

Die Weltbank warnt vor einer globalen Stagflation

Es gibt heute viele Gemeinsamkeiten zur Erdölkrise der 1970er Jahre – aber auch einige fundamentale Unterschiede, stellt die Bank fest

THOMAS FUSTER

Die Weltbank tendiert in aller Regel nicht zu Alarmismus. Ihre Analysen sind zumeist in eher nüchternem Ton verfasst. Doch der momentanen Wirtschaftslage wird solche Unaufgeregtheit anscheinend nicht länger gerecht. Der jüngste Ausblick der Weltbank zur konjunkturellen Entwicklung wirkt jedenfalls beunruhigend. Von globaler Stagflation ist die Rede, von der stärksten Wachstumsverlangsamung seit achtzig Jahren und von fehlender Hoffnung auf Besserung in absehbarer Zukunft.

Eine «beträchtliche» Gefahr

Das globale Wachstum wird sich dieses Jahr laut Weltbank massiv abschwächen, und zwar von 5,7 Prozent (2021) auf 2,9 Prozent. Noch im Januar, also vor Ausbruch des Ukraine-Krieges, hatte die Weltbank ein Plus von 4,1 Prozent erwartet. Seither haben sich aber die Energie- und die Lebensmittelpreise stark verteuert. Verschärft haben sich auch die Lieferkettenprobleme aufgrund der Lockdowns in China. «Für viele Länder wird eine Rezession nur schwer zu vermeiden sein», meint der Weltbank-Präsident David Malpass.

Die Abschwächung des Wachstums paart sich mit einem steilen Anstieg der Inflation. Das weckt Erinnerungen an die 1970er Jahre, als sich die Weltwirtschaft letztmals konfrontiert sah mit einer Stagflation, also dem Zusammentreffen von Stagnation und Inflation. «Die Gefahr einer Stagflation ist heute beträchtlich», schreibt die Weltbank. Wobei die Gefahr globaler Natur sei, zumal das Muster schwachen Wachstums und hoher Teuerung rund um den Globus zu beobachten sei.

Muss sich die Welt auf eine Wiederholung der düsteren 1970er Jahre einstellen? Das Risiko scheint tatsächlich gross. Ein solches Szenario beunruhigt die Weltbank nicht zuletzt deshalb, weil die damalige Dekade für die wenig entwickelten Staaten, denen sich die Bank besonders verpflichtet fühlt, mit



Autofreie Sonntage, wie hier auf der Piazza del Duomo in Mailand im Jahr 1973, hatten wenigstens etwas Vergnügliches. GIORGIO LOTTI/GETTY

langanhaltenden Folgeschäden verbunden war. So führte die hohe Inflation zu starken Zinserhöhungen, was in hochverschuldeten Schwellen- und Entwicklungsländern in Finanzkrisen mündete.

Parallelen zu damals

Die Weltbank erkennt drei Parallelen zwischen heute und den 1970er Jahren: Als erste Gemeinsamkeit nennt sie das Problem von Angebotsschocks nach einer langen Periode mit sehr expansiver Geldpolitik. Diese Knappheiten betrafen damals wie heute primär Energiegüter und Nahrungsmittel. Und in beiden Perioden war im Vorfeld des

Schocks die Geldversorgung der Notenbanken derart grosszügig, dass die inflationsbereinigten Zinsen mehrere Jahre im negativen Bereich lagen.

Die zweite Parallele ist die Aussicht auf ein anhaltend schwaches Wachstum. So geht die Weltbank nicht davon aus, dass sich die Konjunktur rasch aufbaut. Für 2023 erwartet die Bank nur eine minimale Zunahme des globalen Wachstums auf 3 Prozent, zumal der Gegenwind in Form hoher Rohstoffpreise und einer straffen Geldpolitik anhalten werde. In den 2020er Jahren werde die Expansion daher kraftloser sein als in den 2010er Jahren – eine Abschwächung, wie sie auch in den 1970er Jahren zu beobachten war.

Als dritte Gemeinsamkeit sieht die Weltbank die hohe Verletzlichkeit der Schwellen- und Entwicklungsländer. Damals wie heute rangen und ringen sie mit einer hohen Verschuldung und angespannten Finanzlage. Viele einkommensschwache Staaten stehen am Rande des finanziellen Kollapses. Wenn nun die Zinsen deutlich anziehen, steigt die Gefahr, dass in Schwellenländern erneut eine Welle von Finanzkrisen ausgelöst wird, wie dies in den 1980er Jahren der Fall war.

Mehr Stabilität und Flexibilität

Doch laut einem Bonmot wiederholt sich die Geschichte nicht, sie reimt sich

nur. Die Weltbank erkennt daher neben dem heute stärkeren Dollar noch vier weitere Unterschiede zwischen den 1970er Jahren und heute.

So seien, erstens, die derzeitigen Ausschläge der Energie- und der Lebensmittelpreise niedriger als jene von vor einem halben Jahrhundert, als sich etwa der Erdölpreis allein zwischen 1973 und 1974 vervierfacht hatte. Heute ist der Erdölpreis «nur» rund doppelt so hoch wie Anfang 2021. Zweitens sind die Mandate der Notenbanken heute stärker auf das Ziel der Preisstabilität ausgerichtet als damals, als die Währungshüter vor allem auch die Beschäftigung anzukurbeln versuchten.

