

Geldpolitik der EZB in der Kontroverse: *Der Irrtum von der Inflationsrakete mit dem Zwei-Stufen-Antrieb*

(Stand 4. 11. 2022)

Rudolf Hickel

Die Themen:

1. Versuch einer Einordnung: Die mittel- und längerfristigen Ursachen der Inflation
2. Importierte Angebotsinflation
3. Der Irrtum von der Inflationsrakete mit dem Zwei-Stufen-Antrieb: Folgt die Angebotsinflation die klassische Nachfrageinflation
4. Verlierer / Gewinner der Geldpolitik
5. Immerhin Einschränkung der Übergewinne aus EZB-Geschäften für Banken
6. Wirtschaftsabschwung als Kollateralschaden der Geldpolitik nicht hinnehmbar
7. Der wenig überzeugende „Kunst des Erwartungsmanagements“ der EZB

1

Einordnung der aktuellen Inflation: Was sind die kurz- und längerfristigen Einflüsse auf die Inflation?

- 1. Kurz- und mittelfristig hohe importierte Preise für fossile Energie / Lebensmittel nicht nur durch den Krieg Putins in der Ukraine**
- 2. Inflationsbeschleunigende Lieferkettenstörungen** (*Krise der Globalisierung*)
- 3. Globalisierung monopolistischer Marktmacht treibt die Greedflation**
(*Vor allem in den USA, steigende Marktmacht ermöglicht Preisaufschläge und damit wird Inflation auch durch Profitexpansion getrieben*)
- 4. Preistreibende Spekulationsgeschäfte mit Waren auf den Finanzmärkten**
- 5. Regulatorisch gewollte faire Preise auf allen Ebenen der weltweiten Wertschöpfungskette** (*gegen Ausbeutungslöhne und Umweltignoranz; Lieferkettengesetz*)
- 6. Ökologisch wahre Preise durch Internalisierung der Umweltkosten: *Greenflation***
Sozialer Ausgleich: Klimabonus

2

Der Theorienstreit über den aktuellen Inflationsschub:

Importierte Angebotspreis-Inflation gegenüber hausgemachter Übernachfrage

1. Das neoklassisch-monetaristische Dogma: Gesamtwirtschaftlicher Nachfragepush (-überhang) überfordert Angebot führt zu Preissteigerungen mit folgenden Forderungen

- * vor allem kreditfinanzierte Staatsausgaben: Rückzug des Staates
- * Expansive Lohnpolitik: Lohndisziplin
- * Monetäre Unterstützung durch Schwemme billigen Geldes

2. Die makroökonomische Aktualität: Durch importierte Preise getriebene Angebotsinflation

- * Nachfrage stößt auf überteuertes Angebot → Krise → Nachfrage sinkt (Rezession)
- * Zur Kostenüberwälzung kein Preiserhöhungsspielraum
- * Importierte Angebotspreise nicht durch staatliche Einsparpolitik und Zinswende beeinflussbar

3. EZB-Fehlkonstruktion Inflationsrakete mit Zwei-Stufen-Antrieb: Erste Stufe Angebotsinflation, dann zweite Stufe im Zuge der Überwälzung Nachfrageüberschuss-Inflation:

Nachfrageüberhang durch staatliche Rettungsprogramme und expansive Lohnpolitik, die geldpolitisch diszipliniert werden soll, aber den Wirtschaftsabschwung forciert.

Die sog. „Hallraum-Inflation“ (Martin Werding, Mitglied des SVR) – **wenig erklärungsrelevant!**

3

Importierte Angebotsinflation vor allem über den Preistreiber Energie

(für Aug. bzw. Sept. 2022/2021)

Energie-Einfuhrpreise → Energiepreise bei Erzeugern gewerblicher Produkte
→ plus Energiepreise privater Haushalte im Verbraucherpreisindex (VPI)

1. Index der Einfuhrpreise : ENERGIE (Aug.) (Daten liegen nur vor bis August 2021/2022)	162,4 %
2. Index der Erzeugerpreise gewerblicher Produkte (Inlandsabsatz) ENERGIE (Sept.) (noch nicht voll überwälzt; Inflationspotenzial und/oder Anlass, höhere Preise durchzusetzen)	132,2 % Gas +192,4% / Strom +158,3%
3. Haushaltsenergie im Verbraucherpreisindex (Sept.) (Strom/Gas/andere Brennstoffe, 6,882% am Warenkorb)	51,8 %

4

3. Quo vadis Geldpolitik?

Das Drama: **Machtvolle Machtlosigkeit der EZB!**

Der Glaubenssatz der Zinswende:

Dem Energiepreisschock folgt eine hausgemachte Überschussnachfrage-Inflation (Zweitrundeneffekt).

