründe benennen kann, die auf eine Veränderung hindeuten. In der Eurozone befinden wir uns in der glücklichen Lage, auf eine so lange Zeit annähernder Preisstabilität zurückblicken zu können, wie

wir sie seit 1914 nicht mehr erlebt haben. Infolgedessen ist zunächst einmal davon auszugehen, dass ein Fortbestand dieser annähernden Preisstabilität erwartet wird. Insofern hat sich die EZB seit geraumer Zeit in einer komfortablen Lage befunden. Sie hat mit diesem Pfund gewuchert und verdankt es nicht zuletzt diesem Umstand, dass die an sich gar nicht so harmlose Art und Weise, wie nach 2011 Griechenland und andere „gerettet" wurden, sich bis 2021 nicht inflationistisch ausgewirkt hat, obwohl diese Gefahr durchaus bestand. Aber man kann dieses Pfund auch überstrapazieren und vergeuden. Ein historisches Beispiel dafür war der Erste Weltkrieg. Dieser wurde im Deutschen Reich von Anfang an inflationistisch finanziert, aber weil es nach vielen Jahrzehnten der Geldwertstabilität unter dem klassischen Goldstandard ausgeprägte Stabilitätserwartungen gab, die nicht gleich wieder verschwanden, stellten sich die inflationistischen Wirkungen mit einer vergleichsweise großen Verzögerung ein und hätte man dies 1915 und vermutlich auch noch 1916 durchaus verhindern können.

7. Um zu zeigen, dass man derzeit dieses Pfund aufs Spiel setzt, wollen wir versuchen, die mutmaßlichen Erwartungen der Wirtschaftssubjekte etwas genauer zu charakterisieren. Für die Erwartungsbildung kommt es nicht auf die wirkliche Wirklichkeit an, was auch immer die sei, sondern auf ihre Wahrnehmung durch die Bevölkerung. Und die nimmt in Deutschland anders als vor 1914 nicht Preisstabilität wahr, sondern eine schleichende Inflation, von der es einen wichtigen, einen beträchtlichen Teil des Lebenseinkommens absorbierenden Ausnahmebereich gibt, nämlich die Wohnimmobilien. Die Veränderung der Erwartungen, die man befürchten muss, betrifft also den Übergang von einer schleichenden zu einer (nicht nur sektorspezifischen) trabenden Inflation. Entsprechend der dargelegten Erwartungsbildungshypothese wäre mit ihr zu rechnen, wenn die wahrgenommene, die „gefühlte" Inflation über einen längeren Zeitraum hinweg „tatsächlich" trabt. Einige wenige Monate werden hierfür schwerlich genügen. Die EZB hat also durchaus recht, wenn sie konstatiert, dass die Inflationserfahrungen des laufenden Jahres für die Bildung von Inflationserwartungen noch nicht ausgereicht haben dürften. Dafür war die Episode bislang (Oktober 2021) noch zu kurz. Aber man sollte daraus nicht den Schluss ziehen, dass es noch mehrere Jahre dauern wird und die EZB daher noch viel Zeit hat, dem entgegenzuwirken. Und auf die Wirkung von Praktiken wie dem sog. forward guidance sollte man sich schon gar nicht verlassen. Welche Erwartungen sie in der Bevölkerung erzeugen und ob sie überhaupt Beachtung

finden, ist ungewiss. Forward guidance ist vorwiegend Gerede und stets in Gefahr, als solches eingestuft zu werden. Ob die EZB ihren Worten Taten folgen lassen wird, kann man nicht wissen und ist immer dann unwahrscheinlich, wenn man mit einer Situation rechnen muss, die eine ganz andere Vorgehensweise angezeigt erscheinen lässt. Was die EZB an Selbstfestlegung leisten kann, hat sie schon geleistet, nämlich durch den Erwerb riesiger Massen von Staatsschuldpapieren und die Erzeugung einer Abhängigkeit großer Mitgliedsstaaten von einer Fortsetzung dieser Käufe. Dies ist eine Festlegung auf eine laxe Geldpolitik. Die EZB kann sich jetzt nicht plötzlich auf das Gegenteil festlegen und glaubhaft machen, dass sie als entschiedener Inflationsbekämpfer auftreten wird, sobald das erforderlich werden wird. Es wäre töricht, derartigen Ankündigungen Glauben zu schenken und nicht viele werden so töricht sein. Dafür, dass sich Inflationserwartungen relativ rasch bilden können, sorgt wohl auch ein Stück finanzielles Grundwissen, das weit verbreitet sein dürfte. Die meisten wissen durchaus, dass eine hohe Staatsverschuldung recht oft zur Inflation führt und jedenfalls die Inflationsgefahr erhöht. Und das ist im Prinzip auch richtig, obwohl es im Einzelfall nicht immer so kommen muss.

