Inflation und Geldpolitik im Euroraum – eine kritische Analyse

Die Ukrainekrise und coronabedingte Lieferkettenprobleme treiben derzeit die Rohstoff-, Material- und Lebensmittelpreise hoch. Auch die Inflationserwartungen steigen; es drohen Zweitrundeneffekte im Gefolge höherer Lohnforderungen und Lohnabschlüsse. Langfristig könnten in der Eurozone weitere Faktoren die Inflation treiben, z.B. angebotsseitig der Fachkräftemangel sowie globale Nahrungsmittelknappheiten und politikseitig die gewollten Effekte der Klimapolitik. Der Beitrag diskutiert vor diesem Hintergrund geldpolitische Implikationen.

Prof. Dr. Johann Walter
ist Professor (Lehrgebiet VWL) an der Westfälischen Hochschule Gelsenkirchen, Fachbereich Wirtschaft, und Dozent an der FOM (Hochschule für Ökonomie und Management). Bevorzugte Forschungsgebiete: Geldtheorie und Geldpolitik, Makroökonomische Theorie.

Stichwörter: Monetäre Inflation, Angebotsseitige Inflation, Natürliche Inflation, Kontraktive Geldpolitik, Marktneutrale Geldpolitik, Aktive Geldpolitik

1. Ist die aktuelle Inflation eine monetäre Inflation?

Es wird argumentiert, eine seit der Finanzkrise 2008 lockere (großenteils durch Anleihekäufe realisierte) Geldpolitik habe zum Aufbau **monetärer Überhänge** geführt, die – in einem inflationären Umfeld aktiviert – inflationär wirken könnten. So entwickelte sich die **Zentralbankgeldmenge** („monetäre Basis" bzw. M0) im Euroraum seit 2008 viel dynamischer als die Wirtschaftsleistung; sie versechsfachte sich in etwa von 2008 (Q2) bis Juli 2021 (vgl. *Sinn*, 2021, S. 242). Mit Blick auf die Wirtschaftsentwicklung kann somit für 2021 ein M0-Überhang diagnostiziert werden – bestehend vor allem aus Geld, welches die Geschäftsbanken auf ihren Konten beim Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) parken. Dieser Überhang erweitert den Kreditvergabespielraum der Geschäftsbanken. M0 kann „aktiviert" werden: vergeben die Geschäftsbanken auf Basis des erwähnten Überhangs zusätzlich Kredite, so schaffen sie (ablesbar im monetären Aggregat M1) zusätzlich **Giralgeld**, das auf einen angebotsseitig limitierten Güterberg zugreifen und somit eine monetäre (Sekundär-)Inflation auslösen könnte. Zudem scheint der M0-Überhang schwer abbaubar, denn bei ESZB-seitigen Verkäufen von angehäuften Staatsanleihen bekämen verschuldete Euro-Staaten noch größere Probleme bei der Bedienung alter und der Aufnahme neuer Schulden. Insofern ist die Inflationsbremse blockiert, die im Fall eines monetären Inflationsschubs nötig sein könnte.

Allerdings wuchs zwischen 2008 und 2021 im Euroraum M1 deutlich langsamer als M0. Und die Inflation der Verbraucherpreise lag öfter unter als über 2 % (vgl. *Schnabl/Sepp*, 2021). Warum blieb die Inflation so lange niedrig? Immerhin hat sich M1 knapp verdreifacht (vgl. *Sinn,* 2021, S. 242), während das BIP nur um ca. 1/3 zunahm (vgl. *Statista,* 2021a). Gab es „in M1" eine inflationssenkende **Hortung**?[1] Das inflationäre Potential der Geldpolitik scheint jedenfalls unklar. *Sinn* (2021, S. 243) deutet das Bild so, „dass der Prozess der Umsetzung der Überschusskasse der Banken in eine Kreditgewährung und Giralgeldschöpfung noch nicht stattgefunden hat". Noch sei der Überhang bei M0 nicht aktiviert, „doch wenn die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anzieht, weil die Marktteilnehmer Inflationsgefahren sehen und deswegen wieder mehr investieren und Kreditmittel abrufen, dann ist zu erwarten und zu befürchten, dass auch die anderen Geldaggregate … einen Galopp der Preise ermöglichen". Die Abweichung der Dynamik zwi-