Eng damit verbunden zeigt sich die Weltbank, drittens, davon überzeugt, dass die Inflationserwartungen stabiler «verankert» sind. Hinzu kommt, viertens, dass die meisten Industrieländer flexibler auf Krisen reagieren können; so spielten etwa kollektive Lohnverhandlungen eine geringere Rolle als noch vor einigen Jahrzehnten.

Solche Unterschiede mögen zutreffend sein. Doch es ist auch eine Tatsache, dass dieser Tage in der Wirtschaftspolitik manche Sünde der Vergangenheit wiederholt wird. Das gilt auch für das Instrument der Preiskontrolle, welches derzeit in vielen Staaten im Kampf gegen die hohen Benzinpreise eine Renaissance erlebt. Solche Instrumente haben in den 1970er Jahren wenig zur Lösung des Inflationsproblems beigetragen, und sie werden es auch in Zukunft nicht tun.

Die Weltbank macht sich in ihrer Analyse denn auch stark für eine Politik, welche die Marktkräfte nicht durch Preiskontrollen, Subventionen oder Exportverbote auszuhebeln versucht. Solche Massnahmen verschlimmerten das Problem steigender Rohstoffpreise nur, heisst es aus Washington. In vielen Hauptstädten dürfte der Appell aber auf wenig Widerhall stossen. In Zeiten hoher Inflation ist die Verlockung für aktivistische Politiker zu gross, Preiserhöhungen bei einzelnen Gütern quasi per Dekret zu verbieten.

Bundesregierung und Bundestag stärken der EZB den Rücken

Berlin sieht im Fall der umstrittenen Anleihekäufe keine Kompetenzüberschreitung – Kläger legen in Karlsruhe nach

MICHAEL RASCH, FRANKFURT

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat gegen diverse Widerstände ihre Wertpapierkäufe zum regulären Instrument ihrer Politik gemacht. Trotz Einsprüchen, vor allem aus Deutschland, erwirbt sie seit 2015 nahezu durchgehend überwiegend Staatsanleihen der Euro-Mitgliedsländer in Billionenhöhe, um damit eine angebliche Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu beheben. Angenehmer Nebeneffekt: Die EZB senkt durch die Käufe die Refinanzierungskosten der Mitgliedstaaten. Dabei kann sich der EZB-Rat auf die Rückendeckung der Bundesregierung und des Deutschen Bundestages verlassen, wie Dokumente zeigen, die der NZZ exklusiv vorliegen.

Zwei Verfassungsbeschwerden

Beim Bundesverfassungsgericht in Karlsruhe gibt es derzeit zwei Klagen gegen das jüngste Kaufprogramm der EZB, das im Frühjahr 2020 aufgelegte Pandemie-Notfallanleihekupfprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme, Pepp). Dabei handelt es sich um eine Organklage der Bundestagsfraktion der AfD vom August 2020 sowie um eine Verfassungsbeschwerde vom März 2021 mit 17 Beschwerdeführern um den Prozessbevollmächtigten Markus C. Kerber.

Die Klagen richten sich zum Teil nicht nur gegen das Programm selbst, sondern auch gegen die Absenkung der Anforderungen an die bei der EZB zu

hinterlegenden Sicherheiten. Bundesregierung und Bundestag kommen aus Sicht der Kläger ihrer Integrationsverantwortung nicht nach, weil sie der Kompetenzüberschreitung der Notenbank nicht entgegenwirken. Im Mai 2020 hatte Karlsruhe das vorherige Kaufprogramm der EZB, das PSPP, für teilweise verfassungswidrig erklärt und damit für einen Paukenschlag gesorgt.

Die EZB hat nach Auffassung der Kläger den Bereich der Geldpolitik längst verlassen und betreibt Wirtschaftspolitik, die aber der Bundesregierung und dem Bundestag vorbehalten ist. Sie fordern deshalb von Karlsruhe, der Deutschen Bundesbank die Teilnahme an den Wertpapierkäufen zu untersagen. Die EZB hat die Käufe im Rahmen des Pepp zwar im März eingestellt, doch die Gelder aus fällig werdenden Anleihen sollen trotz dem zumindest vorläufigen Ende der Pandemie bis Ende 2024 reinvestiert werden.

In ihrer knapp 200-seitigen Stellungnahme zu den Verfassungsklagen vom 14. März teilt die Bundesregierung im Kern mit, dass sie das Pepp für konform mit dem EU-Recht hält und sie keine Kompetenzüberschreitungen der EZB sieht. Unter Abwägung aller Gesichtspunkte sprächen zumindest überaus gewichtige Argumente dafür, dass die EZB die Grenzen ihres geldpolitischen Mandats gewahrt habe und ihr deshalb keine verbotene monetäre Staatsfinanzierung vorzuwerfen sei. Die Bundesregierung übernimmt in dem Schriftsatz weitgehend die Argumentation der EZB und sieht ferner keine Verschie-

bung der Kompetenzen zwischen der EU und ihren Mitgliedstaaten.

