

DIE LÄNGERFRISTIG NEUE INFLATION: AUF DER SUCHE NACH DER ANGEMESSENEN GELDPOLITIK DURCH DIE EUROPÄISCHE ZENTRALBANK (EZB)

Überblick

Zur Orientierung: Neue Geldpolitik in der multiplen Krise - Gegen die Risiken des Finanzsystems durch die Zinswende

1. Der Streit um die Inflationsursachen: importiert oder hausgemacht?
 - Am Anfang unstrittig: importierte Angebotsinflation – EZB hilflos
 - Wechsel der Geldpolitik zur Fiktion von der hausgemachten Inflation
 - Der Irrtum der Kerninflationsrate
 2. Aktuelle Geldpolitik der EZB: Wachsende Risiken der Finanzstabilität
 - Zur Orientierung: Was will die EZB mit ihrer Geldpolitik?
 - Eingesetzte geldpolitische Instrumente
 3. Bewertung der direkten und indirekten Wirkungen der Zinswende
 - Zielsystem im Währungssystem der EZB
 - Sinkende Kreditnachfrage gegen Inflation durchsetzen
 - Gesamtwirtschaftliche Kollateralschäden nachweisbar
 - Sparer gewinnen gegenüber Banken kaum
 - Belastungen der Finanzstabilität durch die Zinswende
 4. Wende zur Geldpolitik einleiten
 5. Treiber der längerfristig höheren Inflationsraten: Zielinflationsrate der Geldpolitik angemessen anheben
-

Zur Orientierung: Neue Geldpolitik in der multiplen Krise - Gegen die Risiken des Finanzsystem durch die Zinswende

Die sich wechselseitig verstärkende Mehrfachkrise theoretisch auf Ansatzpunkte zum politischen Gegensteuern zu durchleuchten, ist mehr oder weniger eine Leerstelle im wirtschaftswissenschaftlichen Disput. Der Grund ist wohl darin zu sehen, dass für die aktuellen Herausforderungen kaum brauchbares Wissen vorliegt. Aktuell stehen die drei I-Krisen im Mittelpunkt: Infektion für Corona, Intervention für den Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine sowie Inflation für die massiven Kaufkraftverluste, die die Wirtschaftskrise und soziale Spaltung der Gesellschaft vorantreiben. Darüber hinaus bricht sich die lang angelegte Krise der Hyperglobalisierung Bahn. Aufzufliegen droht die Idee von der Konzentration der Produktion auf die sozial billigsten, ökologisch verheerenden und undemokratischen Standorte irgendwo in der Welt. Globalisierung hat bedrohliche Abhängigkeiten gerade auch der hochentwickelten Ökonomen offengelegt. Dafür steht heute die Klage über die gestörten Lieferketten. Überlagert wird die Entwicklung durch den Druck der Klimakrise. Den ökologischen Umbau der Wirtschaft „bei laufendem Betrieb“ durchzusetzen, muss eine erfolgreiche Politik gegen die multiple Krise anleiten. In diesem Beitrag geht es um die Ursachen und Folgen sowie eine Politik der erfolgreichen Bekämpfung von Inflation unter Vermeidung von Kollateralschäden. Dabei steht eine, die Gesellschaft sozial spaltende Inflation, die die Armut vorantreibt, im Mittelpunkt.

Mit diesem Beitrag wird das Ziel verfolgt, die neuen Herausforderungen unter dem Regime der anhaltenden Inflation offenzulegen.¹ Dazu werden die sich abzeichnenden Einflüsse strategisch wichtiger Preise, die auf eine längerfristig erhöhte Inflationsrate hinweisen, herausgearbeitet. Beispielsweise erfolgt durch die massiven Investitionen in den Klimaschutz eine Verschiebung der relativen Preise. Damit rücken die durch den Superzyklus getriebenen Rohstoffpreise, die sich auf die gesamte Wirtschaft auswirken, in den Mittelpunkt. Auch die zunehmende politische Blockbildung in der Welt sowie die notwendige Neugestaltung der Lieferketten infolge der Globalisierungskrise erhöhen den Druck auf wichtige Preise. Daher stellt sich die Frage, ob die Europäische Zentralbank ihr derzeitiges Dogma einer Zielinflationsrate von 2% zugunsten beispielsweise von 3 % endlich aufgeben sollte.

¹ Hickel, Rudolf, Präsentation: Sozial zerstörerische Inflation und abwärts in die Rezession: Ursachen, Folgen, Gegenmaßnahmen; http://rhickel.iaw.uni-bremen.de/ccm/cms-service/stream/asset/Praesentation%20Hartnaeckige%20Inflation,%20wirtschaftliche%20Stagnation,%20drohende%20Finanzkrise.pdf?asset_id=12918036

Wenn dies die Notenbank begründet kommuniziert, könnten sich die Finanzakteure positiv darauf einstellen. Während derzeit die Finanzstabilität durch die Zinswende erschüttert wird, würde für die Geldpolitik ohne Belastungen der gesamtwirtschaftlichen Produktion und des Bankensystems ein angemessener Spielraum gesichert werden. Schließlich sind die jüngsten Bankenabstürze in den USA und Banken Krisen in Europa auch die Folge mehrfacher Erhöhungen der Leitzinsen. Denn beim Verkauf von Staatsanleihen zur Erzielung von Liquidität gegenüber den abgezogenen Einlagen entstehen den Banken herbe Verluste.

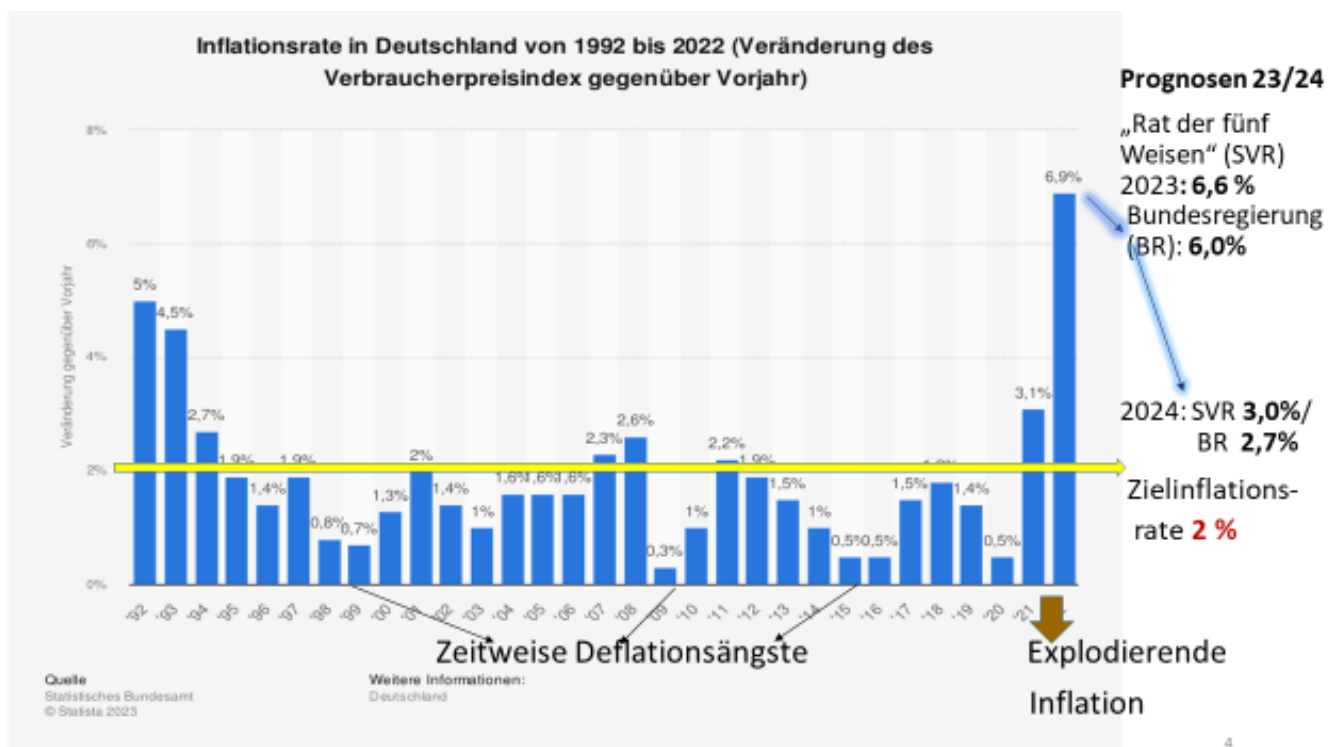
1. Der Streit um die Inflationsursachen: importiert oder hausgemacht?

