

Das gescheiterte Großexperiment der EZB – und was jetzt?

Ein Diskussionsbeitrag von Mitgliedern des Aktionskreises Stabiles Geld:

- **Andrea Gubitz, Thomas Jost, Franz Seitz, Karl-Heinz Tödter,
Gerhard Ziebarth -**

Im Juli d. J. ist es nun soweit! Mit viel publizistischem Getöse und medialer Begleitung hat die EZB bzw. das Eurosystem im Juni eine vorsichtige Erhöhung ihrer Leitzinsen angekündigt. Nach dem Auslaufen ihres Ankaufprogramms PEPP im März sollen zudem Ende Juni die Nettokäufe aus dem APP-Paket eingestellt werden. Die Leitzinsen werden um 25 Basispunkte angehoben. **Dabei handelt es sich um die erste Zinserhöhung seit über 10 Jahren.**

In den Kommentaren ist viel von „**Zeitenwende**“ die Rede, und für viele Kurzzeitgedächtnis-Experten wird der Zinsbeschluss eine „Premiere“ bedeuten, operiert doch die EZB bereits seit 2008 in immer stärkerem Maße im Dauerkrisenmodus. Bereits jetzt werden indes die gestiegenen Kapitalmarktrenditen und Zinsaufschläge z.B. für italienische Staatsanleihen von der EZB als Hinweis für ein krisenverschärfendes „Overshooting“ bzw. eine „bedrohliche Markt-Segmentierung“ ihrer neuen Ausrichtung interpretiert.

Was ist von einem derartigen Kurswechsel zu halten?

Wie ist die jetzige neue Lage wirkungsanalytisch einzuordnen?

Welche Implikationen ergeben sich in Bezug auf den sich abzeichnenden neuen Policy-mix im Euroraum?

I. Die „neue“ Problemlage der EZB – das Inflationsphänomen

Mit dem **offiziellen Regimewechsel** der EZB im **Juli 2021** hin zu einem „**inflation targeting**“ und der damit verbundenen Ankündigung eines „**symmetrischen Inflationsziels**“ von **2 % p.a. in Verbindung mit einem nach oben verschobenen, aber unbestimmten Toleranzband** nach oben hatte sich die EZB bereits mehr Handlungsspielraum für eine Fortsetzung ihrer Ultra-Niedrigzinspolitik auch im Fall höherer Inflationsraten verschafft. Diese **neue Strategie** bestimmte auch bis zuletzt die **Grundlinie ihrer Interpretation** des Inflationsgeschehens in den EWU-Ländern. Dass die durchschnittliche Inflationsrate im Euroraum, gemessen an der konventionellen aggregierten HVPI-Vorjahresrate, rasch die 2%-Marke überschritt, kam sicherlich überraschend, veranlasste aber die EZB flugs zu einer beschwichtigenden **Abwehrreaktion**. So wurde von offizieller Seite von nicht-monetären Schocks gesprochen, was einer Exkulpation fürs Nichtstun Vorschub leistete. Eine derartige „Entschuldigung“ taugt freilich nicht für ein „benign neglect“, entspricht aber der gängigen **asymmetrischen EZB-Politik**, auf angebliche Deflationsrisiken „entschlossen“ zu reagieren und die untrüglichen Warnzeichen für Inflationsrisiken kleinzureden oder gar zu leugnen.

II. Die EZB-Inflationsprognose vom März 2022: Mehr Tautologie als Ökonomie

Eine in jedweder Weise deutliche Sprache findet sich in den „**Accounts**“ zur **EZB-Ratssitzung vom 9./10. März 2022**, die gleichsam als Prototyp eine „annahmengetriebene“ Inflationsprognose beinhaltet, die zudem als Grundlage für die geldpolitischen Entscheidungen im März gemacht wurde (Hervorh. d. Verf.):

„Des Weiteren führte Herr **Lane** aus, dass die **Projektion für die HVPI-Inflation vom März auf der Annahme** beruhe, dass es sich beim **Energiepreisschock** um einen **Niveaueffekt** handele, der nicht

anhalten werde. **Diese Annahme gelte auch für die Lieferengpässe.** Diese führten ebenfalls zu einem **Niveaueffekt**, der aber **keine dauerhafte Inflationsquelle** darstelle. Daher habe die hohe Teuerungsrate bei Waren vorübergehende Ursachen. **Sobald diese Schocks verschwinden würden, dürfte die Inflation zurückgehen.“**

