

Die EZB und die Inflation – ein umstrittenes Verhältnis

Stefan Immerfall

Die zweite Dezemberwoche 2021 war die Woche der Notenbanken. Zuerst kündigte die US-Notenbank Fed eine Abkehr von der ultralockeren Geldpolitik an: Die Käufe von Anleihen werden deutlich zurückgeführt, und im nächsten Jahr soll der Leitzins (derzeit 0,25%) in mehreren Schritten erhöht werden. Dann kam die Bank of England. Sie lässt nicht nur das Anleihekaufprogramm bis zum Jahresende auslaufen, sondern erhöht gleich den Leitzins von 0,1 auf 0,25%.

Und was macht die Europäische Zentralbank (EZB)? Auch sie strafft ihre Geldpolitik¹. Aber nur ein bisschen und vielleicht auch erst später oder gar nicht. Zwar beschloss die EZB, ihr Pandemie-Notfallankaufprogramm PEPP per Ende März auslaufen zu lassen. Zugleich kündigte EZB-Präsidentin Christine Lagarde an, das reguläre Anleihekaufprogramm (APP, Asset Purchase Programme) wieder aufzustocken². Was bedeuten dieses Beschlüsse? Warum sind sie umstritten? Und vor allem: Wie sind sie – zumindest aus Sicht dieses Verfassers – einzuordnen? Zunächst einige Hintergrundinformationen.

Das Inflationsziel der Europäischen Zentralbank

Die EZB ist die Zentralbank jener 19 EU-Mitglieder, die den Euro eingeführt haben. Ihre vertraglich wichtigste Aufgabe ist, für Preisstabilität zu sorgen. Auf diesem Mandat beruht ihre Unabhängigkeit (Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, § 117). Keine leichte Aufgabe angesichts der immensen wirtschaftlichen Unterschiede im Euroraum. Zudem muss die Europäische Zentralbank innerhalb ungewöhnlicher, vermutlich sogar historisch einzigartiger Rahmenbedingungen agieren: Geld- und Währungspolitik sind in der Eurozone zentralisiert, alle anderen Wirtschaftspolitiken im Grunde national belassen.

Lange stand für EZB eher die Deflations-, als die Inflationsbekämpfung in Vordergrund. Sinkende Preise mögen auf den ersten Blick vorteilhaft erscheinen; sie führen aber in einen wirtschaftlichen Teufelskreis: Denn in der Erwartung weiter sinkender Preise verschieben die wirtschaftlichen Akteure ihre Investitions- und Konsumentschei-



Stefan Immerfall

ist Professor für Soziologie an der Pädagogischen Hochschule Schwäbisch-Gmünd

dungen immer weiter in die Zukunft. Eine äußerst hartnäckige Rezession wäre die Folge. Hingegen kann eine niedrige Inflationsrate wirtschaftliche Anpassungsprozesse durchaus erleichtern.

Die EZB hat sich deshalb ein Inflationsziel von 2% gesetzt, das zuletzt aber nur auf „mittlere Sicht“ gilt. D.h., sie würde für eine gewisse Zeit auch ein Überschießen über 2% hinaus dulden. Da lange Zeit die Inflation in der Eurozone niedriger lag, versucht die EZB seit Jahren, die langfristigen Zinsen zu senken und zusätzliche Liquidität ins Bankensystem zu schleusen, um so die Wirtschaft zu stimulieren. Zu den wichtigen geldpolitischen Instrumenten, dieses Ziel zu erreichen, gehören ein durchweg niedriger (bis negativer) Leitzins³, sowie verschiedene Programme zum Ankauf von Vermögenswerten, insbesondere von langlaufenden Staatsanleihen. Seit 2014 kauft die EZB monatlich Schuldtitel in zweistelliger Milliardenhöhe. Von einigen Euroländern hält sie inzwischen mehr als 40% aller Schuldpapiere. Die Bilanzsumme der EZB beträgt gewaltige 72% der

Wirtschaftsleistung des Währungsgebiets, weitaus mehr als der Anteil der US-Notenbank.