Am Anfang unstrittig: importierte Angebotsinflation

Der plötzlich stark zunehmende Anstieg seit Anfang 2022 des für die Kaufkraft der privaten Haushalte entscheidenden Verbrauchpreisindex hatte nicht nur die Politik, sondern auch die beratende Wirtschaftswissenschaft überrascht. In den davorliegenden 15 Jahren stieg die Inflationsrate im Durchschnitt mit rund 1,5%. Nur in wenigen Jahren wurde 1995 die Zielinflationsrate der Europäischen Zentralbank mit 2 % gestreift. Es gab Jahre, da bewegte sich die Inflationsrate in der Nähe der Nulllinie und einige Quartalswerte verzeichneten sogar eine Minusinflationsrate. Die Sorgen vor einer gesamtwirtschaftlich gefährlichen Deflation, die zu Gewinneinbrüchen auf breiter Front führen würde, machten die Runde. Dann stieg nach dem ersten Jahr der Corona-Krise der Verbrauchspreisindex 2021 über die Zielinflationsrate vom 2% auf 3,1% hinaus.² Die Inflationsrate erreichte schließlich im Durchschnitt des letzten Jahres 6,9 % (vgl. Grafik „Inflationsrate in Deutschland“). Der monatliche Höhepunkt (gegenüber dem jeweiligen Vorjahresmonat) wurde mit 8,8% im Oktober und November letzten Jahres erreicht. Nach der erstmals offiziell berücksichtigten Umstellung des für die Inflationsrate angewendeten Warenkorbs von 2015 auf 2020 ist die Inflationsrate im ersten Monat des neuen Jahres gegenüber dem Vormonat wieder leicht um 8,7% gestiegen. Nach dem März mit 7,4% reduzierte sich im April der Kaufkraftverlust auf 7,2%. Nach vorläufiger Berechnung konnte im Mai ein weiterer Rückgang auf 6,1 % verzeichnet werden. Im Durchschnitt der Prognosen wird im laufenden Jahr 2023 mit einem Inflationsanstieg um 6 % gerechnet. Wie bereits die früheren Entlastungsmaßnahmen (etwa »Tankrabatt«,

² Die Angaben zur Inflationsrate beruhen auf dem Verbraucherindex, der gegenüber 2015 auf das Wägungsschema (Basis) von 2020 umgestellt wurde und ab dem 1. Januar 2023 genutzt wird. Wegen des durch Corona bedingten Ausnahmejahres 2020 sind das Vor- und Nachpandemiejahr 2019 bzw. 2021 per Durchschnittsbildung bei der Ermittlung des Warenkorbs einbezogen worden (Statistisches Bundesamt Pressekonferenz 22.2. 2023; Hintergrundpapier zur Revision des Verbrauchpreisindexes für Deutschland 2023)

»9-Euor-Ticket«, Soforthilfen wegen gestiegener Preise für Erdgas und Wärme) wirken die neuen staatlichen Programme zum sozialen Ausgleich für die Inflationslasten – vor allem die Gas-, Wärme- und Strompreisbremse ab 2023 - inflationsbremsend.³ Im Kasten „Update zum Text (1.6.2023)“ sind die neuesten Daten einschließlich der vorläufigen Berechnung durch das Statistische Bundesamt zum Mai 2023 grafisch zusammengefasst. Der Rückgang der Inflationsrate seit Februar 2023 wird erläutert.



Die Ursache der ausgelösten Inflationsdynamik ist kaum strittig. Abgesehen von einigen Sondereffekten durch das erste Corona-Krisenjahr sind die Inflations-treiber die Energiepreise, zu denen steigende Nahrungsmittelpreise hinzugekommen sind. Im September 2022 erreichten auf der Basis des Wägungssche-mas für den Verbraucherpreisindex von 2015 die Preise für die vorwiegend aus dem Ausland importierte Energie der privaten Haushalte (Energie und Kraft-stoffe) mit 43,9% (gegenüber dem Vorjahresmonat) ihren Höchstwert. Im De-zember kam nochmals eine Preissteigerung von 24,4% hinzu. Gegenüber dem Vor-Corona-Krisenjahr stieg der Erdgaspreis im Dezember letzten Jahres um 53,5%. Durch diese vorwiegend importierten Energiepreise ist ein die gesamte Inflation treibender Angebotsschock ausgelöst worden. Ursache ist zum einen

³ Statistisches Bundesamt, „Informationen zu den Maßnahmen der Entlastungspakte vom 22.2.2023.“

der Krieg Putins gegen die Ukraine, auf den mit einer politisch gewollten Embargopolitik im Bereich vor allem von bisher billigem Erdgas, aber auch durch Lieferstopps durch Russland geantwortet worden ist. Hinzu kommen die durch die Corona-Krise auch im Bereich der industriellen Produktion spürbar gewordenen Lieferkettenunterbrechungen insbesondere bei Produkten aus China infolge rigoröser Quarantänemaßnahmen. Bereits die Corona-Krise hat über Nacht die grundlegenden Risiken der Globalisierung durch eng getaktete Lieferketten offengelegt. Am Ende haben die importierten Preiserhöhungen die inländische Erzeugerindustrie nach oben getrieben. Großteils wurden die stark gestiegenen Kosten für die Importe auf die Produktion der Waren bei den privaten Haushalten weitergewälzt. Zur Wahrheit gehört, wie empirische Studien belegen, aber auch: Unternehmen haben in einigen Wirtschaftsbereichen die allgemeine Tendenz der Inflation dazu genutzt, ihre Gewinne deutlich auszuweiten. Mit monopolistischer Macht ausgestattete Unternehmen haben durch exzessive Preiserhöhungen Zusatzgewinne realisiert.

In dieser Phase der importierten Angebotsinflation war unstrittig, dass es sich nicht um eine »hausgemachte« Inflation etwa durch zu hohe Staatsausgaben oder steigende Preise durch höhere Löhne (Preis-Lohn-Preisspirale) handelte. Die Geld- und Finanzpolitik sind gegen diese importierte Inflation machtlos. Die EZB-Präsidentin hatte zu Recht im Februar letzten Jahres im Rahmen des »monetären Dialogs« im EU-Parlament darauf hingewiesen, dass mit der geldpolitischen Erhöhung des Leitzinses zur Besorgung von Liquidität durch die Banken diese importierte Inflation nicht bekämpft werden könne (EZB-Präsidentin Christine Lagarde am 7.2.2022). Vielmehr konzentrierte sich die Notenbank auf die Stabilisierung des durch die Energiepreiskrise bedrohten Eurosystems.

Zu Recht wurde die Aufgabe der Politik betont, die Folgen dieser Inflation auf drei Ebenen zu mildern:

- * Sicherung eines sozial gerechten Inflationsausgleichs,
- * Hilfs- und Überbrückungsmaßnahmen für unverschuldet über die Energiepreise in Not geratene Unternehmen,
- * überlagernd der politisch beschleunigte Ausstieg aus der Abhängigkeit von fossilen Energiequellen.

Auf der Basis der unbestreitbaren Tatsache, dass die Inflation sozial ungerecht wirkt, kommt es auf die Entlastungsmaßnahmen durch die Politik an, diese sozial zielgenau auszurichten. Hier hat die Bundespolitik mehrfach versagt.

Update zum Text (1.6.2023)

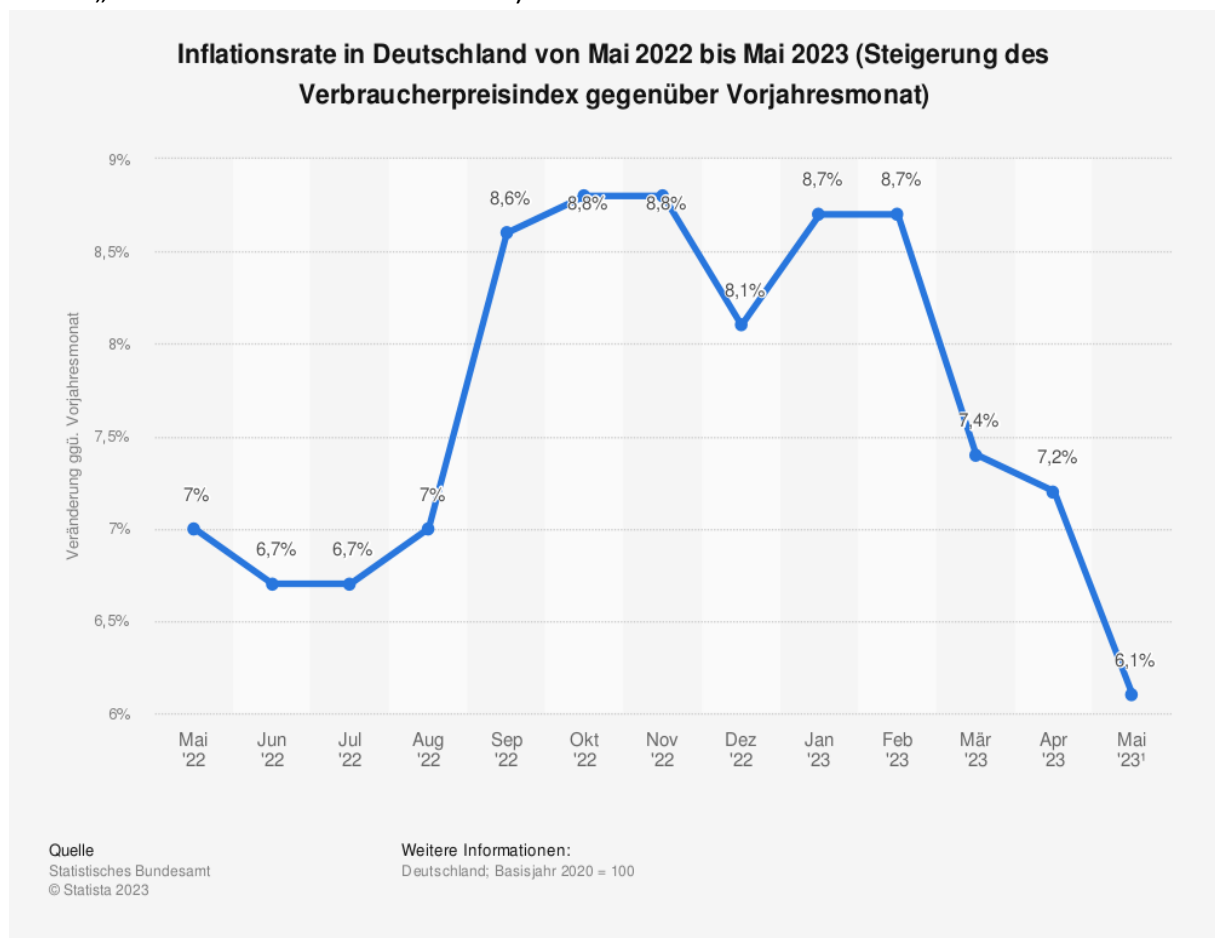
Die Inflationsrate ist seit dem Höchststand im Februar mit 8,7% Monat für Monat zurückgegangen. Die vorläufig erfasste Rate liegt laut Statistischem Bundesamt im Mai bei **6,1%**.