8. Die EZB argumentiert, die aktuellen Preissteigerungen seien pandemiebedingten Sonderfaktoren geschuldet, die sich im Jahre 2022 rasch zurückbilden dürften – innerhalb eines Zeithorizonts mithin, der für die Verfestigung von Inflationserwartungen nach einer langen Zeit der Stabilität zu kurz sei. Das ist indes alles andere als sicher. Selbst wenn man davon ausgeht, dass die Pandemie in den meisten OECD-Ländern im Wesentlichen vorbei ist, sind diese doch in hohem Maße von Lieferungen aus Ländern abhängig, in denen sie noch längst nicht vorbei ist und sich noch Jahre hinziehen kann. Dementsprechend kann es hier jederzeit zu weiteren Lieferstörungen kommen. Die aktuellen Lieferschwierigkeiten sind zum Teil solcher Art, dass sie sich nicht binnen eines Jahres ausräumen lassen. Die Unterinvestition in Frachtschiffe etwa, zu der es im Jahre 2020 gekommen ist, lässt sich nicht rasch korrigieren, weil es dafür nicht genügend Werftkapazität gibt und Schiffsbau zeitintensiv ist. Ähnlich verhält es sich mit dem Bau neuer Chipfabriken. Dazu kommt eine Kostendruckinflation (cost-push inflation), wie wir sie schon lange nicht mehr erlebt haben. Der in den 1960er Jahren geprägte Ausdruck Kostendruckinflation meint einen über längere Zeit hinweg anhaltenden Anstieg der Produktionskosten, den die Hersteller schon allein deswegen an die

Verbraucher weitergeben, weil ihre Margen sonst gegen Null gehen würden. Dieser Anstieg kommt derzeit und in der absehbaren Zukunft vor allem aus drei Quellen: Dies ist erstens der demographisch bedingte Rückgang der Erwerbsbevölkerung, der in dem ökonomisch stark integrierten Teil der Weltwirtschaft, der aus der OECD-Ländern und China besteht, bereits eingesetzt hat und für ein beschleunigtes Ansteigen der Löhn sorgen wird. Aktuell äußerst sich dies bereits in einer Arbeitsknappheit in denjenigen Ländern, die sich früher als andere von der Covid-Krise erholen. Entgegen einer in Deutschland oft vertretenen Meinung braucht es heutzutage nicht unbedingt starke Gewerkschaften, um diesen cost-push zu erzeugen. Die USA sind ein Gegenbeispiel und waren es auch schon während ihrer letzten cost-push inflation in den 1970er Jahren. Die Konkurrenz der Arbeitgeber um Arbeitnehmer erledigt dies auch ohne Nachhilfe von gewerkschaftlicher Seite, wenn auch vielleicht nicht so schnell und auf so breiter Front. In der mittleren Frist mag sich das Problem dadurch auflösen, dass Länder wie Indien stärker in die Weltwirtschaft eintreten, also Länder, die über gewaltige Reserven unterbeschäftigter oder in Sektoren geringer Produktivität gebundener Arbeitskräfte verfügen. Aber das kann nicht schnell genug geschehen, um gegen die aktuellen Inflationsgefahren zu helfen, zumal gerade Indien von der Krise besonders schwer betroffen war und in seiner Entwicklung stark zurückgeworfen wurde.[5] Ein zweiter cost-push geht von der in Europa, aber derzeit auch in China zunehmend relevanten Klima- und Umweltpolitik aus. Was auch immer man sich für die Zukunft an neuen technischen Möglichkeiten erhofft, zunächst ist es einmal ein cost-push. Ein dritter cost-push geht von der Deglobalisierung im Bereich der industriellen Produktion aus, von der Verkürzung der Lieferketten und der Rückholung von Produktion, die bereits vor der Covidkrise eingesetzt hat. China, bislang die Werkstätte der Welt, deglobalisiert sich derzeit aus politischen Gründen rapide, und ist selbst von dem erst- und derzeit überdies von dem zweitgenannten cost-push besonders stark betroffen.[6]

---

[5] In mehreren als aufstrebend geltenden Ländern aus der sog. Dritten Welt hat die Covid-bedingte Wirtschaftskrise zu einer schweren politischen Krise geführt, die einer wirtschaftlichen Erholung im Wege steht.

[6] Die wissenschaftliche Redlichkeit gebietet es, darauf hinzuweisen, dass die Rolle Chinas in der Weltwirtschaft das wohl wichtigste Risiko für die hier vorgetragene Prognose ist. Wenn sich die wirtschaftlichen Schwierigkeiten Chinas zu einer handfesten Krise auswachsen, wofür vieles spricht, kann dies dazu führen, dass sich diese Rolle wandelt. So kann es geschehen, dass China seine klimapolitischen Bemühungen aufgibt, dass Heerscharen chinesischer Bauarbeiter arbeitslos werden und sich in der chinesischen Exportwirtschaft als Billigarbeitskräfte verdingen müssen und die chinesische Nachfrage

Zusammengenommen mögen diese Cost-pushfaktoren und die fortdauernden Auswirkungen der Pandemie kräftig genug sein, dass sich die Inflation nach dem Ende des laufenden Jahres nur sehr maßvoll zurückbildet und keinesfalls auf ein Niveau abfällt, das der Bildung von Inflationserwartungen den Boden entzieht. Ein Rückgang der Inflation beispielsweise von 5 auf 4 % ist keine echte Entwarnung.