Mit der Fortsetzung ihrer lockeren Geldpolitik beschreitet die EZB mittlerweile einen Sonderweg innerhalb der großen und unabhängigen Notenbanken. Es stellt sich die Frage, warum die EZB mit der „Strategie des billigen Geldes“ fortfährt, obgleich die Inflation in der Eurozone schon seit Juli 2021 über dem avisierten Prozentziel liegt. Und hier scheiden sich die Geister.

Das billige Geld und seine Nebenwirkungen

Die Verbraucherpreise sind in der Eurozone im Dezember um 5% gegenüber dem Vorjahr gestiegen, in Deutschland um 5,3%. Auf das ganze letzte Jahr betrachtet betrug die Teuerungsrate in Deutschland 3,1%. Das ist der höchste Wert seit 1993. Ähnlich hoch sind die Werte in der Eurozone insgesamt (Abbildung).

Inflation in der Eurozone (Veränderungen gegenüber Vorjahr in %)



Quelle: <https://www.euro-area-statistics.org/>

Der EZB-Rat geht davon aus, dass der Preisanstieg bald wieder abebben wird. Es handle sich um ein vorübergehendes Phänomen, das durch Sondereffekte wie der Anstieg der Energiepreise, die Corona-bedingten Lieferengpässe oder die Rück-

nahme der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Europas größter Volkswirtschaft hervorgerufen worden sei. Vor allem das deutsche Ratsmitglied Schnabel versucht, ihren misstrauischen Landleuten die lockere Geldpolitik der EZB na-

hezubringen.⁴ Doch auch sie musste zuletzt einräumen, dass die Inflationsprognosen deutlich übertroffen wurden.

Kritiker sind nicht überzeugt. Kann man die Kritik des deutschen Bankenverbandes noch als pro domo motiviert abtun⁵, nehmen auch andernorts die Befürchtungen zu, die EZB würde das Aufwärtsrisiko der Geldentwertung unterschätzen.⁶ Käme der Zinsanstieg aber zu spät, müsse er dann umso heftiger ausfallen, was dann den Wirtschaftsaufschwung abwürge. Schlimmstenfalls käme es zu einer länger anhaltenden Inflation bei steigender Arbeitslosigkeit (Stagflation).

Zwar argumentiert die EZB nicht zu Unrecht, mit ihren Interventionen habe sie Wirtschaftseinbrüche verhindert oder zumindest abgefedert. Das habe allen geholfen, auch den Sparern, die sich über die Nullzinspolitik beklagen. Allerdings hat die Politik der EZB – wie jede Politik – auch Verteilungswirkungen. Während einkommensstarke Haushalte den Folgen der Teuerungen durch rentierliche Anlageformen ausweichen können, treffen steigende Lebenshaltungskosten die ärmeren Haushalte und Rentner überdurchschnittlich.⁷

Gerade die Kosten für Energie, Wohnen und Lebensmittel sind gestiegen, welche die einkommensschwachen Haushalte besonders stark belasten. Dies wird man der EZB nicht anlasten können. Steigende Energiepreise sind allerdings auch gewollt: Ohne Bepreisung der Treibhausgase, z.B. über CO₂-Zertifikate, wird es kaum gelingen, die Schadstoffemissionen deutlich zu senken. Die Ampelkoalition hatte versprochen, die steigenden Einnahmen aus den abgeschöpften Energiesteuern zu nutzen, um die Kosten der Energiewende sozial gerechter gerecht zu verteilen. Dazu hört man derzeit nichts mehr. Auch dies lässt sich der EZB nicht anlasten. Doch eine weitere Verteilungswirkung der Null- und Niedrigzinspolitik zugunsten der Finanzindustrie wird oft übersehen: Da der Emissionshandel den Ausstoß von CO₂ immer mehr senken soll, ist er so konstruiert, dass die CO₂-Zertifikate schrittweise teurer werden. Deshalb können Finanzinvestoren fast risikolos Gewinne einstreichen, so sie den Kauf von CO₂-Zertifikaten auf Kredit finanzieren, der fast nichts kostet.

