Occasional Paper II

Das Inflationspotential in Eurozone - Ein Update.

Dr. Bruno Schönfelder

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

Schloßplatz 1, 09599 Freiberg

Fertigstellungsdatum 8.2.2022

Zusammenfassung:

Mit der Veröffentlichung des Buchs von Sinn „Die wundersame Geldvermehrung" hat die Diskussion um die Politik der EZB einen wichtigen neuen Impuls zu erhalten. Aufgabe dieses Occasional Paper ist es, in geraffter und gemeinverständlicher Weise darzustellen, was Sinn damit der Analyse im Occasional Paper I hinzugefügt hat.

Nach dem moderaten Rückgang im Januar 2022 ist für die kommenden Monate mit einem neuerlichen Anstieg der Inflation zu rechnen. Der von der EZB prognostizierte weitere Rückgang liegt hingegen im Bereich des sehr Unwahrscheinlichen, weil nach wie vor eine ausgeprägte inflationäre Lücke vorliegt. Eine kräftige Zinserhöhung wäre hier und jetzt nötig, um die immer wahrscheinlicher werdende Selbstreproduktion dieser inflationären Lücke zu verhindern und die Gefahr zu bannen, dass sich das enorme Inflationspotential entfaltet, das durch die seit 2015 extrem stark angewachsenen Bestände an Zentralbankgeld bereitliegt. Sinn spricht von einem Pulverfass. Dieses Potential auf direktem Wege aus der Welt zu schaffen, ist nicht ratsam. Dazu müsste die EZB die riesigen Bestände an Staatsschuldtiteln, die sie zusammengekauft hat, rasch wieder an die Märkte zurückgeben. Das würde ihre Kurse zusammenbrechen lassen und die Renditen in Größenordnungen treiben, die für die hochverschuldeten Länder jegliche Möglichkeit einer Neuverschuldung und einer Refinanzierung fällig werdender Schulden verbauen würde. Eine Staatsschuldenkrise wäre die Folge. Ein Abbau des Pulverfasses ist allenfalls in Trippelschritten realisierbar, die sich über viele Jahre hinziehen müssten. Umso dringender wäre es, damit anzufangen. Ein rascher Abbau ist auch deswegen unmöglich, weil die Banken, die Staatsschuldpapiere im Portfolio haben, durch die Kurserhöhungen in den letzten Jahren Buchgewinne erzielt und damit ihre oft unzureichende Eigenkapitalbasis verbessert haben. Hier liegt ein fast unlösbares Dilemma vor: Ein Verfall der Kurse, wie er von einer Zinserhöhung ausgelöst würde, würde in bestimmten Mitgliedsländern der Eurozone dazu führen, dass viele Banken ohne ausreichendes Eigenkapital dastehen und saniert oder geschlossen werden müssten.

Langfassung

Sinn[1] argumentiert grosso modo ähnlich wie mein Gutachten, ergänzt es aber in einigen Hinsichten. In diesem Nachtrag werden diese Ergänzungen resümiert.

1. Sinn zeigt, dass sich rückblickend bei der Verwandlung der EZB aus einem Hüter der Geldwertstabilität in einen Financier ihrer Mitgliedsstaaten drei unterschiedliche Phasen und mit ihnen drei Dammbrüche unterscheiden lassen. Der erste vollzog sich im Jahre 2010 und leitete eine Phase ein, die bis 2015 reichte. In der lief die Staatsfinanzierung an, aber sie hielt sich in einer Größenordnung, die mit der Wahrung der Geldwertstabilität noch verträglich war. Erst in der zweiten Phase, d. h. ab 2015, ließ die EZB ihr Mandat weit hinter sich. In den Vordergrund trat stattdessen die Gewährleistung günstiger Finanzierungskonditionen für die Südstaaten der Eurozone und zunehmend auch Frankreichs. Das sagte sie natürlich nicht. Sie äußerte sich stattdessen in einer Weise, die dem volkswirtschaftlichen Laien einigermaßen plausibel erscheinen mag oder zumindest soll, aber dem Fachmann nebulös vorkommt. Das Musterbeispiel ist die Rede vom gestörten Transmissionskanal, obwohl es sich aus fachlicher Sicht versteht, dass es den gar nicht gibt, sondern nur ein ziemlich labyrinthisches Geflecht vielfältiger Kausalitäten und Wechselwirkungen. Es bedarf einiger Kühnheit, um ein Labyrinth in einen Kanal umzudeuten und so ist es nicht erstaunlich, dass uns die EZB beispielsweise nicht erklärt, wo der genau endet. In der dritten Phase, die auf den Beginn der Covid-Krise folgte, gab die EZB bei der Staatsfinanzierung noch einmal kräftig Gas und kam damit in Größenordnungen, wie wir sie diesseits des Eisernen Vorhangs seit der unmittelbaren Nachkriegszeit in Europa nicht mehr erlebt haben.
2. Die EZB und ihre Mitgliedsbanken haben auch vor 2010 schon Staatsschuldtitel als Kreditsicherheit genommen und mitunter gekauft. Aus rechtlicher Sicht handelt es sich dabei um zwei unterschiedliche Vorgänge, aber die makroökonomischen Wirkungen sind beinahe dieselben.[2] Diese Geschäfte hatten jedoch den Charakter einer kurzfristigen Liquiditätshilfe und dienten in der Finanzkrise der Abwehr einer Liquiditätskrise.

---

[1] Hans Werner Sinn: Die Wunderbare Geldvermehrung. Freiburg: Herder 2021.

[2] Beinahe, weil es einen Unterschied macht, ob die EZB diese Sicherheiten zum Nenn- oder gar einem diesen überschreitenden Kurswert akzeptiert, oder hiervon Sicherheitsabschläge vornimmt. Zur tatsächlichen Praxis der EZB vgl. Sinn op. cit. S. 102.f.