9. Exkurs: Die Bezeichnung cost-push mag, obwohl sachlich zutreffend, heute etwas altbacken erscheinen. Sie kann aber ohne weiteres in das Paradigma der Lehrbuchmakroökonomik übersetzt werden, wie es die VWL-Professoren den Studenten schon seit Jahrzehnten beibringen. In der Makroökonomik unterscheidet man zwischen Angebotsschocks und Nachfrageschocks. Gemeint sind damit Veränderungen des gesamtwirtschaftlichen Angebots bzw. der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, die sich nicht auf Veränderungen des Preisniveaus oder der Zinsen zurückführen lassen. Nachfrageschocks wie z.B. eine Erhöhung der öffentlichen Ausgaben werden viel und häufig diskutiert, aber tatsächlich sind die Angebotsschocks nicht weniger wichtig. Sowohl bei den Angebots- als auch bei den Nachfrageschocks ist zwischen positiven (Zunahme) und negativen (Abnahme) zu unterscheiden. Die korrekte Einstufung eines Vorfalls wie der Covidkrise in die durch die Kombination der Unterscheidungen Angebot/Nachfrage sowie positiv/negativ gewonnene Vierfeldermatrix ist nicht einfach, aber von Bedeutung für die Wahl der Therapie. Die Schwierigkeit der Diagnose liegt nicht zuletzt darin, dass es in der Gruppe der stark integrierten Volkswirtschaften, also der OECD plus China, keineswegs genügt, eine einzelne Volkswirtschaft für sich zu betrachten. Stattdessen muss man wegen der engen Verflechtungen diesen Wirtschaftsraum eigentlich als Ganzes (also zumindest alle größeren Länder) betrachten, was eine anspruchsvolle und beinahe übermenschliche Aufgabe ist. Die Pandemie war vor allem ein negativer Angebotsschock, also eine Verknappung bestimmter Produktionsfaktoren, eine Lahmlegung bestimmter Produktionskapazitäten, eine Erhöhung von Produktionskosten. Ein negativer Angebotsschock führt, wenn er nicht mit einem negativen Nachfrage-

---

nach deutschen Exportgütern zusammenbricht. Letzteres wäre für Deutschland ein massiver Nachfrageschock. Allerdings ist China viel zu intransparent, als dass man eine derartige Entwicklung mit Zuversicht prognostizieren könnte. Und dass sich dieser Wandel innerhalb des nächsten halben Jahres vollziehen wird und damit in einem Zeitraum, der sich für die Bildung von Inflationserwartungen als maßgeblich erweisen kann, ist doch recht unwahrscheinlich.

schock ähnlicher Größenordnung einhergeht, zu einem Anstieg des Preisniveaus. Diesem Anstieg vorgelagert sind typischerweise Verknappungserscheinungen, wie wir sie derzeit auf vielen Märkten sehen können. Wenn der negative Angebotsschock mit einem positiven Nachfrageschock einhergeht, also die Wirtschaftspolitik das Problem irrigerweise durch eine Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zu kurieren versucht, steigt das Preisniveau erst recht. Die dargelegten Cost-pushfaktoren fallen samt und sonders in die Kategorie der negativen Angebotsschocks. Sie führen nicht automatisch und unweigerlich in die Inflation, aber um sie zu vermeiden, wäre ein negativer Nachfrageschock nötig. Soweit sich der nicht von alleine einstellt (wie es im Jahre 2020 zunächst geschah), erfordert dies eine restriktive Geldpolitik bzw. finanzpolitische Austerität. In den Jahren vor der Covidkrise dominierten weltwirtschaftlich die positiven Angebotsschocks, und zwar nicht zuletzt dank erheblicher Produktivitätserhöhungen in China und einer Reihe anderer Länder wie z.B. Vietnam und Bangladesh, die sich rasch stärker in die Weltwirtschaft integrierten. Deswegen war es damals relativ leicht, das Preisniveau stabil zu halten. Aber das ist erst einmal Geschichte. Eine Rückkehr in dieses Silberne Zeitalter ist aktuell nicht absehbar. Endes des Exkurses.

10. Die veränderte Zieldefinition der EZB ist in der gegenwärtigen Lage wenig hilfreich. Die Festlegung eines Inflationsziels von 2% ist zunächst einmal nicht mehr als eine Spezifizierung ihres durchaus interpretationsfähigen gesetzlichen Auftrags, die Geldwertstabilität zu sichern, wenn auch auf eine eigentlich wortsinnwidrige Weise. Unbestritten dürfte sein, dass es nicht in der Macht der EZB steht, diese 2% exakt zu treffen. Sie hat diesen Wert auch fast jedes Jahr verfehlt. Als eine vertrauensstiftende Selbstfestlegung kann er daher nicht gelten. Vertrauen kann man sich nur verdienen, indem man ein selbstgestecktes Ziel zumeist auch tatsächlich erreicht. Die naheliegendste Reaktion auf dieses Problem besteht darin, dass man das eigene Inflationsziel als Band spezifiziert. So hält es beispielsweise die Schweizer oder die Tschechische Nationalbank. Erstere strebt eine Inflation zwischen 0 und 2% an, letztere eine zwischen 1 und 3%. Ein Bedarf, den Kurs der Geldpolitik zu ändern, wird gesehen, wenn sich die tatsächliche Inflation den Rändern des Bandes nähert. Die Notenbanken kann als vertrauenswürdig gelten, wenn ein Ausbruch aus dem Band nur selten vorkommt und sie den Index nach einem Ausbruch rasch in das Band zurückzuführen vermag. Die Tschechische Nationalbank hat ihren jüngsten geldpolitischen Kurswechsel damit begründet,