Die EZB und der Zusammenhalt der Eurozone

Durch zahlreiche Maßnahmen (und durch deren bloße Ankündigung) hat die EZB im hohen Maße zum Zusammenhalt der Eurozone beigetragen. Allerdings sind die Schuldenstände in Ländern wie Griechenland, Italien und Frankreich so hoch wie nie zuvor. Die Südstaaten tun sich schwer, das wirtschaftliche Vorkrisenniveau von 2019 erreichen. Auch wenn der Zentralbank monetäre Staatsfinanzierung untersagt ist, wird sie dies bei ihren Beschlüssen und Maßnahmen berücksichtigen. Noch würde eine Leitzinserhöhung diese Staaten nicht in Schwierigkeiten bringen, da sie sich zu günstigen Konditionen verschuldet haben. Doch irgendwann würden höhere Zinsen auf ihre Schuldenlast durchschlagen. Dies zeigt, dass die EZB allein die Probleme der Eurozone nicht lösen können wird.

Große Hoffnung setzen Italiens Regierungschef Mario Draghi und der französische Präsident Emmanuel Macron auf eine Reform des europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts, der eine Obergrenze des staatlichen Schuldenstands von 60% und ein maximales Defizit von 3% des Bruttoinlandsprodukts fordert. Hierdurch erhoffen sie sich größere Handlungsspielräume für mehr Zukunftsinvestitionen. Die Ampelkoalition steht seiner Reform, wie auch immer sie auch aussehen mag, aufgeschlossen gegenüber. Zuviel sollte man sich von einer Reform allerdings nicht erwarten, denn schon jetzt ist das Regelwerk mit zahlreichen Ausnahmen und komplizierten Sondervorschriften versehen. Vor allem aber gilt, was Fuest⁸ in Anlehnung an Griechenlands berühmten Sagenheld formuliert hat: solange Staaten souverän sind, lassen sie sich nicht auf Dauer an den Mast festbinden – sprich: sich nicht glaubwürdig auf ein Verhalten in der Zukunft festlegen. Im Zweifelsfall sind ihnen ihre eigenen (Wahl-)Bevölkerungen wichtiger als Verpflichtungen, die sie einst gegenüber Dritten eingegangen sind.

Die Euro-Länder haben sich – vor allem auf der Nord-Süd-Achse – wirtschaftlich sogar wieder auseinanderentwickelt. Italien ist dabei, erstmals zum Nettoempfänger in der Europäischen Union zu werden. Ein derart heterogener Währungsraum kann ohne eine (partielle) Schuldenvergemein-

schaftung oder zumindest eine deutliche Erhöhung der Transfersummen längerfristig nicht funktionieren⁹. Im Zuge der Coronapandemie hat der Europäische Rat (die EU-Regierungschefinnen und -chefs) im Juni 2020 denn auch eine komplexe Änderung der EU-Finanzverfassung beschlossen. Die EU-Eigenmittel-Obergrenze wird „vorübergehend“ um 0,6 auf 2% der Wirtschaftskraft der EU-Staaten angehoben, mit dem schönen Nebeneffekt, dass das Instrument die Schuldenlast der Mitgliedsländer (haushaltstechnisch) nicht erhöht. Ein 750 Milliarden Euro schwerer Wiederaufbaufond (in Preisen von 2018), geht – geprüft von der Kommission – an die Mitgliedsländer, teils als Kredit, teils als verlorder Zuschuss.