Eine Notenbank wie die EZB, die **direktes (einstufiges) inflation targeting** betreibt, ist zweifellos auf modellgestützte Inflationsprognosen und einen konsistenten Satz von Indikatoren angewiesen. Damit ist diese Strategie überaus anspruchsvoll im Hinblick auf das **notwendige Wissen über den monetären Transmissionsprozess** und in mehrfacher Weise fehleranfällig. Dieser Bedingtheitscharakter verlangt deshalb, dass **Risikoszenarien** einen besonderen Stellenwert erhalten und nicht nur Punktprognosen im Vordergrund der Kommunikation stehen. Wer aber im Annahmekatalog, wie oben geschehen, den vermeintlich temporären und begrenzten Einfluss von preisrelevanten Schocks betont und diese nur im Verantwortungsbereich außerhalb der Notenbank verortet, wird dem stabilitätspolitischen Auftrag und den Anforderungen des inflation targeting nicht gerecht. Am Ende steht dann eine **klassische Fehlsteuerung** mit hohen volkswirtschaftlichen Kosten.

III. Starker Bias in der Lagebeurteilung und Risikoeinschätzung

Es ist bezeichnend, dass die EZB in ihrer Lagebeurteilung die Zunahme der Inflationsrate nicht als ein aufziehendes Dilemma betrachtet, sondern als gewünschten **Konvergenzprozess hin zu ihrer „optimalen“ Inflationsrate** (vgl. Lagarde, 2021). Die auch von der EZB nicht geleugneten Aufwärtsrisiken werden als temporäre, exogene Preisniveauschocks interpretiert, die in der Summe als konsistent mit dem mittelfristigen Inflationsziel angesehen werden.

Eine eigentlich angezeigte Risikoanalyse (Stichwort „tail risks“) in Bezug auf die Preisniveaustabilität wird mit den Schlagwörtern „**optionality, gradualism and flexibility**“ eingehegt, so dass eine hinreichende **Immunisierung** möglich ist, die im Übrigen auch noch in vielfältiger Weise konditioniert ist: „... we must continually focus that policy is transmitted evenly to all parts of the euro area“ (Lagarde, 2021).

Wohin eine derartige **Politik des „wait and see“** führt, hat O. Issing klar formuliert:

„ Until the end of last year, the European Central Bank (ECB) even went so far as to announce that sooner rather than later it would once again be faced with a situation of too low inflation, predicting that the rates fall below its 2% target. – probably one of the biggest forecasting mistakes made since the 1970s.

But the ECB has significantly underestimated inflation since mid-2021, and even before the Russian attack on Ukraine had to revise its inflation assessment upwards several times. And the problem of this underestimation has a deeper source, largely ignoring that traditional models are incapable of accounting for substantial structural changes.“ (Issing, 2022).

Das hier nur in Kürze dargestellte Argumentationsmuster der EZB hält bekanntlich schon seit längerem einer kritischen Betrachtung nicht stand (vgl. Hannoun, Issing, Liebscher, Schlesinger, Stark, Wellink 2019 sowie Sinn, 2021(a) und 2021 (b)). Auffallend bei der offiziellen Kommunikation der EZB ist die gängige Vermengung von Fragen der Preisstabilität mit der Finanzmarktstabilität. Mittels eines Kunstgriffs, Verweis auf den allgegenwärtigen gestörten **monetären Transmissionsmechanismus**, wird einmal das Deflationsrisiko beschworen, ein anderes Mal die Fragmentierungsprobleme in der EWU oder eine angebliche Dysfunktionalität der Finanzmärkte. Die

klassischen Erkenntnisse der Preisanalyse bleiben bei dieser „**Hintertürpolitik**“ ausgeblendet. Dabei ist es sicherlich keine neue Einsicht, dass der Hinweis auf exogene Inflationsursachen nicht weiterhilft und als Ausrede für eine Politik des Nichtstuns nicht taugt.