[1] Soweit sie sich in Spar- und Termineinlagen der Nicht-Banken bei den Geschäftsbanken spiegelt (also in der Differenz M2 – M1), sank dagegen die Hortung zwischen 2008 (Q2) und Juli 2021 von 3,8 auf 3,4 Bio. €, eventuell wegen niedriger Zinsen für Spar- und Termineinlagen (vgl. *EZB*, Monats- und Wirtschaftsberichte).

schen M0 und M1 sei geradezu ein Beleg für die latente Gefahr. „Die Inflation ist das Feuer. M1 … ist der Rauch. Und M0 ist das Pulverfass" (*Sinn*, 2021, S. 244). Die jahrelang expansive Geldpolitik habe quasi die Lunte gezündet.

Die aktuelle Inflation ist jedoch im Kern eine Folge von angebotsseitigen Verknappungen – bei Energierohstoffen, bei Lebensmitteln und vor dem Hintergrund gestörter Lieferketten. Unklar ist, ob aktuell schon eine kreditgetriebene, durch den M0-Überhang ermöglichte „**monetäre Sekundärinflation**" hinzutritt, ob also (in M1 ablesbare) Bankkredite die Inflation treiben. Bei Krediten an Unternehmen braucht es dafür allerdings – in der Krise! – positive Renditeerwartungen. Das erwähnte Pulver könnte also nass sein. Auch ein inflationärer Zuwachs bei Immobilienkrediten ist derzeit – bei eher wieder steigenden Zinsen – wenig plausibel. Bei bankenseitigen Krediten an den Staat schließlich ist unklar, ob inflationäre Effekte dominieren oder, wenn zur Finanzierung eines Infrastrukturausbaus genutzt, expansive Effekte auf die Wirtschaftsaktivität. Das historische Beispiel von 1922/3 mit hoher Geldschöpfung zur Finanzierung staatlicher Reparationsleistungen scheint hier nur bedingt vergleichbar.

2. Braucht es im Euroraum eine kontraktive Geldpolitik?

Angesichts einer drohenden Inflationsspirale wird vom ESZB oft eine **kontraktive** (die Wirtschaftsaktivität bremsende) **Geldpolitik** gefordert. Konkret: M0 solle schwächer als die Wirtschaftsleistung steigen; von weiteren Anleihekäufen sei abzusehen. Und die Leitzinsen sollten (wieder) steigen. Dies könnte den Außenwert des Euro stützen, somit die importierte Inflation dämpfen und damit auch die Bezieher von Geldlöhnen sowie Rentner und Sparer bzw. Horter von Geldvermögen schützen – und zugleich das monetäre Doping für an sich nicht mehr lebensfähige Unternehmen und Aktivitäten und damit eine „Zombifizierung" der Wirtschaft mindern (vgl. *Sinn*, 2021, S. 387 ff.; anders *Walter*, 2021a). Allerdings könnten steigende Zinsen die Finanzlage verschuldeter Staaten verschlechtern und die Verteilung ungleicher machen, denn Zinsen fließen ja tendenziell „von unten nach oben". Der Zinseffekt auf das Wachstum ist dagegen unklar. Oft wird zwar unterstellt, steigende Zinsen würden die Wirtschaftsaktivität drosseln. Es gibt aber empirische Evidenz für eine positive Korrelation zwischen Zins und Wirtschaftsaktivität (vgl. für die USA *Fuders*, 2022, für Deutschland *Statista*, 2021b). Geldschöpfende Bankkredite müssen ja mit Zinsen zurückgezahlt werden. Dies erfordert aber – gerade bei hohen Zinsen – höhere (ihrerseits mit neuem Giralgeld finanzierte) Wirtschaftsaktivität. Die Neigung der Banken Kredite zu vergeben wird bei sinkenden Zinsen gedämpft, da die Banken dann geringere Zinserträge erwarten. Andererseits drohen bei steigenden Zinsen höhere Kreditausfallrisiken (vgl. *Werner*, 2007, S. 145 ff.).