dass die Inflationsrate schon seit einigen Monaten am oberen Ende ihres Bandes angekommen ist. Damit hat sie ein Beispiel für jene Klarheit und innere Folgerichtigkeit gesetzt, die man bei der EZB schmerzlich vermisst. Statt für ein 1/3-Band könnte man auch für ein 2/4-Band plädieren, wie es die Ungarische Notenbank praktiziert. Der Vorzug des ungarischen Wegs ist, dass man dann auch am unteren Ende des Bandes fast stets mit den herkömmlichen Instrumenten der Geldpolitik auskommt und nicht zu den sog. unkonventionellen greifen muss, die seit 2009 so stark eingesetzt wurden. Diese unkonventionellen Mittel wie das sog. quantitative easing oder ihre europäischen Schwestern (z.B. OMT, PSPP, PEPP) haben den gravierenden Nachteil, dass sie den Unterschied zwischen Geld- und Fiskalpolitik verwischen. Sie sind unvermeidlich beides auf einmal. Wir kommen darauf zurück. Die tatsächliche Unabhängigkeit der Zentralbank, ihre Fähigkeit zur Stabilisierung des Geldwerts, beruht aber auf einer deutlichen Unterscheidbarkeit von Geld- und Fiskalpolitik. Sie schützt die Zentralbank davor, in fiskalpolitische Streitigkeiten hineingezogen zu werden. Dies ist natürlich kein neuer Gedanke: In ihren Anfangsjahren war auch die Deutsche Bundesbank noch mit gewissen fiskal- und zwar vor allem regionalpolitischen Aufgaben belastet. Sie hat sich mit eben diesem Argument für eine Befreiung ausgesprochen und diese auch erreicht. Die von fiskalpolitischen Verunreinigungen so weit wie möglich befreite Geldpolitik ist eine verhältnismäßig unpolitische Angelegenheit, zumal sie mit der Geldwertstabilität ein Ziel verfolgt, das zumindest im Prinzip beinahe allgemeine Zustimmung findet. Niemand fordert eine Inflation. Fiskalpolitik ist hingegen immer politisch kontrovers. Dies ist geradezu ein Wesensmerkmal von Demokratie. Man kann hier eine Analogie zwischen der Unabhängigkeit der Zentralbank und der Gerichte sehen. Die Gerichte stärken ihre Unabhängigkeit, indem sie sich auf Rechtserkenntnis spezialisieren und darauf verzichten, Gesetze zu schreiben (was es historisch durchaus gegeben hat). Die Zentralbank schützt ihre Unabhängigkeit, indem sie sich auf die verhältnismäßig technische Aufgabe der Geldwertstabilisierung konzentriert, bei der fast jeder einsieht, dass man sie Experten überlassen sollte.

11. Die von der EZB jüngst vorgenommene Festlegung des Inflationsziels auf „im Durchschnitt 2%" ist etwas ganz anders als die tschechische Festlegung eines Bandes von 1 – 3 %. Letztere enthält eine klare Handlungsanweisung: Werde tätig, wenn sich die Inflationsrate den Rändern des Bandes nähert, und verhindere, dass die Inflationsrate

über einen nennenswerten Zeitraum hinweg aus ihm ausbricht. Das ist überprüfbar. Beim Durchschnitt bleibt hingegen offen, über welchen Zeitraum hinweg die Durchschnittsbildung erfolgt, über ein halbes Jahr, fünf Jahre oder ein Jahrhundert. Handelte es sich um einen gleitenden Durchschnitt über eine begrenzte Zahl von Monaten, dann wäre dies ebenso wie die Punktlandung bei 2% eine mission impossible. Sie würde die begrenzten Fähigkeiten der EZB bei der Steuerung des Preisniveaus überfordern. Handelte es sich hingegen um keinen gleitenden, sondern um irgendeinen Durchschnitt aus irgendeiner Mehrzahl von Jahren, die man nachträglich festlegen kann, vermiede man jede überprüfbare Selbstfestlegung. Vertrauensbildend wäre das nicht. Eine Zentralbank besitzt nicht einfach Vertrauen, sondern sie muss sich dieses Vertrauen immer wieder von Neuem verdienen. Der Sparer fürchtet naturgemäß um seine mühsam erworbenen Ersparnisse. Diese Furcht wird man ihm nie ganz austreiben können. Eben deswegen bedarf es eines ständigen Bemühens der Zentralbank um Vertrauen.