* Allerdings vollzieht sich der Rückgang auf einem insgesamt gegenüber der Zeit vor dem Ukraine- Angriff immer noch hohem Niveau. Zuerst ist besonders das Preisniveau für die Energie der privaten Haushalte (Erdgasengpässe) gestiegen. In den letzten Monaten haben die Nahrungsmittelpreise die Führungsrolle übernommen. Der Index lag gegenüber 108,9 im März 2022 im April 2023 bei 132,1.

* Wie das Statistische Bundesamt mitteilt, sind erneut zwei Gründe für den Rückgang der Inflationsrate verantwortlich: **Erstens** wirkt gegenüber dem Sprung der Inflation im Bereich der Energie nach dem Kriegsbeginn im Februar 2022 jetzt der Basiseffekt (prozentuale Änderung beim Zuwachs des Preisindexes von der absoluten Höhe des Basiswertes abhängig).

Zweitens senken die Maßnahmen des dritten Entlastungspaketes der Bundesregierung die Preissteigerungseffekte bei den privaten Haushalten.

* Im Laufe des Jahres wird immer noch mit einer Inflationsrate im Umfeld von 6% gerechnet (Bundesregierung 6,0%, SVR 6,6%). Die Prognosen für 2024 liegen bei 2,7% bzw. 3,0% (siehe Grafik „Inflationsraten in Deutschland“).



Wechsel der Geldpolitik der EZB zur Fiktion der hausgemachten Inflation

Je stärker sich jedoch die durch die importierten Angebotspreise getriebene Inflationsdynamik verfestigt hat, umso vehementer hat sich die Deutung der Inflation durch die EZB auch über die Behauptung von »Zweitrundeneffekten« auf die binnenwirtschaftlich-hausgemachte Verursachung fixiert. Gegenüber der steigenden Inflation stieß grundsätzlich die anfangs geldpolitische Zurückhaltung der EZB auf harsche Kritik. Anstatt offensiv die Ursachen zu erklären und zuzugeben, dass die Geldpolitik gegen diesen anfänglichen Inflationsimport nicht erfolgversprechend vorgehen kann, hat sie sich in ein Vertrauensdilemma manövriert. Als sich schließlich der Vorwurf verfestigte, die EZB sei für die starke Inflationsdynamik verantwortlich, sahen sich die Euro-Verantwortlichen zu einem ziemlich radikalen Wechsel veranlasst. Ohne genauere Beweisführung wurde der Wechsel von der (exogenen) importierten Angebotsinflation zur sich selbstverstärkenden, »hausgemachten« Inflation gleichsam über Nacht vollzogen. Längst sei gegenüber dem Treibsatz der ersten Raketenstufe vor allem mit steigenden importierten Energiepreisen die zweite Stufe per hausgemachter Inflation gezündet worden. Die EZB sah sich für die Ausbremsung der zweiten Antriebsstufe der Inflation in der Verantwortung. Die Folge war die bisher in sieben Schritten vollzogene Zinswende seit Ende Juli letzten Jahres mit dem Ziel, die binnenwirtschaftliche Nachfrage zu verringern. Ohne Rücksicht auf die gesamtwirtschaftlichen Belastungen durch nachfragebedingte Produktionseinbrüche gewann der monetaristische Trugschluss wieder die Oberhand: Immer, wenn Inflation vorherrscht, dann muss die Notenbank durch die Verteuerung und Verknappung des Geldes reagieren.

Der Irrtum mit der Kerninflationsrate

Als Beleg für die Inflation infolge einer hausgemachten Überschussnachfrage wird immer wieder die Kerninflation herangezogen. Gegenüber dem allgemeinen Verbrauchspreisindex werden bei der Kerninflation die Preise der Energie für private Haushalte sowie die Nahrungsmittel nicht berücksichtigt. Diese Kerninflationsrate ist in den letzten Monaten deutlich gestiegen und lag im Januar 2023 (bei Anwendung des neuen Wägungsschemas von 2020) gegenüber der Gesamtinflation mit 8,7% bei 5,6%. Durch die Herausnahme der importierten Angebotspreise im Bereich der Energie und Nahrungsmittel gilt diese Kernrate als Beleg für eine inflationstreibende Überschussnachfrage durch die privaten Haushalte. Diese Schlussfolgerung ist jedoch falsch. Denn diese vergleichsweise hohe Inflationsrate ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise geht

auf Sekundäreffekte des importierten Energiepreisschocks zurück.

Die Erzeugerunternehmen überwälzen ihre gestiegenen Kosten (teilweise auch mit deutlichen gewinnsteigernden Aufschlägen) über Preiserhöhungen auf die Verbrauchsprodukte. In nahezu allen inländischen Verbrauchsgütern stecken steigenden Preise durch den Energieeinsatz. Das gilt beispielsweise für Pauschalreisen, Papierprodukte, Alufolien, Gaststätten, Schreinereien und Nahrungsmittelhersteller wie Bäckereien. Die gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreise schlagen auf die Kerninflationsrate durch. Das gilt auch für den Rückgang der Geldentwertungsrate. Der rückläufige Anstieg der Energiepreise hat auch die Kerninflationsrate (ohne Energie- und der Nahrungsmittelpreise) auf geschätzt 5,3% im Mai reduziert. Mit der Behauptung einer vor allem politisch erzeugten Überschussnachfrage in den letzten Monaten hat das nichts zu tun. Deshalb ist die übliche Schuldzuweisung an den Staat, der mit seiner kreditfinanzierten Nachfrage die Inflation antreibt, eher eine neoklassische Fiktion. Völlig abwegig ist auch der Vorwurf der EZB-Präsidentin, die per Kreditaufnahme finanzierten Ausgaben im Rahmen finanzieller Hilfen für Unternehmen und vor allem für sozial schwache Privathaushalte erzeugten eine Nachfrageinflation. Wie sollen diese Hilfsprogramme überschüssige Nachfrage erzeugen, wenn sie dazu beitragen, den ansonsten unvermeidbaren Absturz der binnenwirtschaftlichen Nachfrage mit den sich verstärkenden Krisenfolgen zu vermeiden?

Rückblickend zeigt sich, dass auch der Staatsschuldenanstieg in den letzten Jahren die Inflation nicht befeuert hat. Im Gegenteil, die Inflationsraten sind in der Phase expansiver Schuldenfinanzierung deutlich zurückgegangen. Aber auch die Zuweisung der Schuld an der Inflation an die Tarifparteien, die die Lohn-Preis-Spirale in Bewegung setzen würden, trifft nicht zu. Die Sorge, Unternehmen müssten steigende Arbeitskosten über Preiserhöhungen weiterwälzen, ist unbegründet. Von exzessiven Lohnsteigerungen kann keine Rede sein. Das bestätigt auch der Präsident der Deutschen Bundesbank. So zeigt beispielsweise der Tarifabschluss der Metall- und Elektroindustrie im letzten Jahr, wie unter der Notwendigkeit, Inflationsverluste durch Lohnerhöhungen auszugleichen, Tarifpolitik konstruktiv gestaltet werden kann. Das gilt auch für den Abschluss beim Bund und den Kommunen im März 2023 (TVöD). Bei den aktuellen Lohnabschlüssen standen zwei Kriterien im Vordergrund:

Erstens ging es um den dringlichen Nachholbedarf wegen der vorangegangenen Reallohnverluste. Allein im vergangenen Jahr sind die durchschnittlichen

Reallöhne um 4,0 % gesunken. Der Anstieg der Nominallöhne (durchschnittlichen Bruttomonatsverdienste) um 2,6% hat wegen der Inflation mit einer Rate von 6,9 % zu realen Einkommensverlusten um 4,0% geführt. Dabei waren bereits in den beiden Vorjahren die Arbeitseinkommen abzüglich der Kaufkraftverluste durch die Inflation rückläufig.