Bei der Diskussion kontraktiver Geldpolitik kommt es jedoch vor allem darauf an, welche Art von Inflation vorliegt. So sind angebotsinduzierte „Fossilpreis-Inflationen" durch Geldpolitik im Kern kaum vermeidbar; sie sind letztlich als Transfer an die Anbieter fossiler Energien zu deuten (vgl. *Schieritz*, 2022). Kontraktive Geldpolitik könnte hier insofern wirkungslos und makroökonomisch sogar teilweise schädlich sein. In diesem Zusammenhang sei nun ein **Szenario** betrachtet, welches „**natürliche Inflation**" genannt wird.

Dieses Szenario unterstellt, dass weltweit und dauerhaft die Nahrungsmittelpreise schneller steigen als mit Preisstabilität vereinbar. Das kann passieren, wenn trotz agrartechnischer Fortschritte die Produktion von Dünger und Nahrungsmitteln nicht schnell genug wächst um die zunehmende Nachfrage bedienen zu können – welche wegen der steigenden Weltbevölkerung zunimmt, aber auch wegen geänderter Ernährungsgewohnheiten (z.B. mehr Fleischkonsum, wobei die Fleischproduktion ressourcenintensiv ist). Wenn die Anbauflächen zurückgehen, weil mehr Flächen für andere Zwecke (z.B. Siedlungs- und industrielle Zwecke) genutzt werden und wenn die landwirtschaftlichen Erträge bei intensiver Bodennutzung durch Auslaugung und insgesamt auch durch Effekte des Klimawandels (z.B. Dürre) sinken, kommt hier das Angebot dauerhaft, also über aktuelle Sondereffekte hinaus, nicht hinterher.

Wenn die Nahrungsmittelpreise langanhaltend und inflationsrelevant steigen: sollte dem bei uns geldpolitisch mit langanhaltender monetärer Verknappung begegnet werden? Die Nachfrage nach Lebensmitteln ist ja relativ starr. Wirksame kontraktive Geldpolitik könnte daraufhin primär die Nachfrage bei anderen Gütern drosseln. Sie könnte somit zwar – ohne an den Nahrungsmittelpreisen viel zu ändern – insgesamt inflationssenkend wirken (z.B. über Zins- und Wechselkurseffekte), nähme aber makroökonomisch langanhaltende Stagnation in Kauf. Die Wirkungsbilanz kontraktiver Geldpolitik wäre somit insgesamt zweifelhaft.

Aktuell wird daher auch **expansive Geldpolitik** diskutiert, so die Idee, die EZB solle die Zielrate für die Verbraucherpreisinflation von jetzt 2 % auf 2,5 oder 3 % anzuheben und diese Rate mit einem (nicht zu engen) Korridor ausstatten, sodass sich eine Inflationszielzone ergibt (vgl. *Sell/Ostermair,* 2022, S. 338).

Insgesamt ist somit die Idee einer kontraktiven Geldpolitik differenziert zu bewerten. Zu evaluieren wären vor diesem Hintergrund auch andere inflationsdämpfende Maßnahmen (z.B. geeignete Senkungen der MwSt).

3. „Aktive“ oder „marktneutrale“ Geldpolitik?

Geldpolitik kann auch danach bewertet werden, ob bzw. inwieweit sie bei der monetären Allokation **neutral** ist oder aber staatliches Handeln in spezifischer Weise unterstützt. Eine geldpolitische Unterstützung staatlicher Aktivitäten kann kritisch gesehen werden. Konkret besteht z.B. die Gefahr, dass das ESZB von hochverschuldeten (südeuropäischen) Staaten, die nicht die politische Kraft haben, das für hohe Staatsausgaben benötigte Geld bei ihren Bürgern einzutreiben, gedrängt wird, mit billigem Geld aus der Druckerpresse, d.h. mit expansiver Geldpolitik auszuhelfen (vgl. *Sinn*, 2021, S. 49 ff.). Zu bezahlen hätten dies – über verschiedene, teils geldpolitische Kanäle, teils über höhere Inflation – letztlich auch deutsche Steuerzahler. Vor diesem Hintergrund wäre die Unabhängigkeit des ESZB, die Neutralität der Geldpolitik und das in Art. 123 AEUV niedergelegte Verbot monetärer Staatsfinanzierung strikter zu beachten – also auch, so ließe sich interpretieren, in der aktuellen Lage.