12. Die sog. unkonventionelle Geldpolitik, die seit 2009 in den USA, in der Eurozone, im Vereinigten Königreich und anderswo üblich geworden ist, unterscheidet sich von der konventionellen vor allem dadurch, dass sie den langfristigen Zins zu drücken versucht, wohingegen die konventionelle nur auf den kurzfristigen einwirkt. Wechselwirkungen zwischen Fiskal- und Geldpolitik gibt es selbstverständlich immer: Auch eine völlig konventionelle expansive Geldpolitik verbessert die Finanzierungsbedingungen für die Fisci, eine restriktive verschlechtert sie, aber die Wirkungen sind nicht so massiv wie bei der unkonventionellen, weil sich die Fisci weit überwiegend langfristig zu finanzieren versuchen und dafür auch erhebliche Zinsnachteile in Kauf nehmen. Traditionell bezeichnet man dies als das Bemühen, die Staatsschuld zu „fundieren". Dementsprechend sieht man das Scheitern von Fundierungsbemühungen (der Finanzminister muss sich kurzfristig refinanzieren, weil langfristige Staatsschuldtitel auf dem Markt nicht mehr zu vertretbaren Konditionen unterzubringen sind) als Vorboten eines Staatsbankrotts. Solang der Staat nicht in diese heikle Lage geraten ist, weicht die konventionelle Geldpolitik einem Konflikt mit der Finanzpolitik einigermaßen aus, indem sie sich auf die Steuerung der kurzfristigen Zinsen beschränkt, die für die Finanzierung der Fisci von untergeordneter Bedeutung sind. Die Auswirkungen, die eine Steuerung der kurzfristigen Zinsen auf die langfristigen hat, sind sehr situationsabhängig und schwer prognostizierbar. Es verhält sich keineswegs so, dass mit den kurzfristigen immer auch

die langfristigen ansteigen. Mitunter passiert bei einer restriktiven, auf Geldwertstabilisierung abzielenden Geldpolitik sogar das Gegenteil, jedenfalls wenn die Finanzmärkte davon ausgehen, dass die Zentralbank diese Politik durchhalten und mit ihr Erfolg haben wird. Wenn oben gesagt wurde, dass die unkonventionelle Geldpolitik die Unterscheidungslinie zwischen Geld- und Fiskalpolitik verwischt hat, war genau das damit gemeint: Die Wechselwirkungen zwischen Geld- und Fiskalpolitik sind bei der unkonventionellen Geldpolitik stärker als bei der konventionellen. Dies gilt erst recht, wenn die unkonventionelle Geldpolitik vorhersehbare und quantitativ bedeutende Umverteilungsvorgänge zwischen den Fisci auslöst, wie es in der Eurozone der Fall ist. Behauptet wird hier mithin nicht, dass die Unterscheidung zwischen Geld- und Fiskalpolitik durch die unkonventionelle Geldpolitik denkunmöglich geworden ist. Sie verliert „nur" an praktischer Relevanz. Eine monetäre Restriktion riskiert dann einen scharfen Konflikt mit der Fiskalpolitik und bei diesem Konflikt ist die Zentralbank faktisch in aller Regel der Schwächere, der sich zum Nachgeben gezwungen sieht.

13. In der Eurozone gilt dies ungeachtet der Rechtsstellung der EZB in weit höherem Maße als in den USA. Diesbezüglich verhält es sich in der Eurozone nicht sehr viel anders als in der früheren jugoslawischen Föderation in den 1980er Jahren, die eben daran zerbrach. Die Teilrepubliken konnten sich nicht auf eine energische Inflationsbekämpfung und eine Verteilung der damit verbundenen Lasten einigen und der jugoslawische Bund besaß nach dem Tod des Quasi-Königs Tito nicht mehr die Autorität, um sie oktroyieren zu können. Als die Inflation auf die 1000%-Marke zustrebte, zerbrach die Föderation. In den USA oder in Großbritannien gelang in den frühen 1980er Jahren die Inflationsbekämpfung, weil zeitgleich eine Zentralregierung gewählt wurde, die für fiskalpolitische Austerität (Reagan, Thatcher) stand und sich damit durchsetzen konnte. Fiskalpolitische Austerität ist zwar nicht immer, aber (wegen der damit verbundenen höheren Glaubwürdigkeit der Inflationsbekämpfungspolitik) häufig eine notwendige Voraussetzung für eine erfolgreiche Inflationsbekämpfung. In der Eurozone würde dies erfordern, dass zumindest in den drei oder vier größten Volkswirtschaften beinahe gleichzeitig Regierungen ans Ruder kommen, die einen Austeritätskurs zu verfolgen willens sind. Dieses Erfordernis wird wohl niemals erfüllt werden. Deswegen gilt in der Eurozone noch weit mehr als in den USA oder in Großbritannien: Indem die Zentralbank ihre eigene Tätigkeit auf die Steuerung langfristiger Zinsen ausgeweitet hat, hat

sie sich in Wahrheit eigener Handlungsmöglichkeiten beraubt. Dies wird erkennbar, sobald es nicht mehr um das Drücken der Zinsen geht, sondern um ihre Erhöhung. Das Drücken der Zinsen ist den Fisci natürlich willkommen, aber mit diesem Einvernehmen ist es bei einem Richtungswechsel vorbei. Bis zum Beginn dieses Jahres sorgten gewisse wirtschaftshistorisch so noch nie dagewesene Sonderbedingungen dafür, dass dieser Konflikt zwischen Geldwertstabilität einerseits und günstigen Finanzierungsbedingungen für die Fisci andererseits nicht hervortrat und man agieren konnte, als gäbe es den gar nicht. Die Zentralbank musste nicht Farbe bekennen. Durch die Coronakrise wurden diese Sonderbedingungen aus der Welt geschafft. Es spricht nichts dafür, dass sie in den nächsten ein bis zwei Jahren zurückkehren werden – und auf die kommt es für die Inflation an.