EZB finanziert Euro-Länder

Aus Sicht des Bundestages ist die Verfassungsbeschwerde sogar unzulässig, wie es in der etwa 80-seitigen Stellungnahme vom 25. Februar heisst. Mögliche Verletzungen der Verfassungsrechte seien nicht substantiiert von den Klägern dargelegt worden. Der Bundestag habe die Einrichtung und Durchführung des Pepp in allen Phasen beobachtet. Aus seiner Warte sei kein Darlehens-, Gewichtung- und Abwägungsmangel ersichtlich. Das Gleiche gelte für eine offensichtliche, strukturell bedeutsame Kompetenzverletzung.

Dass es der EZB bei ihren Wertpapierkäufen nur um Geldpolitik geht, ist inzwischen selbst für wohlwollende Beobachter immer weniger glaubwürdig. Die Inflation im Euro-Raum liegt seit Monaten erheblich über dem Ziel der EZB von mittelfristig zwei Prozent. Im Mai erreichte die Teuerung in der Euro-Zone, angetrieben von den laufenden elektronischen Notenpressen, der Wirtschaftserholung nach der Pandemie, den Störungen in den globalen Lieferketten sowie den durch den Ukraine-Krieg noch forcierten Energiepreisanstieg, nach ersten Schätzungen bei satten 8,1 Prozent. In einigen Mitgliedstaaten ist die Inflation längst zweistellig, in Estland liegt sie sogar bei über 20 Prozent.

Dennoch hält die EZB bisher an ihren Negativzinsen fest und erwirbt

weiterhin monatlich Staatsanleihen im Rahmen des Allgemeinen Kaufprogramms (APP). Die Notenbank hat in den letzten Jahren Wertpapiere in Höhe von rund fünf Billionen Euro gekauft, davon über 1,7 Billionen Euro im Rahmen des Pepp. Damit hat sie zeitweise faktisch die gesamte Netto-Neverschuldung der Euro-Länder finanziert. Die Regierung und der Bundestag schauen dem Treiben zu, wohl auch, weil eine Einmischung der Politik in die Geldpolitik traditionell verpönt ist.

Diese Entwicklung gibt den Klägern in ihrer Argumentation erheblichen Rückenwind, weshalb die Gruppe um den Juristen und Finanzwissenschaftler Kerber jüngst in Karlsruhe mit neuen Schriftsätzen nachgelegte – auch in Reaktion auf die Stellungnahmen von Bundesregierung und Bundestag. Darin ortet Kerber «das faktisch von der EZB organisierte Ende des Maastricht-Vertrages», dessen Einhaltung das Bundesverfassungsgericht ausweislich eines Urteils vom 12. Oktober 1993 gefordert habe.

Aus Sicht der Kläger beweist das Verhalten der EZB in den vergangenen Monaten ihren irreversiblen Abschied vom Mandat der Preisstabilität. Die Notenbank weigere sich, zinspolitisch gegen die Inflation vorzugehen, die sie mit der Initiierung des Pepp mitverursacht habe. Damit verletze sie nicht nur ihre Pflichten, sondern verändere «radikal und irreversibel die Struktur der Europäischen Währungsunion» samt der Zuordnung der Kompetenzen und Zuständigkeiten auf verschiedene

Organe. Die EZB wiederum verteidigte ihre Politik bisher stets mit dem Argument, sie strebe Preisstabilität auf mittlere Frist an und rechne für 2023 und 2024 mit einer Rückkehr der Inflation zum Zwei-Prozent-Ziel.

In einem von Kerber eingeholten Gutachten von Bruno Schönfelder, einem emeritierten Professor für Allgemeine Volkswirtschaftslehre an der TU Bergakademie Freiberg, wirft dieser der EZB vor, die Inflation mit dem Hinweis auf die eigenen Prognosen herunterzuspielen – so als ob sie dazu angehalten sei, diese Prognosen als unumstössliche Wahrheit zu behandeln, um darauf ihre Geldpolitik aufzubauen.

Neues Kaufprogramm?

Wie auch immer, gemessen an den jüngsten Äusserungen von Präsidentin Christine Lagarde und anderen Ratsmitgliedern dürfte die EZB angesichts der massiven Inflation im Juli ihre Anleihekäufe im Rahmen des APP einstellen. Ausserdem könnte sie im zweiten Halbjahr die Zinswende einleiten und die Zinsen von derzeit –0,5 Prozent wieder in den positiven Bereich erhöhen. Gleichwohl dürfte sich das Problem der Wertpapierkäufe nicht erledigen.

Seit Wochen gibt es an den Finanzmärkten Gerüchte, wonach die EZB an einem neuen Kaufprogramm arbeite, um gegebenenfalls aus ihrer Sicht zu stark steigende Zinssätze für Staatsanleihen der Mitgliedsländer zu dämpfen oder gar zu kontrollieren – Anleihekäufe für immer und ewig?