Der Begriff Liquiditätskrise impliziert, dass es sich um sachlich wenig begründete und in der mittleren Frist ausräumbare Zweifel privater Geldgeber an der Kreditwürdigkeit ihrer Schuldner handelt. Der Schuldner ist eigentlich solvent und zahlungswillig und die EZB kennt diese Wahrheit. Zum Problem werden Zweifel an der Kreditwürdigkeit wegen der Ansteckungsgefahr. Die Liquiditätshilfe der Zentralbank ist ein Gegenmittel gegen die Ansteckung und gehört als solche zum Standardrepertoire vieler Zentralbanken. Die griechische Staatsschuldenkrise von 2010 beendete dieses eher harmlose Vorspiel, weil hier kein Liquiditäts-, sondern ein Solvenzproblem vorlag. Das wusste jeder, der sich schon mal mit Griechenland befasst hatte. Wie so oft bei einem Staatsbankrott handelte es sich nicht um eine ökonomische, sondern um eine politische Unmöglichkeit, den Schuldenberg abzutragen. Die griechische Politik wollte das nicht bezahlen und man konnte sie mit den politisch verfügbaren Mitteln auch nicht dazu zwingen.[3] Ein beträchtlicher Teil der Gläubiger Griechenlands würde mithin einen beträchtlichen Teil seines Geldes nicht wiedersehen. Offen war nur, wer genau wie viel verliert. In der damit eröffneten ersten Phase der Staatsfinanzierung durch die EZB hatte diese aber eine so moderate Größenordnung, dass sie keine gravierenden Inflationsgefahren hervorrief. Das kann man an der Ausweitung der Zentralbankgeldmenge sehen, die von 876 Mrd. Euro in der Jahresmitte 2008 auf nur 1160 Mrd. im März 2014 anschwoll.[4] Das entspricht einer Jahresrate von 4,5 %, also nur geringfügig mehr als man bei einer Zielinflation von 2 % und einem mutmaßlichen jährlichen Potentialwachstum von ebenfalls 2 % traditionell empfiehlt. Zwischen 2008 und 2014 kam es zwar mehrmals vor, dass die Zentralbankgeldmenge temporär deutlich höher lag und auch nach dem März 2014 schwoll sie wieder etwas an, aber sie wurde nach derartigen Ausbrüchen jedes Mal rasch wieder zurückgeführt. Für Geldmengenausweitungen lehrt die Erfahrung, dass sie nur bei hoher Inflation rasch auf die Preisentwicklung durchschlagen, wohingegen dies bei geringer Inflation erst mit einer langen, meist mehrjährigen Verzögerung geschieht.[5] Eben wegen dieser Verzögerung ging von den temporären Zentralbankgeldmengenausweitungen jener Zeit keine unmittelbare Inflationsgefahr aus.

---

[3] Die Bedingung, dass die Demokratie erhalten bleiben soll, verengt diesen Möglichkeitsraum. Man konnte Griechenland nicht wie Bulgarien in den 1920er Jahren unter Gläubigerverwaltung stellen.

[4] Sinn op.cit. S. 109

[5] Wegen einer lehrbuchmäßigen Darstellung vgl. z.B. Robert Barro: Macroeconomics. Cambridge: MIT Press 1997, S. 243. Barro zufolge wird die Korrelation zwischen der Inflationsrate und der Geldmen-

Wenn damals insbesondere von deutscher Seite dennoch vor Inflation gewarnt wurde, dann wegen der Befürchtung, dass auf den ersten Dammbruch weitere folgen würden. Durch ihn war Staatsfinanzierung gewissermaßen salonfähig geworden. Damit war der Boden für weitere Tabubrüche bereitet. Diese Befürchtungen haben sich als berechtigt erwiesen. Erwähnenswert ist ferner, dass in dieser ersten Periode die nach 2008 zunächst deutlich erhöhte Zinsdifferenz zwischen deutscher und italienischer Staatsschuld auf nur mehr 1,6 % schrumpfte.[6] Im Hinblick auf die erhebliche Bonitätsdifferenz waren dies für Italien sehr günstige Finanzierungsbedingungen, unvergleichlich günstiger als vor der Einführung des Euro. Das lag nicht nur an der EZB, sondern auch an den Rettungsschirmen, die die EU bereitgestellt hatte und mit denen sie den Eurozonenländern bei einer Verschlechterung ihrer Finanzierungsbedingungen zu Hilfe eilen konnte. Wer italienische usw. Staatsschuld kaufte, konnte infolgedessen damit rechnen, beschirmt zu werden.

3. Der zweite Dammbruch kam 2015 unter den Bezeichnungen PSPP (Public Sector Purchase Program) und TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations)[7]. Dass es einer war, sieht man daran, dass die Zentralbankgeldmenge von 1160 Mrd. im März 2014 auf 3100 Mrd. Euro im Dezember 2019 anschwoll.[8] Die Jahresrate der Geldmengenexpansion erhöhte sich in diesem Zeitabschnitt mithin ungefähr auf das Vierfache ihrer Vorgängerperiode. Sie erreichte damit eine Größenordnung, die man traditionell als ausgeprägt inflationär einstuft. Eine starke Ausweitung des Geldmantels ist aber immer nur eine notwendige Bedingung für Inflation, keine hinreichende. Das liegt schon allein daran, dass die Unternehmen und Händler sich normalerweise vor der Festsetzung ihrer Preise nicht die Geldmengenwachstumsraten anschauen und sich nicht nach denen richten, so dass diese nicht unmittelbar inflationswirksam werden können. Tatsächlich werden sie das nur mittelbar. Zum weiten Geldmantel hinzukommen muss deswegen entweder ein Kostendruck, ein Anstieg der Produktions- und Be-

---

genwachstumsrate desselben (!) Jahres erst bei einer Inflation oberhalb von 15 % eng. Erst bei derartigen Raten schlägt eine Veränderung der Geldmengenwachstumsrate binnen weniger Monate auf die Inflationsrate durch.

