

Rudolf Hickel

Geldpolitische Entscheidung der EZB: Dritter Zinsschritt der EZB: Erfolglos gegen die Inflation, jedoch schwere Belastung der kreditfinanzierten Wirtschaft

I. Wertung der Maßnahmen im Überblick

Die EZB hat am 27. 10. 2022 mit dem dritten Schritt die Leitzinsen nochmals deutlich erhöht. Der Hauptrefinanzierungssatz, den die Banken für die Besorgung von Liquidität bezahlen müssen, liegt bei 2 Prozent. Aber auch der Zinssatz, der für die Einlagen von Banken bei der EZB gewährleistet wird, ist auf 1,5 Prozent erhöht worden. Angekündigt wurde, im Dezember die Grundsätze für den Abbau ihrer Bilanzsumme durch das ersatzlose Auslaufen von Zinspapieren mit Einfluss auf die Langfristzinsen festzulegen. Die bisher supergünstigen Zinsen für langfristige Kredite (TLTRO III), die in der Pandemie zur Stärkung kreditfinanzierter Investitionen der Unternehmen eingeführt wurden, erhöht.

Die Präsidentin begründet die Entscheidung mit dem Hinweis, das Inflationspotenzial, das noch in der Pipeline stecke, müsse reduziert werden. Explizit wird auf Anzeichen, „dass die Löhne und Gehälter anziehen“ verwiesen. Belastungen der Wirtschaft, die die Rezessionstendenz verstärken, werden in Kauf genommen.

Diese intensivierte Zinswende ist in dieser Phase der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung falsch:

1. Die Energiepreise als wichtigster Treiber der Inflation werden durch die Verteuerung der Kredite nicht gebremst.
2. Mit einer Aufwertung des Euros gegenüber dem US-\$, der die importierten Preise in der Eurozone reduzieren würde, ist ernsthaft auch wegen der vielen Unwägbarkeiten nicht zu rechnen. Eher schwächt die auf die Anleger aus dem Dollar-Raum abschreckend wirkende Rezession den Euro-Wechselkurs.
3. Die inflationstreibenden Sekundärwirkungen („Zweitrundeneffekte“) vor allem konzentriert auf den Staat und die Lohnpolitik werden gezielt überschätzt. Die Drohung mit der geldpolitischen Keule dient vor allem der vorauseilenden 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. Mit der steigenden Spanne zwischen den zu zahlenden Zinsen auf Einlagen und den erzielten Zinsen durch die Kreditvergabe sind die Banken die großen Gewinner. Derzeit wird das Geldgeschenk (Übergewinne) auf bis zu 40 Mrd. € geschätzt. Immerhin ist dieses Geldgeschenk aus der Vergabe zielgerichteter Kreditspritzen (TLTRO III. Volumen zuletzt 1,3 Mrd. €), die dann bei der EZB mit 1,5 Prozent angelegt werden, durch ungünstigere Zinskonditionen reduziert worden.