Zweitens steht die Forderung, bei den unteren Lohngruppen (Mindestlöhne) einen Mindestbetrag zu sichern im Zentrum. Nach dem Abschluss für den Bund und die Kommunen (TVöD) werden bei den Tariflohnerhöhungen zum 1. März 2024 mindestens 340 € bei den unteren Entgeltgruppen gesichert. Dadurch wird der soziale Kippeffekt durch die Inflation abzubremesen versucht.

Nicht die Übernachfrage infolge der expansiven Lohnpolitik ist das Problem. Vielmehr sollte zum einen die binnenwirtschaftliche Nachfrage, die maßgeblich durch die Erwerbseinkommen bestimmt wird, durch die gerechte Verteilung der Löhne gegenüber den Gewinnen gestärkt werden. Zum anderen muss die Preistreiberei der Unternehmen mit Marktmacht vor allem im Bereich der steigenden Energie- und Nahrungsmittelpreise gestoppt werden.

2. Aktuelle Geldpolitik der EZB: Wachsende Risiken der Finanzstabilität

Zur Orientierung: Was will die EZB mit ihrer Geldpolitik?

Nachdem der erste Inflationsschub durch die plötzlich gestiegenen Energiepreise bis in das Frühjahr 2022 als »vorübergehend« und auch wegen des importierten Angebotsschock mit geldpolitischen Instrumenten nicht bekämpfbar eingeschätzt wurde, hat sich bei der EZB der bereits angesprochene fundamentale Wechsel zur Verursachung der Inflation in Richtung des Monetarismus durchgesetzt. Die auf breiter Front steigenden Preise und damit die anhaltend hohe Inflation werden jetzt einer gegenüber dem Angebot überschüssigen monetären Nachfrage zugerechnet. Propagiert wird eine monokausale Erklärung der Inflation, die der Geldpolitik einzig und allein die Aufgabe zuweist: Der Preis des Geldes, der Leitzins, zu dem sich die Banken bei der Notenbank im Rahmen von Refinanzierungsgeschäften zeitlich befristet Liquidität besorgen können, wird erhöht. Zugleich wird die angebotene Geldmenge, die seit Jahren durch den Ankauf vor allem von Anleihen der Staaten im Eurosystem auf knapp 5 Bio. € zugenommen hat, Schritt für Schritt abgebaut. Die erklärte Absicht der EZB: Über höhere Zinsen sollen die Unternehmenskredite verteuert und die damit die kreditfinanzierten Investitionen zurückgedrängt werden.

Hinzu kommt die Erwartung, die privaten Haushalte würden ihre kreditfinanzierten Ausgaben beispielsweise für den Bau eines Eigenheims reduzieren. Sinkende Nachfrage und infolge davon der Rückgang der Produktion stellen keine Kollateralschäden dar, sondern sie sind durch diese restriktive Geldpolitik gewollt. Diesem Schrumpfziel der Geldpolitik sind auch die öffentlichen Haushalte untergeordnet, die über die reduzierte Kreditaufnahme volkswirtschaftliche Ausgaben im Bereich öffentlicher Investitionen senken sollen. Die Rückkehr der monetaristisch-neoklassischen Disziplinierung der Lohnpolitik ist unübersehbar. Das Instrument dazu ist die Drohung mit einem ansonsten unvermeidbaren Arbeitsplatzabbau infolge der Zinswende.

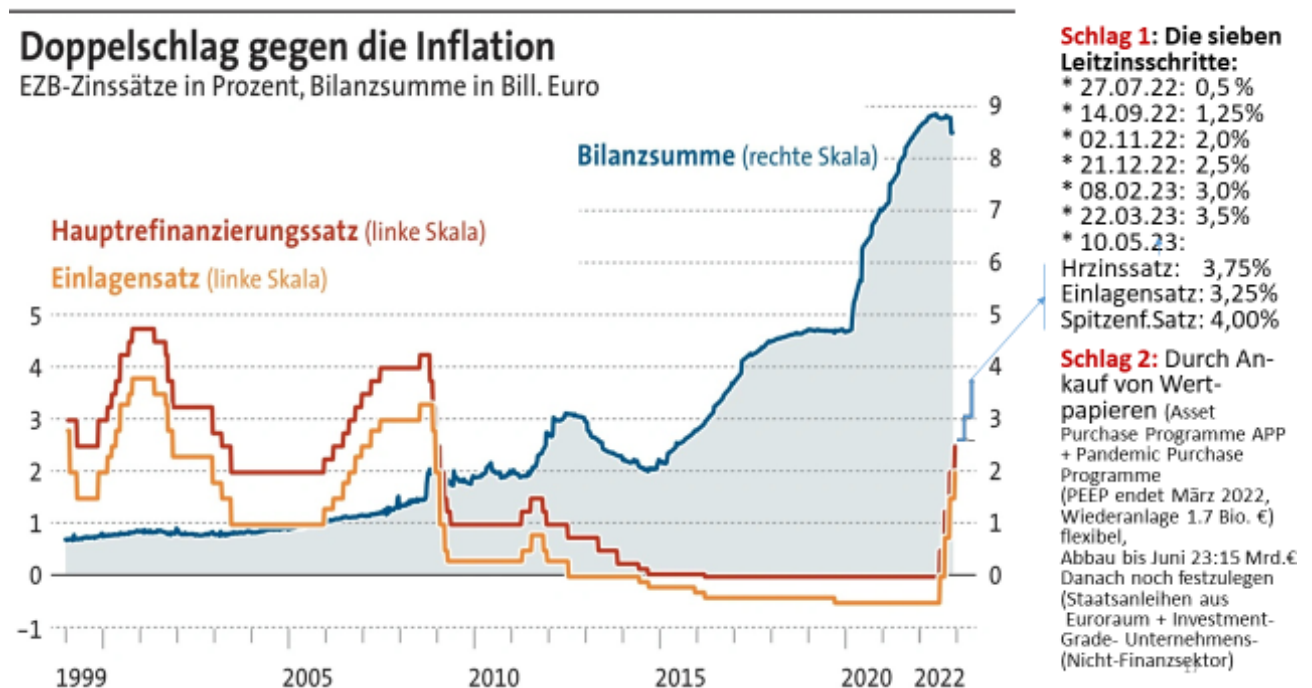
Bei den Auswirkungen der EZB-Geldpolitik auf Deutschland muss bedacht werden: Die EZB steht mit ihrer Geldpolitik für 20 Mitgliedsländer der Eurozone (Mitglied in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion bzw. Nutzung der gemeinsamen Währung Euro) vor der schwierigen Aufgabe, den unterschiedlichen nationalen Gesamtwirtschaften Rechnung zu tragen. Je größer die Divergenz bei den Inflationsraten ist, umso schwieriger ist es, eine einheitliche Geldpolitik zu realisieren. Aktuell weichen jedoch die Raten zum „Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVI)“ deutlich voneinander ab.⁴ Nach dem höchsten Anstieg im Oktober 2022 mit 10,6% gegenüber dem Vorjahresmonat ist im April dieses Jahres die Inflationsrate in der Eurozone immer noch um 7% gestiegen. An der Spitze liegen Ungarn mit 24,5%, Lettland mit 15%. Österreich erreicht 9,5% gegenüber 7,6% in Deutschland. Deutlich unterhalb des Durchschnitts verzeichnen Griechenland 4,5%, Spanien 3,8% und am unteren Ende Luxemburg 2,7%. Auf die unterschiedlichen Ausprägungen der nationalen Rahmenbedingungen kann die EZB-Geldpolitik jedoch nicht eingehen. Die Geldpolitik muss auf die innere und äußere Stabilität des gesamten Euroraums ausgerichtet werden. Deshalb müssen gegen die belastenden Wirkungen der einheitlichen Geldpolitik Sondermaßnahmen in den durch die Geldpolitik besonders betroffenen Krisenländern durchgesetzt werden. Diese Aufgabe hat die EZB durchaus erkannt. Dafür stehen Antifragmentierungs-Instrumente wie das »Transmission Protektion Instrument«, das in Italien gegen die durch die Zinswende ausgelösten steigenden Anleihezinsen eingesetzt wird. Allerdings gibt es

⁴ Im Unterschied zum deutschen Verbraucherpreisindex (VPI) gilt beim Warenkorb für den „Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI)“: ohne Glückspiel, Rundfunkbeiträge oder die kalkulierten Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum. Im VPI werden die Ausgaben der privaten Haushalte für selbstgenutztes Wohneigentum unter Verwendung der Entwicklung des Preisindex für Nettokaltmiete geschätzt (Mietäquivalenzansatz).

bei der derzeitigen aktuellen Inflation in allen EZB-Mitgliedsländer eine Gemeinsamkeit. Das sind sprunghaft gestiegenen Energie- und Lebensmittelpreise sowie deren Übertragung auf die Kerninflationsrate. Die Gefahr, dass in einigen Ländern inflationstreibende Nachfrageüberhänge besonders stark wirken, ist nicht gegeben. Insoweit lässt sich die nachfolgende Bewertung der Geldpolitik aus der Sicht Deutschlands durchaus für den gesamten Raum der EZB-Kernmitgliedsländern verallgemeinern.