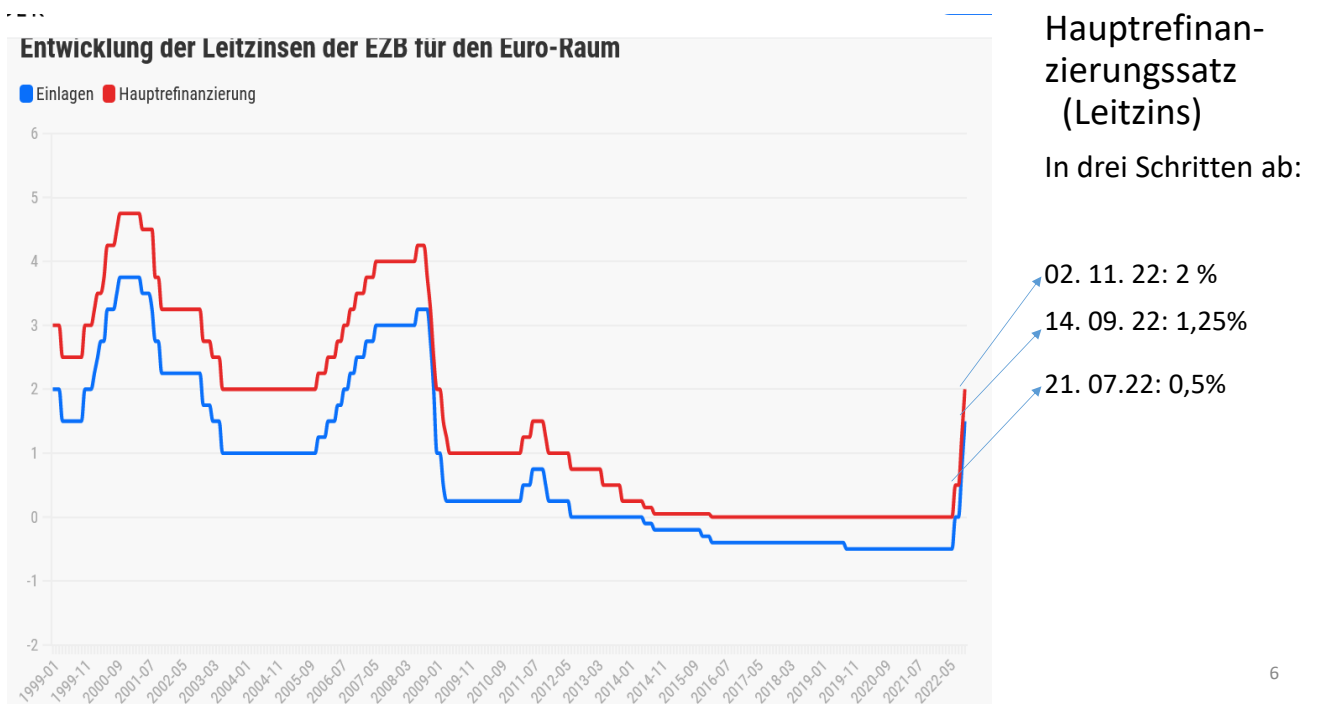
Dagegen die Zinswende mit dem Ziel, Preis für Notenbankgeld erhöhen und Geldmenge reduzieren:

1. Durch **Zinserhöhungen Kredite verteuern** und die **Nachfrage dämpfen** ; **Spielraum für die Überwälzungsstrategien der Firmen** und die **Inflation** begrenzen.
2. Zur Zinserhöhung dazu: **Stopp des Ankaufs von Vermögenswerten (APP) und Pandemie-Notfallkaufprogramm (PEPP) von Banken**