Geldpolitische Neutralität wird jedoch häufig auch in Richtung einer **Marktneutralität** interpretiert. Eine „marktneutrale“ Ausgestaltung der Geldpolitik – bei Anleihekäufen, aber auch im Rahmen refinanzierungspolitischer Operationen – verzichtet bewusst darauf, die monetäre Allokation im Sinne gesellschaftlicher Ziele zu beeinflussen, um den Wettbewerb im Bankensektor sowie auf den Finanz- und Gütermärkten möglichst nicht zu stören. Dies ist aber umstritten. Denn die Geldschöpfung bei M0 kann strukturell auch in den Dienst einer zu definierenden Sache gestellt werden (**aktive Geldpolitik**). Das in Art. 127 AEUV niedergelegte Mandat verpflichtet das ESZB – unter der Voraussetzung der Preisstabilität – zur Unterstützung der Wirtschaftspolitik, um zur Erfüllung der in Art. 3 EUV genannten Ziele der Union beizutragen. Das Mandat des ESZB ist somit nicht unpolitisch. Geld aus der Druckerpresse muss ja nicht „verpulvert“ werden. Es könnte vielmehr indirekt helfen, sinnvolle (öffentliche und private) Investitionen finanzieren.

Zwischen aktiver und stabilitätsorientierter Geldpolitik muss zudem kein Zielkonflikt bestehen. Denn das ESZB kann Entscheidungen zum Volumen der geldpolitischen Aktivität mit Blick auf Preisstabilität, die davon getrennte Entscheidung zu dessen monetärer Allokation dagegen mit Blick auf die Ziele des Art. 3 EUV treffen. Dies wäre im Einklang mit der **Tinbergen-Regel** (vgl. *Tinbergen,* 1952), wonach jedes wirtschaftspolitische Ziel ein unabhängiges Instrument braucht bzw. mit einer Maßnahme nicht zwei Ziele zugleich erreichbar sind. Da das ESZB-Mandat zwei Ziele nennt (Preisstabilität und Unterstützung der allgemeinen Politik), braucht es somit zwei unabhängige Entscheidungen: eine zum Volumen der geldpolitischen Aktivität und eine zur monetären Allokation. Bei geeigneter Trennung dieser Entscheidungen ist eine mandatskonforme aktive Geldpolitik somit inflationsneutral möglich – und insofern in der Eurozone eine marktneutrale Geldpolitik mandatswidrig.

Denkbar ist z.B. eine zielgerichtet grüne Geldpolitik (vgl. *Walter,* 2021b). Das ESZB kann geplante Anleihekäufe „grün“ ausrichten – und zudem bei der Refinanzierungspolitik solche Banken bevorzugen, die ihrerseits von Kreditnehmern das Einhalten von Nachhaltigkeitsstandards einfordern. Dazu sind z.B. die targeted longer-term refinancing operations (TLTROs) als „green TLTROs“ gestaltbar (vgl. *van't Klooster/van Tilburg,* 2020). Vor diesem Hintergrund ist unklar, warum wegen potenzieller Inflationsgefahren bzw. mit Blick auf die Inflationsbekämpfung öffentliche Aufgaben, z.B. klimapolitisch begründbare Investitionen, zurückstehen sollten (vgl. dazu *Sinn,* 2021, S. 369).

Ähnliches gilt im oben dargestellten Szenario „natürliche Inflation“: eine „marktneutrale“ Geldpolitik würde die Nahrungsmittelknappheit nicht aktiv reduzieren helfen. Das könnte bei aktiver Geldpolitik anders sein, wenn es dieser gelingt, neues Geld gezielt in Projekte zur Steigerung der landwirtschaftlichen Produktion zu lenken – z.B. durch eine entsprechend „agrarische“ Ausrichtung im Rahmen von TLTROs. Eine „marktneutrale“ Geldpolitik schöpft also das **qualitative Potenzial von Geldpolitik** nicht aus und bleibt damit mit Blick auf die Unterstützung der Wirtschaftspolitik hinter den Forderungen zurück, die das ESZB-Mandat des Art. 127 AEUV beinhaltet.