Eingesetzte geldpolitische Instrumente

Die **drei Leitzinsen** sind mittlerweile in sieben Schritten erhöht worden (Grafik „Doppelschlag gegen die Inflation“ **Schlag 1**). Der Hauptrefinanzierungssatz (Hrzinssatz), der für die Geldbesorgung der Banken verlangt wird, lag im Mai 2023 bei 3,75%. Der für die Sparer wichtige Einlagensatz, belief sich nach einer langen Phase von Minuszinsen wieder auf 3,5%. Der Spitzenrefinanzierungssatz, den die Banken für die Geldleihe »über Nacht« bei der EZB aufbringen müssen, betrug nach dem sieben Schritt der Zinswende 4,0%.

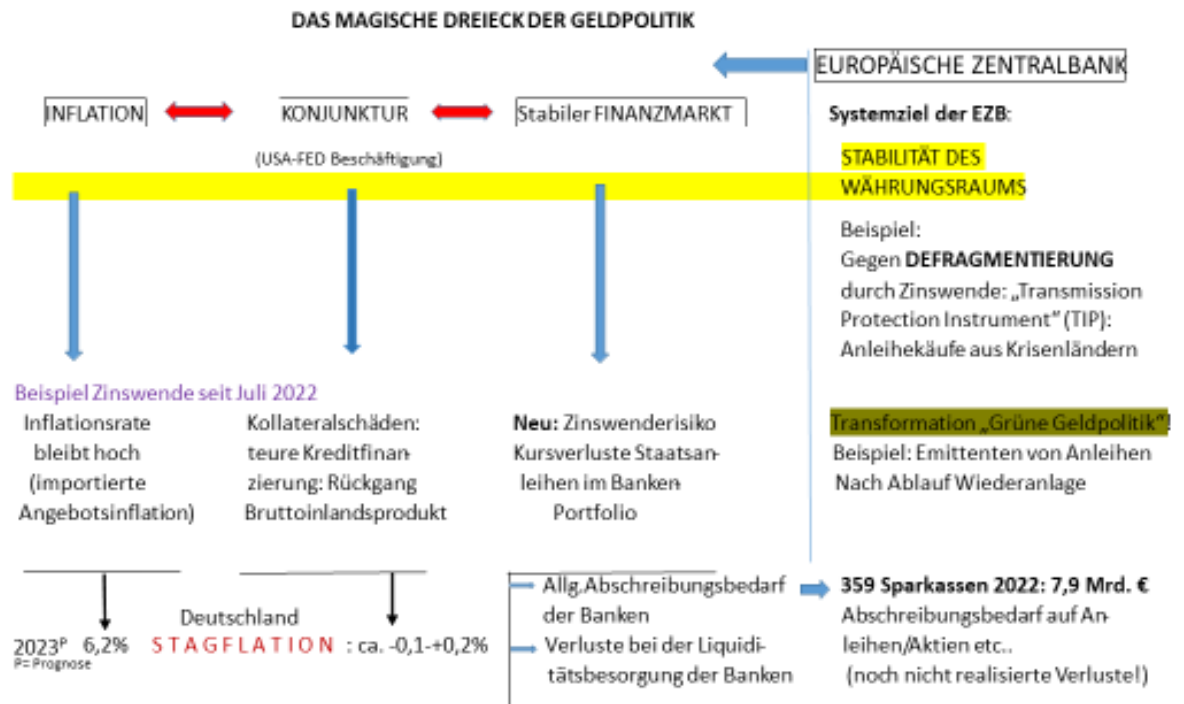


Zur Verteuerung der Leitzinsen hinzu kommt der grundsätzliche **Abbau** der Bestände an Wertpapieren, die die EZB mit ihren verschiedenen Ankaufprogrammen seit Jahren in ihr Portfolio aufgenommen hat. Der Gesamtbestand liegt bei knapp 5 Bio. €. Dabei ist der Anteil an Anleihen der Mitgliedsstaaten, die die

EZB am Markt über die Banken aufgekauft hat, gegenüber anderen Wertpapieren wie Unternehmensanleihen am höchsten. Mit der fünften Stufe der Zinswende Anfang Februar dieses Jahres ist ein Plan zum Abbau des riesigen Bestandes an von den Banken erworbenen Wertpapieren eingeleitet worden (in der Grafik **Schlag 2**). Während seit Juli 2022 keine Anleihen mehr gekauft, jedoch die auslaufenden Titel wieder neu angelegt wurden, werden ab März 2023 pro Monat 15 Mrd. € an Anleihen aus älteren Ankaufsprogrammen nicht mehr neu investiert. Damit wird der Bestand an Anleihen abgebaut. Hierzu gibt es eine übrigens kaum wahrgenommene Ausnahme: Anleihen von Unternehmen, die eine gute Klimabilanz aufweisen, sollen weiterhin in den Beständen der Notenbank gehalten werden. Dies ist durchaus als ein Signal in Richtung »grüner Geldpolitik« zu verstehen. Die Notenbank bekundet immer wieder, dass diese Zinswende solange fortgesetzt wird, solange die Inflation hoch ist. Wie durch die fortgesetzte Zinswende die Kaufkraftverluste gestoppt werden können, bleibt das Geheimnis der EZB. Jedenfalls gilt für die EZB der Trugschluss: Egal, was die eigentlichen Ursachen sind und welche Belastungen für die kreditfinanzierte Wirtschaft und damit die Gesamtwirtschaft erzeugt werden, solange die Erwartung einer weiter anhaltend hohen Inflation dominiert, wird diese restriktive Geldpolitik fortgesetzt werden.

3. Bewertung der direkten und indirekten Wirkungen der Zinswende *Zielsystem im Währungssystem der EZB*

Um die direkten und indirekten Wirkungen der Zinswende der EZB zu bewerten, ist eine Einordnung ihrer Ziele und ihres Handlungsrahmens zielführend. Dazu dient Grafik „Das magische Dreieck der Geldpolitik“.



Die EZB hat bei dem Ziel der Bekämpfung der monetär erzeugten Inflation zwei weitere Ziele, die allerdings zu Konflikten führen können, zu berücksichtigen: Zum einen geht es darum, die Belastung der gesamtwirtschaftlichen Produktion und damit der Beschäftigung (Rezession) zu vermeiden. Zum anderen muss die Notenbank das Ziel, einen »stabilen Finanzmarkt« zu sichern, verfolgen. Maßnahmen der Geldpolitik dürfen nicht das Finanz- und hier insbesondere das Bankensystem ungewollt belasten. Wie im Abschnitt 3 („Belastungen der Finanzstabilität durch die Zinswende“) gezeigt wird, hat die Politik der Geldverteuerung durch die US-Notenbank aber auch die EZB ungewollt zu Belastungen der Banken geführt. So werden durch die Zinswende bei den Banken, die Einlagen zum Kauf von Staatsanleihen stark verwendet haben, belastet. Dadurch führt deren Verkauf zur Besorgung von Liquidität zu Verlusten. Die Geldpolitik der EZB hat also auch den doppelten Auftrag: die Finanzstabilität zu sichern und den gesamten Währungsraum gegen Tendenzen des Auseinanderdriftens der Mitgliedsländer (Defragmentierung) zu schützen.