II. Argumente zum Hintergrund

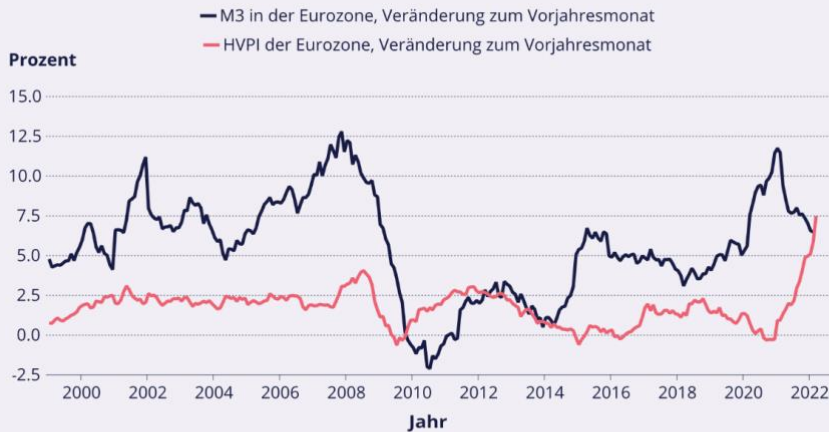
Streit über die Ursachen der Inflation

Die Europäische Zentralbank hat sich durch die schrittweise vollzogene Zinswende für einen monetären Restriktionskurs gegen die Wirtschaftskrise im Doppelpack entschieden. Die Folgen sind unübersehbar: Banken müssen für die Liquidität, die sie sich bei der Notenbank für ihre Geschäfte besorgen, höhere Zinssätze bezahlen. Diese nehmen den geldpolitischen Preisschub zum Anlass, die Kreditzinsen übriger überhöht weiterzugeben. Während diese Zusatzbelastung der auf Bankkredite angewiesenen Wirtschaft gewiss ist, scheitert die Europäische Zentralbank jedoch mit ihrem Ziel, die Kaufkraftverluste in Richtung Zielinflationsrate von 2 Prozent herunterzudrücken.

Grund ist das in der Tradition des Monetarismus nach Milton Friedman stehende populistische Dogma: Die Folge der seit 2012 durch die EZB betriebenen Vermehrung billigen Geldes seien die hohen Inflationsraten. Dieser Rückgriff auf Milton Friedmans Neoquantitätstheorie gehört ins Reich der Trugschlüsse nach dem Kausalitätsmuster „danach, also deswegen“ (Post hoc ergo propter hoc). Im Trend ist seit 2012 die Geldmenge (M3) in der Eurozone durch die EZB-Politik zwar massiv ausgeweitet worden. Allerdings ist die unterstellte Inflation nicht eingetreten. Die Inflationsrate (HVPI) entwickelte sich zuerst nur wenig oberhalb der Nulllinie. Abgesehen vom Einfluss der exogenen Corona-Konjunktur stieg 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 (siehe Grafik).

Geldmengen- und Inflationsentwicklung in der Eurozone

in Prozent, Stand 07.04.2022



Lesbeispiel: Im Jahr 2002 lag die Inflationsrate bei 2,5% und das Geldmengenwachstum (M3) lag bei knapp über 10%.

Quelle: Macrobond, ECB, Eurostat

Dezernat Zukunft

Institut für Makrofinanzien

Geldpolitik unter dem Regime importierter Angebotsinflation

Die heutige Inflation ist nicht die Folge einer gegenüber dem gesamtwirtschaftlichen Angebot durch billiges Geld gefluteten, überschüssigen Nachfrage. Deshalb ist es ärgerlich, den sich über Kredite finanzierenden Staat und die Lohnpolitik der Gewerkschaften als Verursacher der Inflation zu verurteilen. Nicht die Geldmenge, sondern die Energiepreise treiben die Inflation. Heute dominiert eine aus dem Ausland importierte Angebotsinflation. Die importierten Energiepreise treiben die Kosten der Erzeuger gewerblicher Produkte im Inland nach oben und machen den Warenkorb der Verbraucher teurer. Das sah im April 2022 die EZB-Präsidentin mit ihrer rhetorisch zugespitzten Frage, wie denn eine Leitzinserhöhung etwa den Preis für importiertes Gas beeinflussen kann. Unter dem machtvollen Druck des Dogmas von der Inflation infolge der Geldschwemme rechtfertigt allerdings heute Christine Lagarde ihren Gesinnungswandel mit dem Hinweis auf den „Preisdruck in der gesamten Wirtschaft, der an Breite und Stärke zugenommen“ habe. Sicherlich treiben die wegen der hohen Energiepreise weitergegebenen Kostensteigerungen in den Unternehmen die Preise auf breiter Front nach oben. Wenn jetzt jedoch die Notenbank den Spielraum für die Überwälzung der Kosten durch die importierten Energiepreise auf die Inlandspreise monetär blockiert, dann ist der Absturz der von Krediten abhängigen Unternehmen vorprogrammiert. Bekämpft werden müssen die Ursachen der importierten Angebotsinflation. Und dagegen ist die EZB machtlos. Die ketzerische Frage sei erlaubt: Dient das EZB-Dogma von der Überschussnachfrage als Inflationsursache dem Ziel, den sich über Kredite finanzierenden Staat sowie die anstehenden Lohnverhandlungen zu disziplinieren? Während die Geldpolitik im Kampf gegen die Inflation ihre machtvolle Machtlosigkeit demonstriert, schrumpft infolge restriktiver Geldpolitik die Wirtschaft. Unternehmen, die besonders jetzt zur Überbrückung fehlender Liquidität auf Kredite angewiesen sind, müssen höhere Zinssätze bezahlen. Zu den Verlierern gehört beispielsweise auch der so wichtige Wohnungsbau. Seit Beginn dieses Jahres hat sich der Zins für Kredite mit zehnjähriger Bindung von einem Prozent vervierfacht.