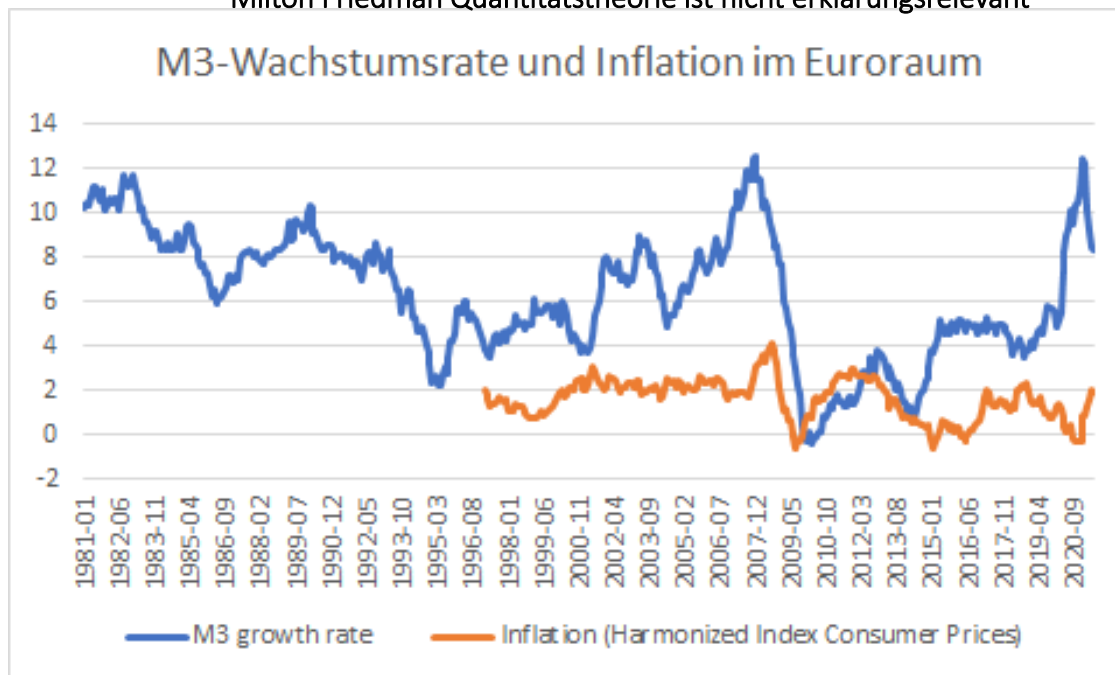
5

Erhöhung der Leitzinsen in drei Schritten



6

Der Grundirrtum: Massiv ausgeweitete Geldmenge hat nicht die Inflation forciert!
Milton Friedman Quantitätstheorie ist nicht erklärungsrelevant



Quelle: Peter Bofinger @PeterBofinger 30. Juli 2021

„Der Anstieg der Geldmenge M3 im Euroraum ist zwar weiterhin hoch, aber im längerfristigen Vergleich nicht ungewöhnlich. Zudem ist ein Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation nicht zu erkennen.“

7

Theoretisch und empirisch widerlegt: Die Expansion der Geldmenge treibt nicht die Inflation in der Eurozone

Trugschluss: Post hoc ergo propter hoc (Danach also deswegen-Scheinkorrelation)

Im Trend ist seit 2012 die Geldmenge (M3) in der Eurozone zu deren Stabilisierung durch die EZB-Politik massiv ausgeweitet worden.

Allerdings ist dadurch keine Inflation ausgelöst worden.

Die Inflationsrate (HVPI) entwickelte sich zuerst nur wenig oberhalb der Nulllinie.

Abgesehen vom Einfluss der exogenen Corona-Konjunktur steigt die Inflationsrate erst mit den explodierenden Energiepreisen vor allem in Folge des Krieges von Putin gegen die Ukraine und den darauf bezogenen Embargomaßnahmen und Lieferstopps.

Dieser Anstieg wird als Folge der vorangegangenen Ausweitung von M3 fehlinterpretiert.