Es entspricht der **markt- und preistheoretischen Logik**, dass inflatorische Prozesse in aller Regel am Anfang „nur“ mit **Veränderungen relativer Preise** z.B. auf den internationalen Rohstoffmärkten bestimmter Gütergruppen oder Sektoren verbunden sind. Dies darf aber keineswegs dazu verleiten, eine allgemeine Inflationsgefahr, ausgelöst z.B. durch verschlechterte Terms of Trade, mit dem Hilfsargument idiosynkratischer Faktoren zu relativieren. Angesichts der bestehenden Preisrigiditäten nach unten kann sich ein solcher **Primärimpuls** je nach Schockgröße auch rasch im inländischen Preisniveau niederschlagen, zumal, wenn sich die betroffenen Wertschöpfungsketten auf den vorgelagerten Wirtschaftsstufen relativ nahe an der Endnachfrage bzw. der Verbraucherstufe befinden. Deshalb kommt in der zweiten Phase der Dynamik der **zeitverzögerten Durchlaufeffekte** eine entscheidende Rolle zu.

„Der akute Anlass ist die Verknappung von Vorprodukten für die Industrieproduktion, zum Beispiel Mikrochips, die wegen der Pandemie und damit gekoppelten Verwerfungen der Lieferketten fehlen. Die Firmen haben noch nie so stark geklagt. Der Preis für Energie steigt ebenfalls und Rohstoffe wie Aluminium werden wegen der Sanktionen gegen Russland teurer. Wir haben zu viel Nachfrage im System, während das Angebot niedrig ist.“ (Sinn, 2022).

Im Hinblick auf den Persistenzgrad und die damit angesprochenen **Zweitrundeneffekte** spielen makroökonomische Rahmenbedingungen eine ausschlaggebende Rolle und hier namentlich die zyklische Ausgangslage, der **monetary stance und der fiscal stance**. In der aktuellen Situation waren, daran gemessen, viele

Warnhinweise vorhanden, die nur eine „einäugige“ Notenbank übersehen konnte (vgl. hierzu im Einzelnen Carstens, 2022).

Die aktuellen **Lohnforderungen** in Deutschland, z.B. der IG-Metall von 8%, lassen keinen Zweifel aufkommen, dass der **inflationsbedingte Verteilungskampf** bereits die Tarifpolitik erreicht hat.

Die **Wahrnehmungsebene** der Inflationsbetroffenen kommt ebenfalls ins Spiel, da der Ruf nach **staatlicher Kompensation** der tatsächlichen oder gefühlten inflationsbedingten Einkommens- und Vermögensverluste nur allzu rasch mit einer „**Gerechtigkeitsdebatte**“ vermengt wird. Dass Inflation eine sehr schädliche Steuer auch unter sozialpolitischen Kriterien ist, gehört zum festen Kanon der Stabilitätspolitik. Neu an der jetzigen Debatte ist, dass hier die nationalen **Finanzpolitiken als Adressaten** auftauchen, während die Notenbank als Hauptverantwortliche nicht im Kreuzfeuer steht. Das bedeutet ein Kurieren an Symptomen, ohne die letztlichen Ursachen anzugehen.

IV. Die geldpolitische Ausgangslage im Sommer 2022: der „monetary stance“ und die Neutralitätslinie

Bei den aktuellen Kommentaren wird praktisch flächendeckend ein **schlichter Vorher-Nachher-Vergleich** angestellt, der zudem fast ausschließlich die Notenbankzinsen betont. Für die relevante Frage nach dem gegenwärtigen „monetary stance“ und dem **Wirkungsgrad der Geldpolitik** ist allerdings eine derartige Perspektive unangebracht, da viel zu eng und theorielos.

Eine sachlich gebotene Einordnung und Beurteilung verlangen indes

- die Bestimmung eines **Messkonzepts**,
- die Festlegung einer entsprechenden **Neutralitätslinie**,

- die **Einbeziehung aller Maßnahmen**, die den Expansionsgrad bestimmen und
- die Bestimmung des **dauerhaften (nachhaltigen) Wirkungsgrades** anhand des primären geldpolitischen Ziels der Preisstabilität bzw. des Erhalts der Kaufkraft des Euro.

Für die EZB-Politik ist damit ein Ansatz zu wählen, der neben den **zinspolitischen Instrumenten** auch die Maßnahmenpakete der **qualitativen und quantitativen Lockerung (QE I und QE II)** erfasst einschließlich der **forward guidance**-Kommunikation.