14. Offizielle Linie der EZB und einiger anderer Zentralbanken ist es bekanntlich noch immer, dass man gegen die Inflation nichts unternehmen müsse, weil sie von allein wieder verschwinden werde. Oder anders ausgedrückt: Sie liegt an Sonderfaktoren, die ihre Wirkung verlieren werden, bevor sie zur Verfestigung von Inflationserwartungen führen werden. Das ist schon allein deswegen ein ruchloser Optimismus (im Sinne von Schopenhauer), weil man gar nicht wissen kann, wie lange es dauern wird, bis sich die Inflationsängste und -erwartungen verfestigen. Inflationsprognosen sind wie alle volkswirtschaftlichen Prognosen bekanntlich wenig treffsicher und stets mit Vorsicht zu genießen. Das gilt vor allem in der mittleren und langen Frist. In der kurzen Frist funktioniert es etwas besser, aber das liegt vor allem daran, dass sich in der kurzen Frist meist nicht sehr viel ändert und man daher mit der Fortschreibung des Status quo oft richtig liegt. Aber diese Fortschreibung verweigert die EZB im vorliegenden Fall gerade. Die EZB müsste also einen Plan B in der Schublade haben, den sie ins Werk setzt, wenn sich ihre Prognose eines sich alsbald von selbst einstellenden Endes der Inflation nicht bewahrheitet. Deswegen ist es irritierend, dass sie den Plan anscheinend nicht hat. Ein besonders heikler Aspekt einer solchen Planung betrifft die Bändigung des bedeutenden inflationären Potentials, das in der enorm ausgeweiteten Zentralbankgeldmenge liegt. Diese Ausweitung begann 2008. Seitdem sind die Bilanzen vieler Zentralbanken, auch die der EZB, in Größenordnungen hineingewachsen, wie man sie früher nur von den Staatsbanken kommunistischer Länder kannte. Dass dies vor 2020 nicht zu einer entsprechenden Ausweitung von M1 und M3 geführt hat, lag daran, dass die

Geschäftsbanken die dadurch eröffneten Kreditvergabemöglichkeiten bei weitem nicht ausgeschöpft haben und die mit einer derartigen Kreditvergabe einhergehende multiple Giralgeldschöpfung großenteils unterbliebt. Letztere findet statt, wenn der Kredit dem Konto des Kreditnehmers gutgeschrieben oder für die Tilgung einer Verbindlichkeit des Kreditnehmers eingesetzt wird. Der sog. Geld- und Kreditschöpfungsmultiplikator, das Verhältnis zwischen Zentralbankgeld und dem von den Geschäftsbanken in die Welt gesetzten Giralgeld, ist durch die Nichtausnutzung dieser Kreditvergabemöglichkeiten auf einen so geringen Wert abgesunken, wie er in Friedenszeiten in den USA zuletzt zu Beginn des 20. Jahrhunderts üblich war und danach nur mehr in der Großen Depression der 1930er Jahre vorkam. Es handelt sich dabei nicht um ein Sonderphänomen der Eurozone, sondern um einen Vorgang, der in vielen Währungsräumen stattgefunden hat. Eine wesentliche Ursache für dieses Phänomen ist diesen Währungsräumen gemeinsam[7]: dies ist ein erheblicher Rückgang des Zinsdifferentials zwischen den Kreditzinsen, die die Banken verdienen, und den Zinsen, zu denen sich die Banken selbst refinanzieren bzw. die sie verdienen, wenn sie ihr Geld einfach als Einlage bei der EZB stehen lassen. Die durchschnittliche Verzinsung von Bankkrediten an Unternehmen belief sich[8] in Deutschland bei den Neuausreichungen im Juli 2021 je nach Laufzeit auf 1,64 bis 1,94 %. Die Zinsen, die die Banken ihren eigenen Einlegern zahlten, waren zumeist null oder leicht negativ, die, die sie selbst auf ihre Einlagen bei der EZB erhielten, ebenfalls. Das Zinsdifferential war damit geringer als 2. In der zweiten Jahreshälfte 2007, also vor der Finanzkrise und damit in einer Zeit mit einem weitaus höheren Geldschöpfungsmultiplikator, beliefen sich die Kreditzinsen bei Unternehmensfinanzierungen auf 5,13 – 6,11%, die Refinanzierungszinsen der Banken lagen je nach Refinanzierungsform zwischen 1,17 und 4,21 %., die Zinsen, die die EZB auf Einlagen der Geschäftsbanken zahlte, beliefen sich auf 3 %. Stellt man auf letztere ab, ergibt sich ein Zinsdifferential von ca. 2,5 %. Der Unterschied zwischen 2,5 und weniger

[7] Dazu kommen länderspezifische Ursachen, die vor allem mit der Bankregulierung und der Eigenkapitalausstattung der Banken zu haben. In Deutschland etwa hat die Bankenregulierung viel dafür getan, um die Gewährung von Bankkredit vor allem an Privathaushalte, zum Teil aber auch an Privatunternehmen einzuschränken und zu bürokratisieren. Wenn man den Anspruch der EZB, die Finanzierungsbedingungen nicht nur für den Staat, sondern auch für den Privatsektor verbessern zu wollen, für bare Münze nimmt, muss man darin eine Konterkarierung der EZB-Politik sehen.