[6] für Spanien waren es 1,3 %. Vgl. Sinn op. cit. S. 120.

[7] Vgl. Sinn op. cit. S. 129f.

[8] Die den von Sinn ausgewählten Monate sind erneut jeweils lokale Minima. Das bedeutet, dass diese Angaben das Ausmaß der Geldmengenexpansion keinesfalls überzeichnen

schaffungskosten, oder etwas, was Keynes plastisch als „inflationäre Lücke" bezeichnete.[9] Eine derartige Lücke trat in dieser Periode nicht auf. Sie liegt vor, wenn die gesamtwirtschaftliche Nachfrage das gesamtwirtschaftliche Angebot übertrifft. Sie entsteht, wenn die Nachfrage stärker wächst als das Produktionspotential oder wenn das Angebot zurückgeht. Die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge kann zum Entstehen einer solchen Lücke führen, wenn die Banken auf sie reagieren, indem sie an die privaten Haushalte und Unternehmen mehr Kredite vergeben und damit fremdfinanzierte private Investitionen und Konsum auf Pump ermöglichen. Zu einer solchen erhöhten Kreditvergabe kam es ab 2015 jedoch nur in einem moderaten Umfang. Es war bei weitem nicht genug, um gesamtwirtschaftlich und nicht nur in der Bau- und Wohnungswirtschaft einiger Mitgliedsstaaten eine inflationäre Lücke zu erzeugen und damit kräftige Preissteigerungen in Gang zu setzen.[10] Dass die Zentralbank die gesamtwirtschaftliche Nachfrage oft nicht sonderlich stark zu beeinflussen vermag, ist eine alte Erfahrung und seit Keynes Allgemeingut des Faches.[11] Man hat dafür die Metapher, dass die Geldpolitik zwar die Pferde zur Tränke führen kann, aber trinken müssen sie alleine. Das klingt wie ein (selbstredend!) unzulässiger zoologischer Analogieschluss, hat aber tatsächlich eine solide volkswirtschaftstheoretische Fundierung, die man bei Sinn[12] nachlesen kann. Eben deswegen ist die Metapher hörsaaltauglich.

---

[9] Eingeführt wurde diese Begrifflichkeit in John Maynard Keynes: How to Pay for the War. London: Macmillan 1940.

[10] Vor allem kam es zu einer Ausweitung des Immobiliarkredits. Aber dieser würde sich auch dann nicht in einer bedeutenden Konsumentenpreisinflation niederschlagen, wenn der harmonisierte Konsumentenpreisindex den Anstieg der Immobiliarpreise adäquat erfassen würde. Diese Adäquanz zu gewährleisten, ist, wie Sinn op. cit. S. 347 ausführt, alles andere als einfach und die Praxis der EZB, die Eigenheimpreise bei der Inflationsmessung gar nicht zu berücksichtigten, nicht so falsch wie oft behauptet wird. Die EZB hat den Auftrag, die Verbraucherpreise zu stabilisieren und nicht irgendwelche anderen. Das ist ein großer Unterschied. Die wenigsten Eigenheimbesitzer verbrauchen ihre Baulichkeit vollständig, bevor sie wieder ausziehen oder sterben. Das hieße ja, dass der Restwert des Gebäudes beim Auszug bzw. Tod null ist. Den Bodenwert kann man gar nicht verbrauchen, sondern nur die jeweils aktuellen Nutzungsmöglichkeiten des Bodens, was aber seinen Wert nicht reduziert. Und selbst das, was am Gebäude verbraucht wird, wird nicht schon am Tag des Einzugs verbraucht, sondern im Verlauf vieler Jahre.

[11] Der einflussreichste Interpret des keynesschen Hauptwerks, John Hicks, nannte dies schon 1937 „the most important thing in Mr. Keynes' book". Vgl. Mauro Boianvosky: The IS-LM Model and the Liquidity Trap Concept: From Hicks to Krugman. History of Political Economy 36 (2004), Annual Supplement, S 92 - 126, hier S. 99. Wegen einer modernen Darstellung in einem internationalen Standardwerk der Makroökonomik siehe z.B. Gregory Mankiw: Macroeconomics. New York: Macmillan , 5. Auflage, 2019 S. 356.

[12] Op. cit. Kapitel 8 und 9..

4. Das Jahr 2015 war auch deswegen ein Dammbruch, weil sich die EZB nicht mehr wie traditionell auf die Beeinflussung der kurzfristigen Zinsen beschränkte, sondern zusätzlich die langfristigen Zinsen zu drücken begann. Einer der auffallendsten Eigentümlichkeiten des 2015 vollzogenen Politikwechsels war ein frappierender Kontrast zwischen Aufwand und Wirkung. Einer enormen Ausweitung der Zentralbankgeldmenge, also einem extrem starken Einsatz der der EZB zur Verfügung stehenden Mittel, stand wenig an greifbaren Resultaten gegenüber. Der Preisindex, mit dem die EZB ihre Zielerreichung misst, oszillierte geringfügig um 1 % pro Jahr und war damit ungewöhnlich stabil. Nach den Maßstäben, mit denen die Bundesbank und auch die EZB in ihren frühen Jahren ihre Zielerreichung beurteilte, nämlich die Inflationsrate zwischen 0 und 2 % zu halten, hätte dies geheißen: Kein Handlungsbedarf. Von der von der EZB beschworenen Deflation war nichts zu sehen. Um dennoch Handlungsbedarf melden zu können, bedurfte es einer Auslegung des Preisstabilitätsziels entgegen dem Wortsinn, die allerdings schon im Jahre 2003 vorbereitet worden war. Das musste man nach 2010 nur mehr etwas akzentuieren, das Ziel mit nahezu 2 % Inflation bestimmen und schon hatte man eine (Schein-)Rechtfertigung für eine ultraexpansive Geldpolitik zur Hand. Für die war es sogar von Vorteil, dass man diesem Ziel in der zweiten Phase trotz aller Zentralbankgeldschöpfung keinen Zentimeter näherkam. Auch das Wirtschaftswachstum in der Eurozone verbesserte sich nur geringfügig. Die private Nachfrage blieb in wichtigen Mitgliedsländern sehr verhalten. Selbst die Zinsen auf Staatsschuld sanken nicht mehr nennenswert ab, an den Zinsdifferenzen zwischen Deutschland und den Südländern änderte sich wenig.[13] Um der veränderten Geldpolitik Wirkungen zuschreiben zu können, muss man darüber spekulieren, was ohne sie passiert wäre. Das ist in der Wirtschaft stets ein waghalsiges Unterfangen. Immerhin lässt sich das Folgende mit einiger Zuversicht konstatieren: Dass die Inflationsrate nicht anstieg, ist nicht sonderlich erstaunlich, weil die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nur wenig zunahm und auch kein substantieller Kostendruck einsetzte. Wenn es tatsächlich um die Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage gegangen wäre, hätte der Schwerpunkt der Geldpolitik auf den TLTRO liegen sollen und nicht auf den PSPP. Die TLTRO dienten der