Theorie: Wachsende Geldmenge findet nicht den Weg in gesamtwirtschaftliche Nachfrage

Die **Quantitätstheorie** in der Theoriekonstruktion des Monetarismus von Milton Friedman ist ein dogmengeschichtlicher Irrtum!

8

Der dritte Megaschritt innerhalb der Zinswende am 27. 10. 2022

+ Die drei Schritte: 21.7. + 0,5% / 8.9. + 1,25% / 27.10. 2,0 (Hauptleitzinssatz)

+ Ankündigung, den Hauptleitzins mit dem Ziel 2% Zielinflationsrate „robust“ weiter erhöhen!

Die geldpolitischen Maßnahmen auf dem Leitzinspfad

Die drei Leitzinsen:

- * Hauptrefinanzierungssatz, den die Banken für die Besorgung von Liquidität bezahlen müssen, auf 2 Prozent
- * Spitzenfinanzierungsfazilität, zu dem sich Banken über Nacht Liquidität besorgen, auf 2,25%
- * Einlagenfazilität für die Banken 1,5%

Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP)

- * Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere weiterhin bei Fälligkeit für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus „vollumfänglich“ wieder anzulegen; Ziel „reichlich Liquidität zu sichern
- * Bei PEPP Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms erworbenen Wertpapiere bis mindestens bis Ende 2024 weiterhin bei Fälligkeit vorsichtig wieder anlegen.

Dritte Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte TELTRO III (targeted longer-term refinancing operations) geändert

Wegen akuter Gefahr der Pandemie erfolgt Rekalibrierung: Zinssätze für TELTRO III mit Wirkung zum 23. November 2022 angepasst und Angebot zusätzlicher Termine an Banken zur freiwilligen vorzeitigen Rückzahlung (siehe „Übergewinne“).

9

Lob an die EZB: Exklusive Übergewinne an die Banken durch die EZB ab 23. November reduziert!

Jenseits der Kritik an der erneuten Erhöhung der Leitzinsen Anerkennung der EZB-Entscheidung: Das Schlupfloch für „Übergewinne“ („Windfall Profits) per geldpolitischem Regime wird reduziert.

Ausgangspunkt:

Extrem zinsgünstige Mittelfristkredite im Rahmen der „gezielten langfristigen Refinanzierungsprogramme“ (TELTRO-III) an die Banken zur Förderung der Kreditvergabe in der Wirtschaft (damals auch als Ausgleich für Minuszinsen auf Bankeinlagen bei der EZB).

Diese III-Tranche gegen ökonomische Folgen der Pandemie am 7. 3. 2019 eingeführt; Laufzeit drei Jahre. Gesamtvolumen der TELTRO-Fazilitäten ca. 2,1 Bio. €.

Subventionstatbestand:

Seit wieder positive Zinsen für Einlagen der Banken bei der EZB – jetzt 1,5 % - bezahlt werden, Geschäfte mit **Übergewinnen** möglich:

Billiges TELTRO III-Kreditgeld nicht an die Unternehmen und Privatpersonen weitergegeben, sondern bei EZB geparkt. Diese Bankgewinne aus EZB-Geschäften werden für das Jahre 2023 auf bis 28,75 Mrd. € geschätzt (Karsten Junius / Morgan Stanley).

Dank an die „**Bürgerbewegung Finanzwende**“, die auch durch Einschaltung des Präsidenten der Deutschen Bundesbank die Abschaffung dieser Übergewinne erfolgreich betrieben hat.

Hoppla, es geht doch, Übergewinne nicht nur gesondert zu versteuern, sondern gleich abzuschaffen. +++ ¹⁰

Die Inflationsrakete mit dem Zwei-Stufen-Antrieb: Fehlkonstruktion der EZB

1. Auslöser der Inflation: Die Preistreiber Energie und Lebensmittel

Importierte Angebotsinflation (exogen) →



2. Treibsatz durch Überwälzung steigender Energiekosten zur *hausgemachten Nachfrage- Inflation*. „Hallrauminflation“ (Martin Werding, neues Mitglied im SVR)

Notenbank beschränkt durch höhere Leitzinsen den Überwälzungsspielraum für die Energiepreise! Dies zielt auf die *Disziplinierung*:

- * des **Staates** mit seinen sozialen und ökonomischen Rettungsprogrammen
- * der **gewerkschaftlichen** Lohnpolitik: Preis-Lohn-Preis-Spirale-Preis

3. Ökonomisch-monetäre Wirkung: Geldpolitik schränkt den monetären Spielraum zur Überwälzung der steigenden Energiepreis gezielt ein: SCHRUMPFPOLITIK

- * **Geldpolitik zwingt** die Erzeugerbranche zur Insolvenzvermeidung hohe Energiepreise durch Kostensenkung etwa bei Arbeitskosten aufzufangen.
- * **Geldpolitik diszipliniert** auch staatliche Ausgaben- und Tarifpolitik um den Preis wachsender Verteilungskonflikte und des wirtschaftlichen Abschwungs.

11

Scheitern der Geldpolitik gegen Inflation vorprogrammiert

1. Die Energiepreise als wichtigster Treiber der **importierten Inflation** werden durch die Verteuerung der Kredite nicht gebremst.

Importierte Angebotsinflation bekämpfen: Ausstieg aus der Nutzung fossiler Energie / Preiskontrollen + Verbot von Spekulationsgeschäften / im Übergang: sozialer Ausgleich

2. Mit einer **Aufwertung** des Euros gegenüber dem US-\$, der die importierten Preise in der Eurozone reduzieren würde, ist nicht zu rechnen. In den USA deutlich höhere Leitzinsen infolge der dortigen Nachfrageüberhang-Inflation!
Eher sinkt durch die auf die Anleger aus dem Dollar-Raum abschreckend wirkende Rezession in der Euro-Zone der Preis, der für einen Euro an US\$ bezahlt wird.

3. Die inflationstreibenden **Sekundärwirkungen** („Zweitrundeneffekte“) - vor allem konzentriert auf den Staat und die Lohnpolitik - werden überschätzt. Die Drohung mit der geldpolitischen Keule dient vor allem der **vorausseilenden Disziplinierung der Gewerkschaften** in den aktuellen Tarifkämpfen.

4. Die Einschränkung des **Spielraums zur Überwälzung** der kostenbedingten hohen Preise – etwa von den inländischen Erzeugern auf die privaten Haushalte - wird den wirtschaftlichen **Abschwung** beschleunigen.

5. **Abschwungdynamik** wird durch die Verteuerung von Krediten der Unternehmen verschärft. Christine Lagarde: **Zielvorrang Inflationsbekämpfung** mit Risiko der Rezession.

12

Gewinner der Zinswende vor allem die Banken Verlierer der Zinswende: Unternehmen mit der Kreditfinanzierung

Die Banken: Zinsmarge (Zinsüberschuss) steigt: Zinssätze für Einlagen > Zinssätze für

Banken profitieren von Kreditzinsen / Verlierer Unternehmen und Private Haushalte

- * im Durchschnitt (in der 34. Kalenderwoche) für alle Kreditangebote 6,48 Prozent.
- * Überziehungskredite (Dispo-Kredite) bis zu 14 % im Sept. 2022
- * Ratenkredite bis über 6 Prozent
- * Index für Wohnbaudarlehen mit 10 Jahre Laufzeit 4,1 Prozent: Geplatzte Eigenheimfinanzierung

Niedrige Kosten der Banken / Sparen lohnt sich immer noch nicht (Realzinsverluste hoch)
Einlagezinsen im Oktober/22 (Portal „Tagesgeldvergleich. Net“ / pro Jahr) :

- * Festgeld 12 Monate bis zu 2,70 % (Durchschnitt Angebote) 1,35%
- * Tagesgeld bis zu 1,25% 0,47%
- * Sparbuch bis zu 1,11 % 0,12%

13

Rechtfertigung der EZB-Zinspolitik nach dem Motto:

Vertrauen gewinnen durch den Schwur auf eine unerbittliche Inflationsbekämpfung

Im Zentrum die „*Kunst des Erwartungsmanagements*“ (the art of managing expectations):
Entscheidend nicht so sehr die zutreffende Erklärung der Inflation und der Einsatz der Instrumente,
sondern: **What ever it take – der Glaube an die unerbittliche Bekämpfung der Inflation!**

Dieser Schwur ist eher Ausdruck machtvoller Ohnmacht der EZB

Was sollte die EZB tun?