[8] Die Daten sind den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank entnommen. Vgl. Statistischer Anhang, Abteilung VI.

als 2 mag als wenig dramatisch erscheinen, reicht aber aus, um die Rentabilität des Kreditgeschäfts stark zu beeinflussen. Im Bankgeschäft kann trotz schmaler Margen gut verdient werden, weil große Beträge umgewälzt werden, aber das schließt nicht aus, dass die Margen zu schmal werden können. Genau das ist geschehen. Bei einem so geringen Zinsdifferential, wie es seit 2009 vorherrscht, sind die Banken gar nicht sonderlich darauf erpicht, derartige Kredite zu vergeben, ist es doch schwierig, mit dieser Marge die mit einer Kreditvergabe einhergehenden Kosten zu verdienen und obendrein noch einen Gewinn zu erwirtschaften. Man denke an die Kosten der Kreditwürdigkeitsprüfung, der bei Kreditvergaben unvermeidbaren Ausfälle usw. Das würde sich ändern, wenn dieses Differential wieder zunimmt. Und es muss, wie man sieht, nur um einen verhältnismäßig kleinen Betrag zunehmen, um das Kreditgeschäft für die Banken wesentlich lukrativer zu machen und sie zu vermehrter Kreditschöpfung zu ermuntern. Eine Inflation führt zur Erhöhung dieser Marge, sobald sie Inflationserwartungen hervorbringt. Hierfür sorgt ein wohlbekannter Zusammenhang: Wenn sich Inflationserwartungen verfestigen, erhöht sich die Kreditnachfrage, weil der von den Kreditnehmern erwartete Realzins sinkt. Die Kreditnehmer fassen Zuversicht, dass ein Teil des Kredits gewissermaßen von der Inflation getilgt werden wird. Die gesteigerte Kreditnachfrage führt dazu, dass die Banken höhere Nominalzinsen durchsetzen können. Der tatsächliche Realzins ist für die meisten Unternehmenskredite derzeit deutlich negativ (es vollzieht sich also eine reale Entschuldung der Unternehmen und zum Teil auch der Haushalte), aber für die Kreditnachfrage kommt es auf den für die Zukunft erwarteten Realzins an, der sich aus dem heute festgeschriebenen Nominalzins minus der erwarteten Inflationsrate ergibt. Die Unternehmen sind sich offenbar noch nicht sicher, dass die Inflation so hoch bleibt wie sie gegenwärtig ist – sonst würden sie mehr Kredit nachfragen, solange der Nominalzins noch niedrig ist. Aber das kann sich in den nächsten Monaten ändern.

15. Der Plan B müsste insbesondere eine Antwort auf die Frage enthalten, wie die EZB das Inflationspotential zu entschärfen gedenkt, das in den gewaltigen Guthaben der Geschäftsbanken bei der Zentralbank steckt und sich, wenn man keine Gegenmaßnahmen trifft, bei einem Anstieg der Nominalzinsen entfalten wird. In den USA ist dieser Plan seit langem bekannt und er findet sich sogar in einigen Lehrbüchern der Makroökonomik und Finanztheorie, obwohl er noch nie erprobt wurde. In den USA

könnte er funktionieren, aber seine Übertragung auf die Eurozone dürfte auf Schwierigkeiten stoßen. Vermutlich gelingt sie allenfalls nach längeren Verhandlungen. Über Vorbereitungen, die diese Probleme schon jetzt zu lösen versuchen, ist nichts bekannt. Das amerikanische Rezept besteht darin, dass die Zentralbank den Geschäftsbanken Zinsen auf ihre Einlagen zahlt und diese Zinsen bei einem Anstieg der Kreditzinsen so weit erhöht, dass die anstrengungs- und risikolose Haltung gewaltiger Einlagen bei der Zentralbank für die Geschäftsbanken weiterhin attraktiver ist als die Vergabe von Krediten. Die Geschäftsbanken verzichten dann auf viel Kreditgeschäft, weil sie ihr Geld auch ohne die damit verbundenen Mühen verdienen können. Der Sache nach bedeutet dies, dass die Zentralbank langfristige Staatsanleihen in kurzfristige Verbindlichkeiten transformiert und letztere marktgerecht verzinst. Sie hält große Bestände früher gekaufter, gering verzinslicher oder gänzlich unverzinslicher Staatsanleihen, die sie im Zuge des quantitative easing erworben hat. Diese dominieren die Aktivseite ihrer Bilanz. Die Gegenposition auf der Passivseite besteht großenteils aus kurzfristigen Einlagen der Geschäftsbanken, die gemäß Plan B attraktiv verzinst werden sollen. Dies führt zu hohen Verlusten der Zentralbank, sobald diese Einlagenzinsen dem Kreditzins folgend erhöht werden. Im amerikanischen Fall ist diese Vorgehensweise dennoch vorstellbar, weil sie nicht mit Verteilungskonflikten verbunden ist. Die Fed steht im Eigentum des amerikanischen Bundes. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen hält sie vorwiegend Schuldverschreibungen des amerikanischen Bundes sowie einiger Einrichtungen („agencies") des Bundes. Wenn die Fed die Einlagen der Banken verzinst, ist es der Bund und nur er, der diese Verluste trägt, sei es über ausfallende Gewinnabführungen der Fed an den amerikanischen Finanzminister, sei es über einen Wertverlust des Bundesvermögens, in dem der Fed wegen ihres hohen Eigenkapitals der Part der Kronjuwelen zufällt.[9] In der langen Frist macht das keinen Unterschied. In der Eurozone ist es komplizierter. Zwar sind Zinsen auf Geschäftsbankeneinlagen auch für die Eurozone nichts neues und wurden hierfür bis 2008 recht erhebliche Beträge aufgewandt, aber die Zentralbanken erzielten dennoch Gewinne. In der Zukunft dürfte es hingegen um Verluste gehen und zwar um Verluste in einer enormen Größenordnung, die über viele