[13] Vgl. Sinn op. cit. S. 220.

Refinanzierung realer privater Investitionen, nicht der der Staatshaushalte.[14] Tatsächlich lag der Schwerpunkt aber auf den PSPP, von denen nur recht indirekte Wirkungen auf private Investitionen ausgehen. Am ehesten beeinflussen sie den Immobiliarkredit, weil Pfandbriefe u.ä.m. aus der Sicht vieler Anleger ein enges Substitut zu Staatsschuldtiteln darstellen. Den Immobiliarkredit hat man hier also mitgefördert, aber die dadurch angereizte Nachfrage nach Bauleistungen stößt in den Ländern, in denen dies vor allem wirksam wurde, also etwa in Deutschland, angebotsseitig auf so viele Hindernisse wie langsame Planungs- und Genehmigungsverfahren, Baulandverknappung usw., dass man den Bausektor im heutigen Deutschland (anders als vor 20 Jahren in Spanien) schlechterdings nicht zur gesamtwirtschaftlich wirksamen Konjunkturlokomotive machen kann. Statt des Angebots erhöhen sich vor allem die Preise, aber das bildet der harmonisierte Preisindex der EZB nicht ab.[15]

5. Auch für die EZB gilt: „An ihren Taten sollt Ihr sie erkennen." Die Hauptwirkung der starken Geldmengenexpansion bestand wegen des Vorrangs der PSPP darin, die Konditionen der Staatsfinanzierung sehr günstig zu halten. Die Handlungsweise der EZB lässt sich nur dann als folgerichtig interpretieren, wenn man eben das als ihr Hauptziel unterstellt. Es fällt schwer, dieser sinnschen Motivvermutung nicht zu folgen. Mit derartigen Motivvermutungen muss man arbeiten, weil man den Mitgliedern der EZB-Führung nicht ins Herz blicken kann.[16] Zugunsten der sinnschen Motivvermutung lässt sich anführen, dass die mediterranen Länder wohl unstreitig von vornherein vor allem deswegen auf den Eintritt in die Eurozone erpicht waren, weil sie damit die Zinslasten,

---

[14] Damit soll nicht gesagt sein, dass die TLRTO als ein unproblematisches und gewissermaßen untadeliges Instrument gelten dürfen. Das sind sie keineswegs, waren die damit geförderten Investitionen doch oft sehr riskant oder wenig ertragreich. Darauf hat auch die Deutsche Bundesbank in ihren Monatsberichten wiederholt hingewiesen. Gesagt wird nur, dass nach der inneren Logik der EZB-Argumentation die TLRTO den Vorrang hätten haben müssen. Gemäß dieser Argumentation ging es darum, die Inflation zu erhöhen. Dazu muss man die gesamtwirtschaftliche Nachfrage erhöhen und zwar relativ rasch und möglichst um ein Mehrfaches der zur Nachfrageförderung eingesetzten öffentlichen Mittel. Eine Förderung privater Investitionen kann dies bewirken. Die Refinanzierung eines Staatshaushalts bewirkte das eher nicht, weil es in den Südstaaten oft vor allem darum ging, ein gegebenes Ausgabenniveau bzw. Niveau von Sozialleistungen zu halten. Selbst wenn es echte Zusatzausgaben waren, handelte es sich häufig um Gehälter für Staatsbedienstete, Sozialversicherungsleistungen und andere Sozialtranfers. Die werden erst dann nachfragewirksam, wenn sie ihre Empfänger zu einer Konsumerhöhung veranlassen. Das geschieht oft erst nach einer langen Verzögerung.

[15] Wie Sinn op. cit. S. 344 ausführt, waren diese Preiserhöhungen höchst eindrucksvoll. In sieben Großstädten beliefen sie sich binnen 10 Jahren kumuliert auf mehr als 130 %, in 127 Städten auf mehr als 100 %.