Die geldpolitischen Wahrheiten kommunizieren:

1. Triebkraft (exogene) importierte **Angebotsinflation** außerhalb der Kontrolle der EZB
2. Geldpolitik hat **keine Macht**, den Kernprozess der Inflationsursachen (Energiepreise) zu bekämpfen
3. Gesamtwirtschaft nicht mit **teuren Leit- und damit Kreditzinsen** abwürgen.
4. Im Widerspruch zu der Erklärung der EZB-Präsidentin, die für die Bekämpfung der Inflation den **Wirtschaftsabschwung** in Kauf nimmt: **Rezession kein hinzunehmender Kollateralschaden gegen Inflation!**

Die Aufgabe:

Stabilisierung des Währungs- und Finanzsystems vor allem gegen das Auseinanderbrechen der Eurozone (**Defragmentierungen**).

Neues Instrument zum Zusammenhalt der Eurosystems: „Transmissionsschutzinstrument“ (TPI)“;
Ankauf durch die EZB von Staatsanleihen hochverschuldeter Länder (wie Italien). Grund: Der zu zahlende Zinssatz auf Neuausgabe einer Staatsanleihe liegt über dem etwa Deutschlands (Spread):^{der14}

Zum Abschluss unsicherer Blick in die Zukunft: Wie geht es mit der Inflation weiter?

Plausible Prognose: Rückkehr zur (bisherigen) Zielinflationsrate von 2% ausgeschlossen
(Unterscheiden: Niveau Preisindex und Inflationsrate)

1. Inflation wird **derzeit** dominiert: Einfluss der Knappheitspreise für fossile Energie + Rohstoffe.
2. Außer beim Gas werden die meisten Energiepreise nach **dem vollzogenen Megaschub** zwar nicht mehr so stark steigen (Schwankungen um ein höheres Preisniveau).
Hoffnung auf **sinkende Energiepreise** („Rückkehr zur alten Zeiten“) nicht zu erwarten.
3. Preistreibend wirkt hier der **Umstieg** von billigem Russland-Erdgas auf teureres-Flüssiggas (LNG) Auf „Energy Intelligence Forum 2022“ Vertreter der USA: Anstieg von 4-5 US\$ auf 10-12 US\$ durch steigende Transportkosten und kostentreibende Inflation in den USA
4. Mittelfristig werden **dann** im Ausmaß der Entkoppelung (Dekarbonisierung) der Wirtschaft von fossilen Energien und mit dem Rückgang der Nachfrage deren Preise sinken.

15

Wie geht es mit der Inflation weiter?.....

5. **Längerfristige** Ära höherer Inflation vor allem wegen der Krise der Globalisierung und des ökologischen Umbaus:

- * Unternehmerische Investitionen in den Abbau der Abhängigkeit von anfälligen **Lieferketten** in der Welt (Reshoring)
- * Regulatorisch gewollte **faire Preise** innerhalb der weltweiten Wertschöpfungsketten (Sozial-ökologische Dumpingpreise für Textilien aus Billiglohnländern abgebaut., Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz, Billigst bei KICK ist vorbei!)
- * **Superzyklus** bei knappen Rohstoffen durch ökologischen Umbau (Beispiel Lithium für Batterien /Kupfer) +
Megainvestitionen der Unternehmen in den ökologischen Umbau
(Beispiel: Vom CO2-Hochofen zur Direktreduktionsanlage auf der Basis von Wasserstoff)

Zwei konträre Sichten zur Inflation in den kommenden Jahren:

Marcel Fratzscher: „Ich sage es mal zugespitzt: Wir werden zehn Jahre unter dieser Krise leiden... In den nächsten anderthalb Jahren wird es für die Menschen weiter schlimmer werden, weil ihre Kaufkraft immer weiter sinkt.“

Olivier Blanchard auf die Frage im „Handelsblatt“ (8.11.2022): „Und wann ist das Monster der Inflation endlich gezähmt?“ **Antwort von Blanchard:** „Ich hoffe, dass wir 2024 über andere Themen als Inflation und Rezession reden werden.“

16