[9] Der Grund dafür ist, dass das tatsächliche Eigenkapital der Fed bei wirtschaftlicher Betrachtung viel höher ist als das bilanziell ausgewiesene.

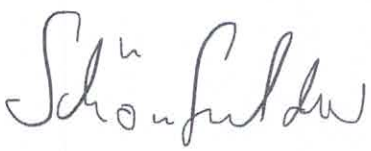
Jahre hinweg anfallen werden, nämlich bis die niedrigverzinslichen oder ganz unverzinslichen Forderungen, die die Mitgliedsbanken der EZB halten, fällig und getilgt werden werden. Da die Informationen der EZB und ihrer Mitgliedsbanken über die Aktiva, die hier zusammengekauft wurden, eher dürftig sind, hat ein Außenstehender schlechterdings keine Möglichkeit, die Verteilung der Verluste auf die verschiedenen Länder der Eurozone abzuschätzen. Aber es gehört nicht viel Fantasie dazu, um sich vorzustellen, dass die Belastung recht unterschiedlich ausfällt und die Zentralbanken derjenigen Staaten, die in der Inflation eine Chance auf Entschuldung sehen und ergo gar nicht so negativ, ihre Zustimmung zu Erhöhung der Einlagenzinsen von einer Verlustübernahme durch andere, weniger stark verschuldete Staaten abhängig machen könnten. Darüber müsste dann verhandelt werden und das dürfte zumindest Zeit kosten. Wie ernst diese Gefahr ist, kann hier nicht beurteilt werden, weil wir über die Verlustverteilung nichts wissen. Es wäre vertrauensstiftend, wenn die EZB schon heute kommunizieren würde, wie sie in diesem Fall vorzugehen gedenkt und wie man sich eine Erhöhung der Einlagenzinsen vorzustellen hätte. Dann wüsste man, dass sie dafür tatsächlich einen Plan in der Schublade hat. Aber man hat nichts von derartigen Kommunikationen gehört. Das begründet den Verdacht, dass sie den Plan nicht hat und es schwierig werden könnte. Das amerikanische Rezept ist aber die einzige schlüssige Lösung für das in der enormen Ausweitung der Zentralbankgeldmenge liegenden Problem. Akzeptable Alternativen dazu sind nicht bekannt.[10]

[10] Denkbar wäre allenfalls noch eine sehr starke, in dieser Größenordnung schon lange nicht mehr vorgekommene Erhöhung der Mindestreservesätze, aber das hätte so massive Nebenwirkungen, dass man schon fast von einer Verzweiflungstat sprechen müsste.

Wachstumsrate der Geldmenge M3 in der Eurozone, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

2016	Mai	4,9
	Juni	5,1
	Juli	5,2
	Aug.	5,0
	Sept.	5,0
	Okt.	4,5
	Nov.	4,7
	Dez.	5,0
2017	Jan.	4,7
	Feb.	4,6
	März	5,1
	April	4,8
	Mai	4,9
	Juni	4,8
	Juli	4,5
	Aug.	5,0
	Sept.	5,2
	Okt.	5,0
	Nov.	4,9
	Dez.	4,6
2018	Jan.	4,6
	Febr.	4,3
	März	3,6
	April	3,8
	Mai	4,0
	Juni	4,3
	Juli	4,0
	Aug.	3,5
	Sept.	3,6
	Okt.	3,9
	Nov.	3,8
	Dez.	4,2
2019	Jan.	3,7
	Febr.	4,2
	März	4,6
	April	4,7
	Mai	4,7
	Juni	4,5
	Juli	5,1
	Aug.	5,7
	Sept.	5,6
	Okt.	5,6
	Nov.	5,6
	Dez.	4,9
2020	Jan.	5,2
	Febr.	5,5
	März	7,5

	April	8,2
	Mai	9,0
	Juni	9,3
	Juli	10,1
	Aug.	9,5
	Sept.	10,4
	Okt.	10,5
	Nov.	11,0
	Dez.	12,4
2021	Jan.	12,5
	Febr.	12,3
	März	10,1
	April	9,2
	Mai	8,5
	Juni	8,3



Bruno Schönfelder