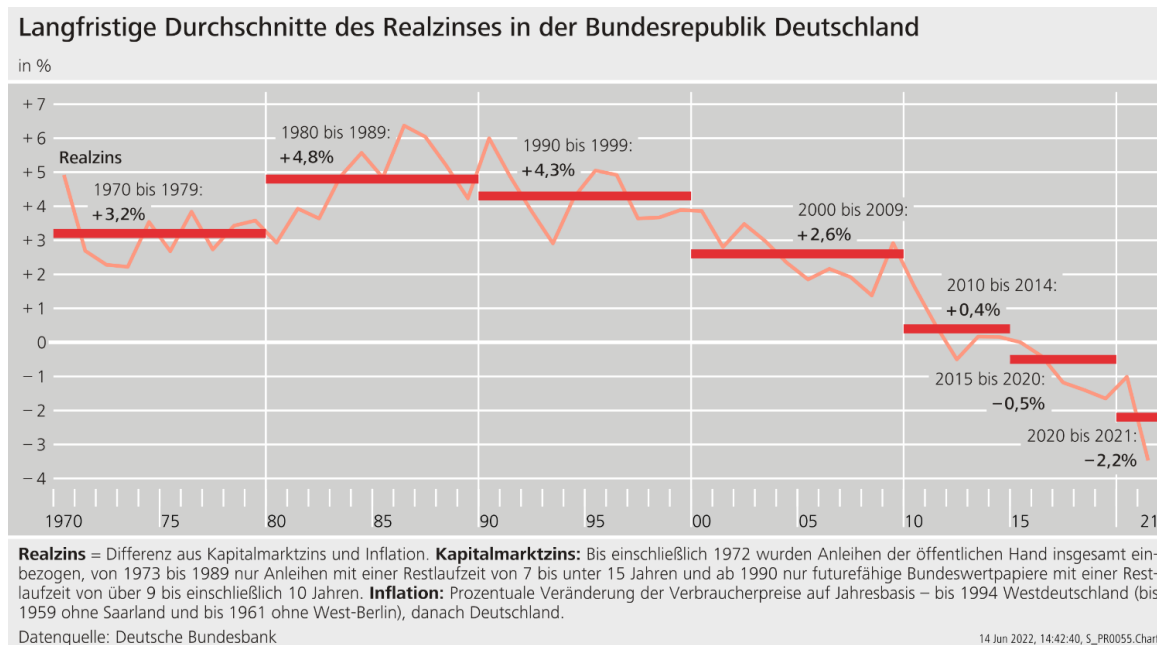
Bei dieser Betrachtung wird man unschwer erkennen, dass sich der **Expansionsgrad der EZB-Politik auf einem Allzeithoch** befindet. Auch wenn es sehr schwierig sein dürfte, die verschiedenen Maßnahmenpakete auf einen einheitlichen Numéraire zu transformieren, zeigen das aufgeblähte Bilanzbild des Eurosystems (einschl. exorbitant hoher Geldbasis und strukturellem Liquiditätsüberschuss) sowie der zu einem Floor-Konzept degradierte Zinskorridor der EZB und die vielfach aufgeweichten Anspruchsvoraussetzungen im collateral framework nebst der sehr langen Laufzeiten der großvolumigen Refinanzierungsoperationen in die gleiche Richtung.

An dieser **Grundkonstellation** werden auch mehrere Trippelschritte bei den Notenbankzinsen sowie das Ende der Nettokäufe in den Ankaufprogrammen nichts ändern. Der **Expansionsgrad auf der operativen Ebene** wird freilich in der Zukunft etwas nachlassen, aber von einer Straffung der Geldpolitik oder einem Kurswechsel zu sprechen, hieße, nur auf die Veränderung in der Zeit zu schauen und die Neutralitätsfrage und damit das kritische Ausgangsniveau einer geldpolitischen Grundausrichtung auszuklammern.

Nicht zuletzt der Blick auf die **ex post Realzinsen** (vgl. Schaubild 1) zeigt, dass es gegenwärtig im Hinblick auf die **wohlfahrtsrelevante Wirkungsebene** nicht nur um die **Kaufkraft der Konsumenten**, sondern auch um die **Kaufkraft der Sparer schlechter bestellt ist als**

je zuvor. Bei Letzteren wirkt nun beides stärker denn je zusammen, ein ultra-niedriger Nominalzins und die hohe HVPI-Inflationsrate.