[16] Sinn hat für diese Motivvermutung noch weitere Belege. Vgl. Op. cit. S. 270ff.

die sie auf ihre Staatsschulden bezahlen mussten, kräftig reduzieren konnten.[17] Das haben sie erreicht. Jetzt geht es ihnen um Besitzstandswahrung. Dass die Südländer mit diesem Betritt ihre langfristigen wirtschaftlichen Wachstumsaussichten würden verbessern können, war aus volkswirtschaftlicher Perspektive immer sehr unwahrscheinlich, aber ihre fiskalischen Interessen bestimmten ihre politischen Präferenzen. Frankreich gehörte bei der Gründung der Eurozone noch zu den finanziell soliden Staaten, die sich nicht sonderlich um die Refinanzierbarkeit ihrer Staatsschuld sorgen und nur maßvolle Zinslasten schultern mussten. Diesbezüglich gab es damals zwischen Deutschland und Frankreich keinen großen Unterschied. Seitdem hat sich die französische Finanzlage aber, wenn man sie mit dem üblichen Kriterium, dem Quotienten Staatsschuld/nationale Wirtschaftsleistung beurteilt, jedes Jahr weiter verschlechtert. Heute steht Frankreich dem Lager der hochverschuldeten Südländer weitaus näher als dem der finanziell soliden. Frankreich hat fast dieselben Interessen wie die Südländer, die heute allesamt hochverschuldet sind. Weil die Divergenz zwischen Frankreich und Deutschland für die Einschätzung der Interessenslagen von besonderer Bedeutung ist, wird sie hier tabellarisch dargestellt.[18] Vor der Covidkrise waren es unter den volkreichen Eurozonenländern Deutschland und Niederlande, die nach den ursprünglichen Maastrichtkriterien als beitrittsfähig gegolten hätten, heute sind es nur mehr die Niederlande. Das fiskalische Interesse der hochverschuldeten Länder ist damit dermaßen dominant geworden, dass die Verteidiger fiskalischer Solidität fast auf verlorenem Posten stehen. Die sinnsche Motivvermutung ist infolgedessen denkbar naheliegend.

---

[17] Italien und Griechenland mussten hohe Zinslasten schultern, weil ihre Staatsschuldenquoten (Schuldenstand/Bruttonationaleinkommen) schon damals sehr hoch waren und die Lira und die Drachme eine jahrzehntelange Geschichte hoher Inflationsraten und zahlreicher Abwertungen hinter sich hatten. Eine solche Geschichte generiert die Erwartung, dass es so weiter gehen wird, und darauf reagieren Anleger, indem sie sich für die erwarteten Abwertungs- und Inflationsverluste durch höhere Zinsen entschädigen lassen. In Portugal und Spanien waren die hohen Lasten nur diesem Umstand geschuldet, also einer Geschichte von Abwertung und Inflation, wohingegen ihre Staatsschuldenquoten noch moderat und in einer ähnlichen Größenordnung wie in Deutschland waren. Spanien konnte seine Staatsschuldenquote in den ersten Jahren des Euro sogar senken, weil der heftige Immobilienboom dem spanischen Staat sehr hohe Steuereinnahmen bescherte, aber das verkehrte sich nach dem Platzen der spanischen Immobilienblase sofort ins Gegenteil.

[18] Wegen eines Gesamtüberblicks über sämtliche volkreichen Eurozonenstaaten siehe Sinn op. cit. S. 141.

Staatsschuldenquoten in Prozent: Schuldenstand/Bruttoinlandsprodukt

	Deutschland	Frankreich
1995	54,9	56,1
2000	59,1	58,9
2005	67,3	67,4
2010	82,4	85,2
2015	72,1	95,6
2019	59,8	97,6
2020	70,0	115,1

6. Als wollte die EZB diese Vermutung noch einmal bestätigen, kam es nach dem Ausbruch der Pandemie im März 2020 zu einem weiteren geldpolitischen Dammbruch. Die (jährliche) Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge verdoppelte sich noch einmal. Damit konnten die Zinsen auf Staatsschuldtitel weiter gedrückt und die Zinsdifferenzen reduziert werden. So sank der Zinssatz, zu dem sich Italien refinanzieren konnte, auf 0,6 %, und war damit wesentlich günstiger als der, zu dem sich der amerikanische Bund refinanzieren konnte, obwohl der die weitaus bessere Bonität hat. Die EZB verschaffte ihren Mitgliedsstaaten traumhafte Finanzierungskonditionen, indem sie nahezu ihre gesamte Neuverschuldung aufkaufte. Was das Finanzmarktangebot anbetrifft, bestand hierzu keine Veranlassung: In der ersten Phase der Pandemie gingen der private Konsum und die Investitionen zurück. Dieser Rückgang war eine Vorsichtsmaßnahme, gewissermaßen ein Angstsparen. Er hörte auf, als die Pandemie an Schrecken verlor. Zuvor gab es viel anlagesuchende Liquidität, die die Staaten hätten einsammeln können, wenn sie die nötige Bonität besessen hätten. Im Hinblick auf die hohen Defizite der Staatshaushalte hätte dies aber eine Rückkehr zu höheren bonitätsabhängigen Zinsdifferenzen bewirkt. Dem beugte die EZB vor, indem sie die Neuverschuldung selbst finanzierte.
7. Als das Angstsparen nachließ und die private konsumptive und investive Nachfrage wieder anzog, stellte sich eine inflationäre Lücke ein. Die Lücke führt zur Inflation, wenn der Geldmantel dafür weit genug ist. Und das war er. Dieser inflationären Lücke begegnet man heute auf fast jeder Baustelle oder sobald man einen Handwerker sucht. Nachfrageseitig wurde sie in Deutschland dadurch noch erweitert, dass der