Sinkende Kreditnachfrage gegen Inflation durchsetzen

Ziel ist es, den Preis für die über die Banken laufende Kreditfinanzierung der Unternehmen und privaten Haushalte zu erhöhen. Die Erwartung, dass durch die Verknappung der binnenwirtschaftlichen Nachfrage die Inflation deutlich sinkt, geht nicht in Erfüllung. Denn auch die Kerninflation, bei der die Preise der direkt gekauften Energie und Nahrungsmittel nicht berücksichtigt werden, steigt über die indirekt in den Produkten des Endverbrauchs eingesetzte teure Energie und Lebensmittel. Abwegig ist die Mutmaßung, die seit Januar / Februar von jeweils 7,8% auf sinkende Geldentwertungsrate bis Mai auf 6,1% sei bereits ein Erfolg der Zinswende. Dieser Inflationsrückgang hat wenig mit der Geldpolitik zu tun.⁵ Die Ursachen sind einerseits die wichtigen Energiepreise im Sinkflug sowie andererseits staatliche Programme, die dem Inflationsausgleich dienen. Das Statistische Bundesamt hat den zum Teil nur temporären Einfluss der Entlastungspakete seit dem Wegfall der EEG-Umlage auf die Verbraucherpreisindizes belegt.⁶

Gesamtwirtschaftlicher Kollateralschäden nachweisbar

Mit dem geldpolitisch gewollten Ziel, über die höheren Zinsen die Finanzierung von volkswirtschaftlichen Ausgaben zu reduzieren, ist die Notenbank allerdings recht erfolgreich. Die Kreditzinsen sind gestiegen und dementsprechend sinkt nach Angaben der Banken die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nach jetzt verteuerten Fremdfinanzierungsmitteln. Während die Kreditzinsen steigen ist bereits seit dem letzten Quartal 2022 ein Rückgang der Kreditnachfrage festzustellen. Der Rückgang betrifft vor allem große Investitionsvorhaben in der Wirtschaft. Rückläufige Produktionsaktivitäten sind die Folge. Die Rezessionswirkung der Zinswende bis Februar 2023 ist bisher schwächer als insgesamt erwartet ausgefallen. Immerhin spricht die Deutsche Bundesbank mit Blick auf den Rückgang des Bruttoinlandsprodukts im letzten Quartal 2022 um 0,5 % und einem erwarteten erneuten Produktionsverlust im ersten Quartal 2023 um 0,3% von einer »Winterrezession«. Für das gesamte Jahre 2023 liegen die Wachstumsprognosen bei knapp über null Prozent (Bundesregierung 0,4%). Negative Auswirkungen auf die Arbeitsmärkte werden durch die Sonderregelung für Kurzarbeit, die auch bei besonderen Belastungen durch die Energiekosten gilt,

⁵ Nach der dahinerstehenden Theorie des Monetarismus wird immerhin die Zeit der Wirksamkeit einer restriktiven Geldpolitik auf die Inflationsrate auf t bis zu 24 Monaten geschätzt.

⁶ Statistisches Bundesamt: Entlastungspakete vom 25.2.2023

aufgefangen. Ursachen des bisher ausgebliebenen Absturzes der gesamtwirtschaftlichen Produktion sind: die resiliente Wirtschaft mit immer noch starker internationaler Wettbewerbsfähigkeit, die überraschend schnell vollzogene Kompensation weggefallener Gaslieferungen aus Russland sowie die staatlichen Unterstützungsmaßnahmen für die Wirtschaft. Gegenüber dieser starken Konstellation der deutschen Wirtschaft konnte die rezessiven Wirkungen der Geldpolitik abgebremst werden. Allerdings sind die Risiken für einen jederzeit möglichen starken Wirtschaftsabschwung auch wegen der geopolitischen Risiken und möglicherweise erneut wieder steigender Energiepreise groß.

Es bleibt festzustellen: Die deutsche Gesamtwirtschaft bewegt sich seit dem letzten Quartal 2022 im Klima einer leichten Rezession. Eine der entscheidenden Ursachen ist die Zinswende der EZB seit Juli 2022. Ohne die Zinswende würde ein höheres Wirtschaftswachstum monetär ermöglicht werden. Die EZB verweist selbst auf die die gesamtwirtschaftliche Produktion „dämpfende Wirkung“ ihrer Zinswende. In den Jahren 2023 – 2025 rechnet sie voraussichtlich mit einem Bremseffekt von 2 Prozentpunkten im Schnitt. In diesem Zusammenhang legt die EZB (leider) keine länderspezifischen Analysen vor. Frühere Erfahrungen zeigen jedoch, dass es in Deutschland nach deutlichen Zinserhöhungen fünf Quartale bedarf, bis die Rezession erreicht wird. Daher ist im Herbst dieses Jahr mit der vollen Wucht der Belastung der Gesamtwirtschaft zu rechnen. Das belegten auch Umfrage bei Finanzmarktexperten.

Heute schon sind die produktionswirtschaftlichen Schäden infolge der Zinswende in einigen Wirtschaftsbereichen besonders stark. Dazu zählen die Bauwirtschaft und hier insbesondere der Eigenheimwohnungsbau. Dort haben die seit Dezember letzten Jahres von 1% auf 4% gestiegenen Zinsen für ein Baudarlehen mit zehnjähriger Bindung zum Rückgang von Aufträgen geführt.

Aber auch energieintensive Handwerksbetriebe, die unverschuldet in die Insolvenz geraten, sind dringend auf preiswerte Überbrückungskredite angewiesen. Diese sind jedoch mit der der Zinswende erhöht worden. Es wäre allerdings paradox, wenn zur Kompensation der höheren Zinskosten durch die EZB-Geldpolitik Unternehmen durch öffentliche Kreditsubventionen, die aus Steuergeldern finanziert werden, Entlastung erhielten.

Sparer gewinnen gegenüber Banken kaum

Von der Zinswende werden neben den höheren Kreditzinsen steigende Zinsen auf Einlagen bei den Banken vor allem durch Sparen zu Lasten des privaten

Konsums erwartet. Das Ende der Nullzinspolitik hat bei denjenigen, die mit der Zinswende endlich wieder mit einem deutlichen Anstieg ihrer Zinssätze auf ihre Einlagen bei den Banken gerechnet hatten, bisher kaum Jubel ausgelöst. Vor allem bei den großen Banken sowie den Sparkassen und Volksbanken fallen bis in das Frühjahr 2023 hinein die Zinserhöhungen für die unterschiedlichen Einlageinstrumente mit nur wenig über null Prozent spärlich aus. Allerdings nehmen die Banken zu, die die Zinssätze auf Termin- und Tagesgeld erhöhen. Ende Mai ist der höchste Zinssatz für Tagesgeld mit 3 % (BMW Bank und NIBC Direktbank für 5 000 €) und für Festgeld mit 3,75% (Aegean Baltic Bank Griechenland, 5 000 € für 12 Monate) angeboten worden. Meistens geht es jedoch diesen Finanzinstitutionen um die Werbung neuer Kunden. Bei der Anlageentscheidung sollte auf die (begrenzte) Höhe des Einlagenangebots, die Zinssätze sowie die Fristigkeiten beim Festgeld und die Wechselkursrisiken geachtet werden.

Gegenüber diesen Zinsen für Fest- und Tagesgeld sind die Kreditzinsen allerdings deutlich erhöht worden. Die Spanne aus zu zahlenden Zinsen auf Einlagen und empfangenen Zinsen für Kredite wird mit der restriktiven Geldpolitik wieder zur Quelle des Gewinns bei vielen Banken. Das Beispiel Sparkassen zeigt: Im Februar dieses Jahres steht dem durchschnittlichen Dispokredit mit 11,2% ein Tagesgeldsatz von 0,22% gegenüber. Allerdings müssen die Banken auch wegen ihrer Anleihen hohe Kursverluste und damit gewinnschmälernde Wertberichtigungen hinnehmen. Da diese Anleihen in den Beständen der Banken niedriger verzinst sind, sinkt durch den Zinsanstieg für die neuen Anleihen der Marktwert älterer Anleihen und Kredite. Dazu ein Beispiel: Bei den 50 Sparkassen in Baden-Württemberg brach der Vorjahresgewinn um die Hälfte auf 490 Mio. € ein. Jedoch dominieren in der Gesamtwirkung bei den Banken die steigenden Gewinne infolge der Zinswende der EZB-Geldpolitik.

Über die Gewinne aus der positiven Zinsspanne hinaus profitieren die deutschen Banken unmittelbar von der Geldpolitik der EZB. Anfang dieses Jahres wurde mit der fünften Stufe der Zinswende ein Zinssatz von 2,25% für die Einlagen der Banken bei der EZB bezahlt (seit Mai 2023 3,25%). Die Bürgerbewegung Finanzwende schätzt die Zinserträge der deutschen Banken, die ihnen zufließen, wenn sie Einlagen bei der Notenbank mit dem Zinssatz von 2,5% parken, auf mehr als 25 Mrd. €.

Insgesamt bestätigt die jüngste Zinswende die alte Erfahrung: Während die etablierten Geschäftsbanken die Leitzinsenerhöhungen über steigende Kreditzinsen an die Kreditkunden schnell weitergeben, bleiben die Zinsen auf

Einlagen bei den Banken auffällig niedrig. Das Bundeskartellamt sollte erneut dieses nahezu gleichgerichtete Preisverhalten zugunsten der Banken dringend untersuchen und im Missbrauchsfall einschreiten. Die Realzinsen sind wegen der immer noch hohen Inflationsraten negativ und der reale Wert des Geldvermögens schmilzt.