Schaubild 1



Der Inflationsdruck wird effektiv noch weiter steigen.

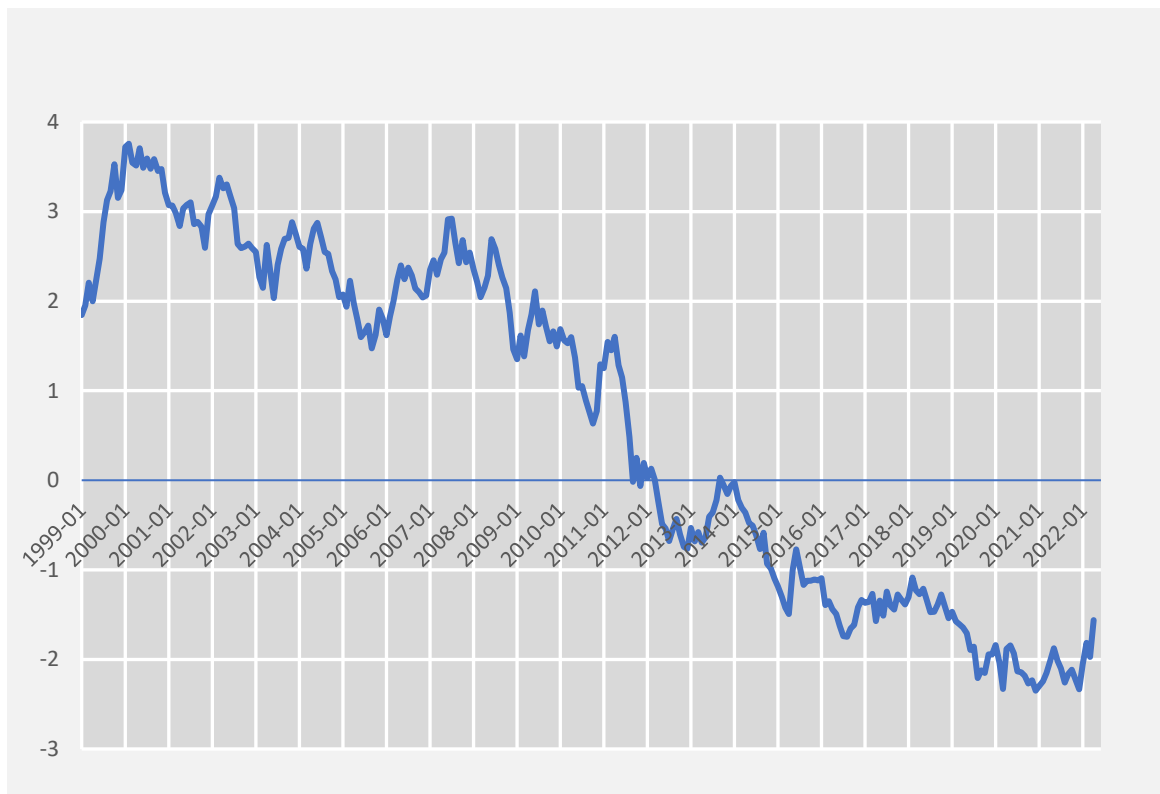
Die Kaufkraft des Geldes wird nämlich derzeit gleich von zwei Seiten stark in Mitleidenschaft gezogen:

1. der zunehmenden Verteuerung von Konsumgütern,
2. dem anhaltend ultra-niedrigen Zinsniveau.

Wie gravierend die Perspektiven sich verschlechtert haben, belegen Berechnungen der Deutschen Bundesbank zu den **ex ante Realzinsen** (Schaubild 2). Danach ist davon auszugehen, dass die historisch niedrigen Kapitalmarktzinsen für Staatsanleihen nicht einmal längerfristig annähernd ausreichen für einen Inflationsausgleich. Das Ergebnis sind stark negative Realzinsen in den kommenden Jahren und aufgrund der Benchmark-Funktion von Bundesanleihen eine noch größere **Vernichtung von Geldvermögen**.