Staat außer Einkommensersatzleistungen, Überlebenshilfen für vom Lockdown betroffenen Unternehmen auch noch andere öffentliche Ausgaben erhöhte und nicht nur die gesundheitspolitisch gebotenen. Im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung war der expansive, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage erhöhende Impuls in Deutschland im internationalen und historischen Vergleich sogar besonders stark. In Sinns[19] Worten: „Auf deutschem Boden wurde in der Summe aller Posten und in Relation der Wirtschaftskraft ein noch viel größeres schuldenfinanziertes Rettungsprogramm aufgelegt als in den USA. Die Vermutung liegt nahe, dass dieses Programm ähnliche inflationäre Effekte wie das US-amerikanische Programm entfaltet." In der Pandemie drückte der Staat gewissermaßen gleichzeitig heftig auf die Bremse (Angebotsreduktion per Produktionsverbote und -einschränkungen) und das Gaspedal (per Nachfrageförderung). Er erweiterte damit die inflationäre Lücke. Der Geldmantel, den die Wirtschaft per Inflation ausfüllen kann, ist in der Eurozone noch erheblich weiter als in den USA.[20] Wenn heute also von der EZB argumentiert wird, die USA seien uns bei der wirtschaftlichen Erholung um ein paar Monate voraus und wir hätten deswegen noch reichlich Zeit, um auf Inflationsdruck zu reagieren, so ist dies ein verwunderlicher Schluss. Eher ist die zuletzt gemeldete US-amerikanische Inflation (7 % im Dezember 2021) eine Vorschau auf das, was uns in naher Zukunft erwartet, mit der Maßgabe, dass es bei uns wahrscheinlich noch heftiger kommen wird. Jenseits des Atlantik, aber wegen der europäischen Einrichtung des Kurzarbeitergelds erst recht diesseits gilt, was Sinn[21] beschreibt: „Die Lager der Firmen sind leer, weil während der Pandemie so lange nicht gearbeitet werden konnte und auch weil das Kurzarbeitergeld für die Firmen und ihre Mitarbeiter einen Anreiz setzte, länger mit der Wiederaufnahme der Produktion zu warten, als es sonst der Fall gewesen wäre. Nur mit Mühe können die Firmen des verarbeitenden Gewerbes und im Bau nach dem Höhepunkt der Epidemie die Wünsche ihrer Kunden aus der schleppend bei ihren Lieferanten wieder aufgenommenen Produktion erfüllen. Die Lieferzeiten für industrielle Zwischenprodukte, die früher fünf Wochen betrugen, haben sich verdoppelt und verdreifacht." Eben das ist die inflationäre Lücke.

---

[19] Op. cit. S. 352. Vgl. ferner auch S. 153f. wegen der Ausgaben, die hier finanziert wurden, so zur Förderung der Wasserstoffwirtschaft, der künstlichen Intelligenz und der Quantentechnologie.
[20] Sinn op. cit. S 219ff.
[21] Op. cit. S. 354.

8. Wenn eine Inflation ein Weilchen im Gang ist, wird sie auf mehrerlei Weise zum Selbstläufer. Die relativ häufig diskutierte Lohn-Preis-Spirale ist nur einer dieser Mechanismen.[22] Wie dargestellt, waren es zunächst die Covid-Krise und die wirtschaftspolitische Reaktion auf sie, die eine inflationäre Lücke erzeugten, sobald das Angstsparen aufhörte. Das begann in Deutschland schon in der zweiten Jahreshälfte des Jahres 2020, weil Deutschland bei der ersten Welle glimpflich davongekommen war und sich Erfolge bei der Impfstoffentwicklung einstellten, die Aussichten auf ein Ende der Pandemie eröffneten. Für die Lücke sorgte nicht zuletzt der Umstand, dass durch die Kontaktbeschränkungen usw. ein Teil der Güter- und Dienstleistungsproduktion stillgelegt oder gedrosselt wurde, die Konsumnachfrage aber schon allein deswegen nicht in demselben Maße zurückging, weil die durch den Produktionsstop entfallenden Einkommen der Produzenten großenteils durch Einkommensersatzleistungen des Staates ausgeglichen wurden. Das Kurzarbeitergeld etwa wird oft dafür gerühmt, dass es den Unternehmen erleichtert, die Pandemie zu überleben, weil sie nach Wiedereröffnung auf ihre alte Belegschaft zurückgreifen können, aber dieser Vorteil hat die Kehrseite einer inflationären Lücke. Würden sich die freigesetzten Arbeitskräfte alsbald eine andere Arbeit suchen, träte die nicht auf, weil sie in dieser anderen Arbeit etwas produzieren würden. Der Koch und der Kellner, der in Kurzarbeit geht, produziert nach der Schließung des Restaurants hingegen erst einmal gar nichts. Er produziert nur wenig, wenn das Restaurant zwar geöffnet ist, aber kaum Kunden kommen. Sobald das Angstsparen nachließ, kam es überdies zu einem Nachholeffekt beim Konsum und zu einer Nachfrageverlagerung in Bereiche, die weiterhin produzieren und verkaufen konnten, also

---

[22] Über Sinn hinausgehend, ist dazu m.E. zu konstatieren: Dass die Lohn-Preis-Spirale (oder Preis-Lohn-Preis-Spirale) derzeit bei uns noch nicht statistisch nachweisbar ist, bedeutet nicht, dass sie nicht schon angelaufen ist. Das geschieht auf vielen Wegen, beispielsweise über Produktivitätseinbußen, die sich einstellen, wenn ein Arbeitgeber seine freien Stellen mit ungenügend qualifizierten Bewerbern besetzt, weil der Arbeitsmarkt leergefegt ist und er keine besseren bekommt. Die Produktivitätseinbußen führen zur Kostendruckinflation. Und wenn das nicht reichen sollte, um eine kraftvolle Lohn-Preis-Spirale in Gang zu setzen und auch die Gewerkschaften nicht aushelfen können, weil in den nächsten Monaten nicht genügend Tarifverträge kündbar werden, so ist doch „Abhilfe" in Sicht. Gemeint ist die Mindestlohnerhöhung auf 12 Euro. Die Kehrseite des Arguments, dass sie vielen Arbeitnehmern hilft, ist, dass sie in vielen Unternehmen die Kosten erhöht, zumal ihre Wirkungen über die unmittelbar betroffenen Mindestlohnempfänger weit hinausgehen. Die Erhöhung der Einstiegslöhne für geringqualifizierte Arbeitskräfte führt zur Erhöhung anderer Löhne. Wie sonst sollten die Unternehmen ihren Mitarbeitern Aufstiegsmöglichkeiten eröffnen und schmackhaft machen? Was auch immer man von der Mindestlohnerhöhung hält – inflationsförderlich ist sie auf jeden Fall.