Belastungen der Finanzstabilität durch die Zinswende

Infolge dieser massiven Zinswende durch die EZB-Geldpolitiker ist mit schweren Verwerfungen des Finanzsystems zu rechnen. Hohe Zinsen belasten private Haushalte, die Unternehmenswirtschaft und insbesondere die Immobilienwirtschaft, die staatlichen Haushalte und auch die Banken. Auf den jüngsten „Finanzstabilitätsbericht“ der EZB vom Mai 2023 („Financial stability: Vulnerabilities remain elevated“⁷) verweist die Deutsche Bundesbank mit einer Presseerklärung unter dem Titel „Finanzstabilitätsbericht der EZB: Aussichten für die Finanzstabilität weiterhin fragil“. Die genannten Großrisiken für die Finanzstabilität konzentrieren sich auf die Anfälligkeit der Finanzmärkte, Belastungen der Banken, den wachsenden Risikofaktor Schattenbanken und massive Schuldenprobleme der Firmen und Staaten.

Nachdem vor allem spezialisierte Regionalbanken in den USA auch durch die Zinswende in die Knie gezwungen worden sind, muss sich die EZB mit dieser Belastung des Finanzsystems infolge ihrer Geldpolitik auseinandersetzen. Möglicherweise sind die Schäden gegenüber einer durch die Geldpolitik nicht einmal zu bändigenden Inflation viel zu groß. Das Ziel Finanzstabilität wird zweifellos in unterschiedlichen Bereichen verletzt. Die Banken, die Einlagen zum Kauf von Staatsanleihen verwendet haben, mussten Verluste hinnehmen. Da die Kurswerte der Staatsanleihen im Portfolio der Bank infolge der steigenden Leitzinsen der US-Notenbank gesunken sind, haben sich bei deren Verkauf zur Besorgung von Liquidität große Verluste eingestellt.⁸ Auch bei etlichen Sparkassen Deutschlands kam es in den letzten Monaten bei der Veräußerung von Anleihen zu Verlusten. Allein im Jahr 2022 summierten sich nach Angabe des Deutschen Giro- und Sparkassenpräsidenten die Verluste der Sparkassen in Deutschland über sinkende Kurse für Staatsanleihen infolge der Zinswende auf knapp 8 Mrd. €. Gegenüber dieser Gesamtsumme sind die Sparkassen allerdings je nach Geschäftsmodell sehr unterschiedlich von den Kursverlusten betroffen. Sparkassen, die sich mit ihren Einlagen statt Anleihen zu kaufen stark im Kreditgeschäft engagieren, sind durch derartige Kursverluste infolge der

⁷ <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202305~65f8cb74d7.en.html>

⁸ Rudolf Hickel, Von der Silicon Valley Bank zur Credit Suisse; in: Blätter für deutsche und internationale Politik“, Heft 5/2023

Zinswende deutlich weniger belastet. Dies gilt vor allem für die Sparkassen in Norddeutschland.

Die EZB ist also auch gefordert, dafür zu sorgen, dass mit ihrer Geldpolitik die Finanzmarktstabilität nicht erschüttert wird. Sie muss sich dem Zielkonflikt zwischen steigenden Leitzinsen zur Bekämpfung der Inflation gegenüber den damit im Falle des Verkaufs erzeugten Kursverlusten für Wertpapiere in den Bilanzen der Banken stellen. Geldpolitik darf nicht dazu führen, dass bei den Banken hohe Verluste bei der Besorgung von Liquidität erzeugt werden. Die Analyse des jüngsten Finanzstabilitätsberichts legt den Ausstieg aus der Zinswende durch die EZB nahe.

4. Wende zur Geldpolitik einleiten

Die EZB rechtfertigt ihre Zinswende mit dem monetaristischen Narrativ: Liegt die Inflationsrate deutlich über der Zielmarke von 2%, dann verweist die Fehlentwicklung grundsätzlich auf ein Überangebot von Billiggeld. Dagegen muss nach der monetaristischen Logik die EZB auch um den Preis gesamtwirtschaftlicher Schäden wie steigende Arbeitslosigkeit vorgehen. Dabei versäumt es die EZB, mit dieser monetären Reduktion der Inflationsursachen andere, wichtige Gründe der Geldentwertung ins Visier zu nehmen: die importierten Energiepreise, die auch auf die Kerninflationsrate durchschlagen, der Einfluss der Globalisierungskrise (Lieferkettenprobleme), aber auch die Preistreiberei durch machtvolle Konzerne.

Unbestreitbar ist es wichtig, sich hochschaukelnde Inflationserwartungen zu durchbrechen. Die EZB kann jedoch nur die Inflationsursachen erfolgreich bekämpfen, die sie mit ihren geldpolitischen Instrumenten überhaupt erreichen kann. Es gibt längerfristig wie nachfolgend gezeigt wird, ganz andere Einflüsse, gegenüber denen die Notenbank machtlos ist. Macht und Ohnmacht der Notenbank liegen daher eng beieinander. Die Möglichkeiten, vor allem aber die Grenzen der Geldpolitik müssen endlich offensiv und ideologiefrei kommuniziert werden. Nur so kann die Glaubwürdigkeitskrise der EZB überwunden werden. Im Mittelpunkt dieser Kommunikationsstrategie stehen die Inflationsursachen, die sich der Einflussnahme durch geldpolitische Steuerung entziehen. Bei der Geldpolitik müssen schließlich die gesamtwirtschaftlichen Kollateralschäden der Zinswende in Richtung Rezession sowie die Risiken für die Finanzmärkte gegenüber einer am Ende nicht einmal erfolgreichen Inflationsbekämpfung pointiert werden.

Folgende Überlegungen belegen, dass eine Wende zur erfolgreichen und nachhaltigen Geldpolitik erforderlich ist:

- * Die Geldpolitik darf nicht mit Spekulationen über eine drohende Lohn-Preis-Spirale dazu übergehen, die Tariflohnpolitik durch die Begrenzung des monetären Rahmens nach dem Motto zu disziplinieren: Aus der Sicht der EZB zu hohe Löhne werden mit Produktionseinbrüchen und Jobverlusten infolge des Einsatzes einer restriktiven Geldpolitik »bestraft«.
- * Die dringlich erforderlichen, auf die ökonomischen und sozialen Hilfen in der Inflationskrise ausgerichteten Programme der Finanzpolitik sollten nicht, wie es die Präsidentin der EZB immer wieder fordert, geldpolitisch konterkariert, sondern müssen monetär unterstützt werden.
- * Wegen der Inflationsursachen, die mit einer restriktiven Geldpolitik nicht bekämpft werden können, sowie der dadurch ausgelösten Belastung der gesamtwirtschaftlichen Produktion sollte auf weitere Runden zur Anhebung der Leitzinsen verzichtet werden.
- * Einer modernen, nachhaltigen Geldpolitik stellt sich die Aufgabe, den mit hohem Finanzaufwand verbundenen ökologischen Umbau monetär zu unterstützen. Deshalb sollte ein vorsichtiger Abbau der Leitzinsen angegangen werden. Die Geldpolitik muss sich endlich unter den massiven Herausforderungen der sozial-ökologischen Transformation neu definieren. Erste Ansätze sind bei der der EZB erkennbar.
- * Die bisher recht erfolgreiche EZB-Politik, die Finanzstabilität im Euroraum zu sichern, steht im Mittelpunkt der währungspolitischen Agenda. Gut ist, dass die Notenbank die Gefahr der in den Nationalstaaten unterschiedlichen Wirkung der Zinswende von Anfang an gesehen hat und gegen diese Fragmentierung vorgegangen ist. Für Länder, in den wegen des hohen Schuldenstands ein bedrohlicher Anstieg der Anleiherenditen – wie in Italien – zu erwarten ist, wird ein Anti-Fragmentierungsinstrument eingesetzt: Diesen Krisenländern steht ein weiterer Ankauf staatlicher Anleihen durch die Notenbank zu.

Die finanzpolitische Schlussfolgerung ist: Da die Inflation auch mit der Geldpolitik nicht nachhaltig gebremst werden kann, stellen sich dem Staat folgende Aufgaben: Sozialer Ausgleich sowie Hilfsprogramme für die Wirtschaft bei Fortsetzung der ökologischen Transformation. Dazu zählen die beiden Entlastungsprogramme sowie der Doppel-Wumms über 200 Mrd. €, die an den Zielen gemessen bewertet werden müssen. Finanzierungsinstrumente sind: öffentliche

Kreditfinanzierung für nachhaltige Zukunftsinvestitionen, stärkerer Einbezug der Einkommens- und Vermögens über die Erbschaft- und Vermögenssteuer, eventuell ein Lastenausgleich sowie eine Besteuerung der Übergewinne, die vor allem marktstarke Unternehmen in der Krise durchsetzen konnten.