Schaubild 2

Erwartete Realzinsen in Deutschland



Berechnet aus den Umlaufrenditen von Bundeswertpapieren mit 10-jähriger Restlaufzeit und aus gewichteten Inflationserwartungen (Consensus Forecast), Quelle: Deutsche Bundesbank

Angeichts der überaus geringen und obendrein sehr unsicheren Zinselastizität der Investitionen ist davon auszugehen, dass diesem Verlust auf gesamtwirtschaftlicher Ebene **keine auch nur ansatzweise vergleichbare induzierte Sachkapitalbildung** gegenübersteht.

Festzuhalten bleibt auch: Der konventionell gemessene Kaufkraftverlust mittels eines HVPI-Konzepts leidet zunehmend an einem „missing goods bias“. Die amtliche Preisstatistik erfasst nämlich nur den Kaufkraftverlust der Konsumenten, nicht aber den großen Teil des Kaufkraftverlustes der Sparer einschließlich der zukünftigen Betriebsrentner sowie Selbständigen mit ihrer

kapitalgedeckten Altersvorsorge (vgl. hierzu im einzelnen Tödter/Ziebarth, 2021).

V. Der neue Policy-mix in der EWU

In der aktuellen Inflationsdiskussion auf nationaler Ebene wird erstaunlicherweise weitaus weniger die Geldpolitik kritisch beurteilt, sondern es wird rasch nach fiskalischer Kompensation gerufen. Die Finanzierungsfrage für die Finanzpolitik bleibt indes unbeantwortet. So hat man sich offensichtlich schon vielerorts daran gewöhnt, dass es letztlich immer eine geräuschlose und vermeintlich schmerzfreie, da aus fiskalischer Sicht kostenlose Form der **Monetisierung öffentlicher Schulden** gibt.

Die **spezifische fiskalische Dominanz** hat damit eine neue Dimension erreicht und den Policy-mix neu definiert. Das ordnungspolitische Gerüst der Währungsunion in Europa wird damit mit dem Segen der Geldpolitik endgültig ad acta gelegt:

Inflation wird nicht mehr vermieden, sondern als **verteilungspolitische Kompensationsaufgabe der nationalen Finanzpolitiken** betrachtet. Die EZB kann sich dann voll auf die Finanzierungsaufgabe konzentrieren. Die konfuse und blamable Kontroverse um den „Tankrabatt“ und die „Abschöpfung von Übergewinnen“ zeigt nur allzu deutlich, in welches **ordnungspolitische Nirwana** Deutschland und Europa derzeit steuern.

Verkehrte Welt: Die EZB sorgt weiter für eine billige Finanzierung der Budgetdefizite sowie eine kostenfreie Refinanzierung der hohen Staatsschulden, und die Regierungen kümmern sich um den von ihr bestimmten sozialen Ausgleich.

Frankfurt am Main, im Juni 2022

Literatur

Carstens, A. (2022): The return of inflation, Speech; Geneva, 5 April 2022.

Deutsche Bundesbank (2022): Kapitalmarktstatistik, Zinssätze und Renditen.

ECB (2022): Sitzung am 9.-10. März 2022. Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank in Frankfurt am Main am Mittwoch und Donnerstag, 9.-10. März 2022; veröffentlicht am 7. April 2022 (Zitat auf S. 7 gemäß der Übersetzung der Deutschen Bundesbank).

Hannoun, H., u.a. (2019): Memorandum on the ECB's Monetary Policy, 04. October 2019.

Issing, O. (2022): The European Central Bank – Still Waiting for Godot?; erschienen am 24. Mai 2022 in: Politico.

Lagarde, Ch. (2021): Monetary policy in an uncertain world; Speech at „The ECB and Its Watchers XXII Conference“.

Sinn, H.-W. (2021, (a)): Die wundersame Geldvermehrung: Staatsverschuldung, Negativzinsen, Inflation.

Ders. (2021, (b)): Kommt jetzt die Inflation?; Weihnachtsvorlesung 2021.

Ders. (2022): Die neue Inflation; Interview zur Vorlesung am 10. März 2022 an der Österreichischen Akademie der Wissenschaften.

Tödter, K.-H., Ziebarth, G. (2021): Lifetime Cost of Living and Effective Prices: Theory and Evidence for Germany, in: Journal of Economics and Statistics, Vol. 241(1), pp. 29-69.