beispielsweise zu den Möbeln. Da das Angebot in diesen Bereichen sich in der kurzen Frist nicht entsprechend ausweiten ließ, überstieg die Nachfrage das Angebot. Nach dem Ende der Pandemie und der Aufhebung aller Kontaktbeschränkungen wird sich diese inflationäre Lücke zwar (in Abhängigkeit von der Entwicklung in wichtigen Lieferländern wie China) allmählich wieder schließen, aber die zwischenzeitlich eingetretene Inflation sorgt dafür, dass sie gleich wieder zurückkehrt. Das liegt vor allem an den extrem niedrigen Zinsen. Bei Zinsen von null Prozent bewirkt bereits eine Inflation von 5 % realwirtschaftlich betrachtet ein rasches Dahinschwinden der finanziellen Ersparnisse. Da es aus der Perspektive des Durchschnittsbürgers an alternativen Anlagemöglichkeiten, die einen guten Inflationsschutz bieten, mangelt[23], ist der Kauf langlebiger Konsumgüter (Autos, Häuser, Möbel, Hardware usw.) der naheliegendste Weg, die eigenen Ersparnisse zu retten. Dieser Effekt stellt sich ein, sobald viele damit rechnen, dass die Inflation noch geraume Zeit über dem Zielwert von 2 % bleiben wird und die Zinsen nur langsam oder gar nicht steigen werden. Und eben dies dürfte in Deutschland heute von den meisten erwartet werden. Um einen echten Inflationsausgleich zu bieten, müssten die Zinsen sogar deutlich höher liegen als die Inflation, weil die meisten ihre Zinsen versteuern müssen und nur der Teil, der nach Steuern übrigbleibt, als Inflationsausgleich zur Verfügung steht.[24] Deswegen wird die inflationäre Lücke beispielsweise im Automobilsektor auch dann nicht verschwinden, wenn die Automobilindustrie ihre Kapazitäten wieder wird auslasten können, was im Jahr 2023 schon erreicht werden dürfte. Nachholeffekte kommen hinzu. Viele verschieben aktuell den Ankauf langlebiger Konsumgüter noch wegen mangelnder Verfügbarkeiten. Deswegen ist zu konstatieren: Eine kräftige Zinserhöhung wäre hier und jetzt nötig, um eine Selbstreproduktion der inflationären Lücke zu verhindern. Wenn die sinnsche Motiv-

---

[23] Anlageberater behaupten zwar, Aktien seien dafür gut geeignet, aber wenn dieser Rat von vielen angenommen würde, wäre das Angebot an Aktien völlig unzureichend – und das kann in der kurzen und mittleren Frist auch nur sehr begrenzt erweitert werden. Die Diskrepanz zwischen Angebot und Nachfrage würde die Kurse derart weit in die Höhe treiben – sofern das nicht schon längst geschehen ist – dass Aktien ganz gewiss keine gute Geldanlage mehr wären.

[24] Hier ist über Sinn hinausgehend zu erwähnen: Es verhält sich wesentlich anders als in der Inflation der 1970er Jahre, während derer es auf dem Papier des Gesetzbuchs zwar auch schon eine Versteuerungspflicht gab, aber die Finanzämter fast nichts unternahmen, um sie durchzusetzen und der Durchschnittsbürger daher seine Zinseinkünfte weitgehend verschwieg. Deswegen müssten für eine wirksame Inflationsbekämpfung die Zinsen heute sogar stärker steigen als damals.

vermutung stimmt, wird es zu dieser kräftigen, sofortigen Zinserhöhung in der Eurozone jedoch auf gar keinen Fall kommen. Die inflationäre Lücke öffnet sich im Bereich der langlebigen Konsumgüter und Bauleistungen, aber die Preiserhöhungen bleiben nicht auf sie beschränkt. Dieser Bereich ist ein großer Teil der Gesamtwirtschaft, der infolgedessen eine beachtliche Sogwirkung auf ihre anderen Teile ausübt. Durch die Abwanderung von Arbeitskräften in die boomenden Sektoren und Preiserhöhungen für Material und Vorprodukte, die auch im nichtboomenden Teil der Volkswirtschaft benötigt werden, breitet sich die Inflation als Kostendruckinflation in den letzteren aus.

9. Ein weiterer Effekt kommt zu dem dargestellten inflationstreibenden Zusammenhang hinzu: Solange die Zinsen auf Konsumentenkredite, also etwa Autokredite, erheblich geringer sind als die erwartete Inflation, ist ein derartiger Kredit zum Teil geschenktes Geld. Wer geschenktes Geld liegen lässt, ist ein Narr. Mit der Stabilisierung der Inflationserwartungen entsteht hier eine bedeutende Kreditnachfrage seitens derjenigen Leute, die zwar keine finanziellen Ersparnisse haben, die sie vor der Inflation retten wollen, aber kreditwürdig sind. Die Banken werden diese Kreditnachfrage mit dem größten Vergnügen befriedigen. In der Eurozone liegt ein gewaltiges unausgeschöpftes Kredit- und Geldschöpfungspotential bereit. Da ich dies bereits in meinem ersten Gutachten vom 9.10.2021 dargelegt habe, mögen hier einige Anmerkungen genügen. Die Zahlen von Sinn[25] zeigen die Größenordnung des hier schlummernden inflationären Potentials: Bei einer Rückkehr des Geld- und Kreditschöpfungsmultiplikators von derzeit nur 1,1 auf das vor der Finanzkrise von 2008 erreichte Niveau würde in der Eurozone eine zusätzliche kreditfinanzierte Nachfrage von ca. 20 000 Milliarden Euro entstehen. Da sich die jährliche Wirtschaftsleistung der Eurozone nur auf ca. 11 000 Milliarden Euro beläuft, müsste eine rasche Freisetzung dieses Potentials zwangsläufig zur galoppierenden Inflation führen. Sinn spricht deswegen von einem Pulverfass. Anders als bei einem Pulverfass explodiert zwar nicht der ganze Stoff binnen weniger Minuten, sondern das zieht sich eher einige Jahre lang hin, aber im Hinblick auf die Größenordnungen ist die Metapher nicht verkehrt. Ob es zur Explosion kommt, wird stark davon abhängen, ob die EZB mit ihren Leitzinsen (einschließlich den Zinsen auf die Einlagen