Dabei steigen gegenüber den Verlierern die Gewinne derjenigen, die noch sparen können, minimal. Die Zinssätze nach Abzug der Geldentwertung bewegen sich derzeit mit rund 9 Prozent im Minus.

Banken – Gewinner der Zinswende

Profiteure der bisherigen Zinswende sind wegen der hohen Zinsmargen die Banken. Die Zinsaufwendungen für Einlagen fallen deutlich geringer aus als die Zinseinnahmen aus dem Kreditvergabegeschäft. So verlangten im Durchschnitt die Banken in der 34. Kalenderwoche für alle Kreditangebote 6,48 Prozent. Der Index für Wohnbaudarlehen mit 10 Jahre Laufzeit belief sich zuletzt auf 4,1 Prozent. Dagegen wurden bei kurzfristigen Einlagen wie Tagesgeld nur knapp über 1 Prozent Zinsen bezahlt (bei Termineinlagen über 2 Jahre bis zu 3%). Zusätzlich profitieren die Banken von dem Zinssatz mit derzeit 1,5 Prozent auf ihre Einlagen bei der EZB. Da die EZB mit dem Programm TLTRO- III immer noch günstige Zinsen für langfristige Kredite gewährt, haben die Banken die Möglichkeit, diese Liquidität zum Zinssatz von 1,5 Prozent bei der EZB anzulegen. Bisher gehen Schätzungen dieses Geldgeschenks (Übergewinne) von bis zu 40 Mrd. € aus.

Schließlich geht das Versprechen, mit der Zinswende durch den Zufluss von Finanzkapital aus dem US-\$-Raum den Euro aufzuwerten und damit den Preis für importierte Waren auf US-\$-Basis zu senken, nicht auf. Jedenfalls erreicht derzeit der Euro-Dollar-Wechselkurs Tiefststände. Schließlich verliert Deutschland auch infolge der durch die Zinswende angetriebenen Rezession für die Finanzinvestoren an Attraktivität.

Geldpolitische Neuorientierung: Wende aus der Zinswende?

Die EZB muss sich dem Widerspruch des neuen makroökonomischen Regimes stellen: Grundsätzlich kostet diese Art monetaristischer Bekämpfung der Inflation, die auch noch erfolglos bleibt, gesamtwirtschaftlich Produktion und am Ende Arbeitsplätze. Deshalb muss diese importierte Angebotsinflation einerseits ursächlich durch den beschleunigten Ausstieg aus der Nutzung fossiler Energie mit Investitionen in den ökologischen Umbau und Einsparmaßnahmen bekämpft werden. Andererseits ist es die Aufgabe des Staates, in einer längeren Übergangsphase die sozialen Belastungen aufzufangen. Aus diesen beiden Aufgaben entsteht kein zusätzliches Inflationspotenzial. Der Grund ist eindeutig: Die Investitionen in den ökologischen Umbau stärken das reale Produktionspotenzial nachhaltig. Die sozialen Hilfsprogramme kompensieren dagegen die Nachfrage, die ansonsten wegfallen und soziale Not auslösen würde. Diese doppelte Herausforderung geldpolitisch zu unterstützen, das ist die Mission der EZB. Dabei ist die Notenbank gut beraten, der zwischen den Mitgliedsländern (vor allem Italien) erkennbaren Defragmentierung durch die Sicherung der Finanzstabilität im Eurosystem entgegenzuwirken.

Die EZB sollte endlich eine ehrliche Aufklärungskampagne unter Berücksichtigung unterschiedlicher Interpretationen über die Ursachen der Inflation starten. Offengelegt werden müssen die Gefahren einer auf die Überschussnachfrage ausgerichteten Geldpolitik gegenüber dem Regime einer importierten Angebotsinflation. Erwartet wird auch die Zusicherung, die Rezession nicht als unvermeidbaren Kollateralschaden im Dienste eines auch noch erfolglosen Kampfes gegen die Inflation zuzulassen. Hauptziel

der EZB ist es, die Finanzstabilität der Eurozone bei auseinandertriftenden nationalen Ökonomien sichern, also Defragmentierungstendenzen entgegenzutreten.