Ob die Kommission besser weiß, wie mit Finanzmitteln umzugehen ist, als die nationalen Regierungen, wird sich weisen.¹⁰ Womöglich wäre dem Zusammenhalt der Eurozone mehr gedient, wenn Deutschland sein auf exorbitante Exportüberschüsse ausgerichtetes Wirtschaftsmodell¹¹ besser ausbalancieren könnte. An Deutschlands niedrigen Löhnen und seinen dauerhaft hohen Leistungsbilanzüberschüssen übt nicht nur die Europäische Kommission immer wieder Kritik¹². Auch gemäß dem altherwürdigen Stabilitätsgesetz (StabG) aus dem Jahr 1967 müsste das wirtschaftspolitische Handeln neben anderen Zielen auch das außenwirtschaftliche Gleichgewicht im Auge haben.

Anmerkungen

- 1 Das Manuskript wurde vor dem Angriff auf die Ukraine abgeschlossen. Die damit verbundenen Folgen werden womöglich auch Auswirkungen auf die Zinswende haben.
- 2 Pressemitteilung der Europäischen Zentralbank vom 16. Dezember 2021 [<https://www.bundesbank.de/resource/blob/882436/b1e86654c6ea6638260a730660048632/mL/2021-12-16-beschluesse-download.pdf>]
- 3 Der offizielle Leitzins, der für kurzfristige Kredite erhoben wird, liegt derzeit bei 0, der Einlagezins bei minus 0,55. Das ist der Zins, den die Geschäftsbanken für ihre Einlagen

bei der EZB bezahlen müssen und der für die von einem Teil der Kundschaft erhobenen Minuszinsen verantwortlich ist.

- 4 Isabel Schnabel ist die mächtigste Deutsche in der EZB. Kann sie ihren Landsleuten die Furcht vor der Geldentwertung nehmen? FAZ vom 20.02.2021.
- 5 Bankenverband vom 16.12.2021: EZB zu zögerlich [<https://bankenverband.de/newsroom/zitate/bankenverband-ezb-zu-zoegerlich/>]
- 6 van Scherpenberg, Jens: Fiatgeld und Corona-Krise, GWP – Gesellschaft. Wirtschaft. Politik, 1-2021, S. 39-48.
- 7 Demary, Markus/Kruse, Cornelius/Zdrzalek, Jonas, 2021, Welche Inflationsunterschiede bestehen in der Bevölkerung? Eine Auswertung auf Basis der Einkommens- und Verbrauchsstichprobe, IW-Report, Nr. 46, Köln. https://www.iwkoeln.de/fileadmin/user_upload/Studien/Report/PDF/2021/IW-Report_2021-Inflationsunterschiede.pdf
- 8 Becker, Johannes, und Clemens Fuest. 2017. Der Odysseus-Komplex. Ein pragmatischer Vorschlag zur Lösung der Eurokrise. München: Hanser, S. 130.
- 9 Vgl. Immerfall, Stefan. 2018. Europa - politisches Einigungswerk und gesellschaftliche Entwicklung. 2., aktual. Aufl. Wiesbaden: Springer VS, Kap. 8.
- 10 Für eine sehr optimistische Sichtweise siehe van Scherpenberg, Jens: Das Corona-Kreditprogramm der EU: eine neue Dimension europäischer Integration. GWP – Gesellschaft. Wirtschaft. Politik, 1-2022.
- 11 Nölke spricht von einer „Exportfixierung“: Nölke, Andreas. 2021. Exportismus. Die deutsche Droge. Frankfurt/Main: Westend.
- 12 In den letzten 10 Jahren betrug Deutschlands Überschuss in der Leistungsbilanz stets mehr als 7% des Bruttoinlandsprodukts. Das ist für eine große Volkswirtschaft ein extrem großer Wert. In den 2011 vereinbarten Zielvorgaben des Makroökonomischen Überwachungsverfahrens der Europäischen Union wurde ein Schwellenwert von höchstens 6% vereinbart. Denn dauerhaft hohe Überschüsse erhöhen die Anfälligkeit für Finanzkrisen.