[25] Op. cit. S. 240.

der Banken bei ihr selbst) einem Anstieg der Kreditzinsen folgt oder dahinter zurückzubleiben versucht. Gefolgschaft widerspricht den fiskalischen Interessen der Südstaaten und Frankreichs, aber Nichtgefolgschaft führt zur Detonation des Fasses. Der Anstieg der Kreditzinsen ist weltweit im Gange und wird unweigerlich auf die Eurozone durchschlagen. Verhindern ließe sich dies nur per Unterbrechung des Kapitalverkehrs zwischen der Eurozone und dem Rest der Welt, eine gänzlich irreale Vorstellung.

10. Die theoretisch denkbare Alternative, das Pulverfass einfach wieder aus der Welt zu schaffen, besteht praktisch nicht. Dazu müsste die EZB die riesigen Bestände an Staatsschuldtiteln, die sie zusammengekauft hat, rasch wieder an die Märkte zurückgeben. Das würde ihre Kurse zusammenbrechen lassen und die Renditen in Größenordnungen treiben, die für die hochverschuldeten Länder jegliche Möglichkeit einer Neuverschuldung und einer Refinanzierung fällig werdender Schulden verbauen würde. Eine Staatsschuldenkrise wäre die Folge. Im Fall von Italien und erst recht von Griechenland käme dazu, dass es einen Zins, zu dem der Markt diese Schuldenvolumina aufzunehmen bereit wäre, wohl nicht gibt. Die Risikoprämie, die die Anleger verlangen würden, wäre so hoch, dass sie selbst wieder den Eintritt des Risikos zur Gewissheit machen würde. Ein Abbau des Pulverfasses ist allenfalls in Trippelschritten[26] realisierbar, die sich über viele Jahre hinziehen müssten. Umso dringender wäre es, damit anzufangen. Nach ihren derzeitigen Verlautbarungen will die EZB auf absehbare Zukunft damit aber nicht anfangen, sondern weitermachen wie gehabt. Wie Sinn ausführt[27], hat jegliche Erhöhung der Zinsen mindestens zwei gravierenden Verwerfungen zur Folge. Ein nicht unbeträchtlicher Teil der italienischen Banken kann nur deswegen ein ausreichendes Eigenkapital vorweisen, weil die EZB nach dem dritten Dammbruch die Zinsen auf italienische Staatsschuld noch einmal kräftig drücken konnte und die Kurswerte der früher ausgegebenen und deswegen höher verzinslichen Staatsschuldtitel dadurch gestiegen sind. Die Banken, die solche Papiere im Portfolio haben, haben einen Buchgewinn erzielt. Das ist zwar letztlich eine Luftbuchung, weil dieser Kursgewinn in dem Maße wieder verloren geht, wie das Fälligkeitsdatum der Schuld näher rückt, aber das hat diese Banken nicht daran gehindert, einen Teil dieser luftigen Gewinne sogar an ihre Aktionäre auszuschütten. Eine Zinserhöhung lässt die Kurse fallen, so dass diese

---

[26] Sinn spricht von homöopathischen Dosen. Vgl. Op. cit. S. 328.
[27] Op. cit. S. 319 und S. 324.

Banken ohne ausreichendes Eigenkapital dastehen und saniert oder geschlossen werden müssen. In Spanien ist es nach wie vor üblich, dass bei Immobiliarkrediten keine Zinsbindungen vereinbart werden, sondern die Zinsen flexibel den Marktzinsen folgen. Ein substantieller Anstieg dieser Zinsen würde viele Immobiliarkredite notleidend werden lassen – und mit ihnen vermutlich einen Teil der Banken, die diese Kredite vergeben haben. Diese Dilemmata und das Pulverfass sind die unangenehmen Folgen des Einstiegs in die Staatsfinanzierung, der oben nachgezeichnet wurde.[28] Man weiß schon seit dem 19. Jahrhundert, dass ein derartiger Einstieg die Notenbank daran hindert, wirksam ihrer eigentlichen Aufgabe nachzukommen – und deswegen besser unterbleiben sollte. Heute geht es nicht mehr darum, ob Inflation kommt oder nicht, sondern nur mehr darum, ob es eine kleine oder eine große werden wird. Letztere zu verhindern wird in der Eurozone nicht ohne schmerzhafte Eingriffe und gravierende Verwerfungen gelingen. Vorderhand gibt es keinen Grund zu der Hoffnung, dass die EZB dazu bereit sein könnte. Damit bestätigt sich die sinnsche Motivvermutung.

[28] Die EZB hat sich seit 1995 immer weiter in eine geradezu ausweglose Situation hineinmanövriert. Sie muss entweder die Inflation laufen lassen oder aber eine Banken- und Staatsschuldenkrise riskieren, die einen beträchtlichen Teil der Eurozone erfassen dürfte. Deutschland könnte allerdings verschont bleiben. Wenn diese Krise eintritt, wird sie in den betroffenen Ländern die Inflation mindestens bremsen und womöglich sogar ganz beenden, aber nicht in den verschonten. Die EZB muss also damit rechnen, dass beide Übel gleichzeitig auftreten, nur eben in unterschiedlichen Teilgebieten der Eurozone.