5. Treiber der längerfristig höheren Inflationsraten: Zielinflationsrate der Geldpolitik angemessen anheben

Derzeit konzentriert sich die Finanzpolitik auf die die Inflation treibenden Energie- und Nahrungsmittelpreise. Abschließend stellt sich die Frage, wie sich die Inflation in den kommenden Jahren entwickeln wird. Gibt es strukturelle Einflüsse, die längerfristig auf eine im Jahresdurchschnitt höhere Rate der Verbrauchpreisinflation hinweisen? Wenn ja, was bedeutet dies für die Geldpolitik? Sollte sich im Trend ein höheres Inflationsniveau durchsetzen, dann kann die EZB nicht mehr an der hinzunehmenden Zielinflationsrate von 2% festhalten. Jedenfalls fällt auf, die EZB vermeidet die öffentliche Diskussion über eine angemessene Zielinflationsrate weder für die derzeit geltenden 2% noch für eine Erhöhung infolge struktureller Einflüsse. Ein Beispiel für die Unvermeidbarkeit dieser Diskussion: Wenn mit dem Ziel des CO₂-Abbaus durch entsprechende Abgaben die Preise für den CO₂-Ausstoß deutlich erhöht werden, dann muss dies die EZB bei der angestrebten Zielinflationsrate berücksichtigen! Aus dem oben dargelegten Zielkonflikt („magisches Dreieck der Geldpolitik“) zwischen Inflationsbekämpfung mit dämpfender Wirkung auf die gesamtwirtschaftliche Produktion bis zu einer Rezession sowie einer Destabilisierung der Finanzmärkte (Banken) durch sinkende Anleihekurse infolge der Zinswende leitet Marcel Fratzscher, der Präsident des „Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW)“ die Überlegung ab, künftig die Finanzstabilität in den Mittelpunkt der geldpolitischen Strategie zu rücken. So wäre eine Inflationsrate von beispielsweise **drei Prozent** gemessen an der Minimierung des Zielkonflikts nicht per se wirtschaftlich schädlich. Die Währungshüter müssten allerdings auch kommunizieren, dass sie diese Inflationsrate akzeptieren und sich die wirtschaftlichen Akteure auf eine stabile Inflationsrate und stabile Finanzierungsbedingungen verlassen könnten. Eine Reform der geldpolitischen Strategie sei erforderlich: "Je früher die Zentralbanken damit beginnen, desto besser."⁹

⁹ <https://www.n-tv.de/wirtschaft/Top-Okonom-fordert-von-EZB-Strategiewechsel-article24163853.html>

Marcel Fratzscher, Gastkommentar „Notenbanken: Raus aus dem Irrweg“; in: Handelsblatt 2./3./4. Juni 2023

Die folgenden Hinweise zur Begründung einer längerfristig höheren Zielinflationsrate beispielsweise in Richtung 3 % sollen zur Diskussion anregen.

* Die die Globalisierung grundsätzlich prägenden engmaschigen Lieferketten auf der Basis einer »Just-in-Time« Logistik sind erstmals in dieser Deutlichkeit durch die Lock down- und andere Maßnahmen der Abschottung in der Corona-Krise massiv gestört worden. Zum Teil kam es zum kompletten Ausfall von Warenlieferungen und damit zu steigenden Preisen. Derzeit ist bereits der Ausstieg aus der krisenanfälligen Hyperglobalisierung durch die Rückverlagerung von Produktionsstätten in einigermaßen stabile Regionen bzw. »freundliche« Nachbarländer (friendly Nearshoring) unterstützt durch resiliente und auf Diversität setzende Geschäftsmodelle der Unternehmen voll im Gange. Zumindest in einer längeren Phase ist deshalb mit Preissteigerungen in Deutschland zu rechnen.

* Während im Zuge der bisher rücksichtslosen Globalisierung Arbeitskräfte zu unfairen Löhnen und katastrophalen Arbeitsbedingungen ausgebeutet wurden, zeichnet sich weltweit eine Regulierung der Arbeitsverhältnisse durch soziale Mindeststandards ab. Dafür steht in Deutschland das allerdings noch viel zu schwache »Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz«. Die bisherigen Billigpreise infolge menschenverachtender Arbeitsverhältnisse müssen durch faire, also die Existenz der Beschäftigten sichernde Löhne und humaner Arbeitsbedingungen abgelöst werden. Das T-Shirt zum billigen Ausbeutungspreis verschwindet auf den Märkten auch in Deutschland. Diese Preissteigerungen gegenüber unfairen Preisen ist gewollt.

* Die Erwartung, durch die voranschreitenden Globalisierung würden Wohlstandsgewinne für alle beteiligten Staaten erzielt, geht nicht mehr auf. Ein Rückfall in den Protektionismus im Sinne nationaler Abschottung der Länder ist voll im Gang. Nach der Devise »Eigenes Land First« – wie America First – wird der Ausbau offener Wirtschaftsbeziehungen behindert. Beispiel dafür ist der »Inflation Reduction Act« in den USA, mit dem die US-Wirtschaft durch Steuersubventionen für den ökologischen Umbau bevorzugt wird. Diese wachsende Abschottung treibt die Preise.

* Durch die geostrategische Blockbildung auch mit der gewaltvollen Durchsetzung von Gebietsansprüchen werden die Weltmärkte massiv fragmentiert. Der Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine demonstriert, wie gleichsam über Nacht grenzübergreifende, für alle bisher vorteilhafte wirtschaftlichen Interdepen-

denzen zerstört worden sind. Die Hoffnung der Friedensbewegung, ökonomische Kooperation zum Vorteil aller beteiligten Länder, würde nach dem Leitspruch von Willy Brandt »Wandel durch Handel« die Chancen für friedliche Koexistenz verbessern, ist durch die geostrategischen Interessen vor allem Russlands aufgekündigt worden. Die wirtschaftliche Kooperation als Basis einer Friedensdividende für alle Beteiligten ist brüchig. Diese geostrategisch spalterische Blockbildung treibt ebenfalls die Preise.

* Anstatt eines sozial und ökologisch verantwortlichen Wettbewerbs schreitet weltweit die Konzentration ökonomischer Macht durch Megakonzerne voran. Daher wird die Inflation immer weniger durch den Druck fairer Wettbewerbspreise gebremst. Dagegen treiben monopolistisch durchgesetzte Machtpreise die Inflation. Bitteres Beispiel für monopolistische Preispolitik ist die Mineralölindustrie. Sie nutzt die Energiekrise, um Extraprofite (»Excess Profits«) durchzusetzen. Durch diese Gier auf Gewinne wird die „Gierflation“ bzw. „Greedflation“ angetrieben.

* Eng verbunden mit der Preistreiberei durch die multinationalen Konzerne ist der Einfluss des Finanzsektors vor allem auf steigende Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise. Dort dominieren von der realen Wirtschaft ziemlich entkoppelte Spekulationsgeschäfte, die die institutionellen Anleger und hier vor allem Hedgefonds vorantreiben. Eingesetzt werden auf die Zukunft spekulierende Future-Kontrakte. Bei den Benzinpreisen zeigt sich, wie Techniken der Künstlichen Intelligenz (Einsatz von Algorithmen beim Robotrading) zu Preiserhöhungen über die Märkte durchgesetzt werden. Diese oligopolistische, mit Marktmacht vorangetriebene Preispolitik treibt die Inflationsrate.

* Vor allem in der Phase des ökologischen Umbaus wird über allerdings gewollte Preissteigerungen der Inflationsdruck erhöht. Ökologisch gezielt steigen die Preise für CO₂-lastige Produkte durch eine entsprechende Abgabe bzw. Zertifikate, mit denen CO₂-Ausstoß gebremst werden soll. Um die sozialen Auswirkungen dieser ökologisch gewollten höheren Preise aufzufangen, wird ein Klimabonus mit dem Schwerpunkt bei den Einkommensschwachen favorisiert.

Über diese direkt preiserhöhenden Effekte hinaus hat der ökologische Umbau einen lang anhaltenden Rohstoffsuperzyklus ausgelöst. Wie die Beispiele der Elektromobilität sowie des Baus von Anlagen für alternative Energien zeigt, sind dadurch die Preise für Rohstoffe und seltene Erden gestiegen. Dazu zählt auch die steigende Nachfrage nach Kupfer und anderen Rohstoffen, deren Preise heute schon massiv hoch sind. Durch die Nachfrage nach »Seltene Erden«,

steigt die Abhängigkeit vom wichtigsten Lieferland China. Oftmals werden die durch den ökologischen Umbau verursachten Preiseffekte unter dem allerdings missverständlichen Stichwort »Greenflation« zusammengefasst. Es muss klar sein, dass diese Preiseffekte im Dienste der ökologisch-nachhaltigen Entwicklung unvermeidbar sind. Gegen den Versuch, die ökologisch gewollten höheren Preise durch billige Importe - etwa im Bereich der Stahlproduktion aus China – zu umgehen, richtet sich der Vorschlag einer EU-weiten Grenzausgleichsabgabe. Zu den Inflationswirkungen des ökologischen Umbaus gehört aber auch die versöhnliche Nachricht: Je mehr dieser erfolgreich voranschreitet, umso stärker werden preissenkende Effekte auf breiter Front ausgelöst, die die gesamte Inflationsrate entlasten. Denn gegenüber den traditionellen Kraftwerken auf der Basis fossiler Energie sinken mit dem Einsatz alternativen Energien die Grenzkosten. Bei der Nutzung der Sonne, des Wassers und des Windes liegen die Grenzkosten in der Nähe von Null.