Vor diesem Hintergrund befindet sich die **EZB** derzeit in einem Prozess der **Strategieüberprüfung** (vgl. *EZB*, 2021). Dies schlägt sich auch in der Haltung zur Idee der Marktneutralität nieder. Wurde diese Idee früher proklamiert (vgl. *Schnabel*, 2020, S. 146), so wird nun über eine Weiterentwicklung in Richtung einer „Markteffizienz“ nachgedacht (vgl. *Schnabel*, 2021). Natürlich ist auch dieser Begriff stark auslegungsbedürftig. Die Idee einer „politischen“ bzw. aktiven Geldpolitik liegt nun aber auf dem Tisch.

4. Fazit

Insgesamt sind die Konzepte einer kontraktiven und einer marktneutralen Geldpolitik durchaus kritisch zu bewerten. Mit kontraktiver Geldpolitik lassen sich angebotsseitige Inflationen (wie derzeit) nur unter Inkaufnahme gravierender Nebenwirkungen bekämpfen. Und bei marktneutraler Geldpolitik werden gesellschaftliche Ziele, obwohl das inflationsneutral möglich wäre, nicht aktiv unterstützt.

Andererseits erhöhen aber Versuche, die Geldpolitik mit politischen Zielen zu „beladen“, im Ergebnis doch das Risiko einer zu expansiven Ausrichtung der Geldpolitik und da-

mit das Risiko einer – eventuell erst verzögert eintretenden – Inflation. Bezogen auf das ESZB-Mandat besteht zudem das Problem, dass es mehrere Ziele der Union gibt, somit mehrere Ansprüche an die Geldpolitik, welche daraufhin leicht relativ komplex werden könnte. Vor diesem Hintergrund scheint mehr Forschung zur (Komplexität der) Geldpolitik nötig.

Literatur

EZB (Hrsg.), EZB Monats- und Wirtschaftsberichte.

EZB (Hrsg.), 2021, Online, URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op271~36775d43c8.en.pdf?c29941b5e2dbeb3168b6e48f362a2b87 (Abrufdatum: 09.08.2022).

Fuders, F., Das Inflation-Deflation-Paradoxon, in: Fairconomy 1/2022, S. 10–14.

Schieritz, M., Alle werden ärmer, in: Die Zeit, Online, URL: https://www.zeit.de/wirtschaft/2022-03/umverteilung-wohlstand-krise-soziale-gerechtigkeit-5vor8?utm_source=pocket-newtab-global-de-DE (Abrufdatum: 09.08.2022).

Schnabel, I., 2020, In einer außergewöhnlichen Situation sind außergewöhnliche Maßnahmen erforderlich. Ein Gespräch über das Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 5. Mai 2020, die Geldpolitik der EZB in der Corona-Krise und eine Berücksichtigung von Klimazielen bei Anleihekäufen, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 21(2), S. 137–146.

Schnabel, I., 2021, From market neutrality to market efficiency, Welcome address by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, at the ECB DG-Research Symposium „Climate change, financial markets and green growth", Online, URL: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210614~162bd7c253.en.html (Abrufdatum: 09.08.2022).

Schnabl, G., Sepp, T.-F., Auch die Konsumentenpreisinflation dürfte auf längere Zeit steigen, in: Wirtschaftsdienst, Heft 9/2021, S. 684–687.

Sell, F. L., Ostermair, C., Inflationssteuerung durch die Notenbanken, in: WISU 3/22, S. 332–339.

Sinn, H.-W., Die wundersame Geldvermehrung, Freiburg 2021.

Statista (2021a), Europäische Union & Euro-Zone: Bruttoinlandsprodukt (BIP) in jeweiligen Preisen von 2009 bis 2021, Online, URL, https://de.statista.com/statistik/daten/studie/222901/umfrage/bruttoinlandsprodukt-bip-in-der-europaeischen-union-eu (Abrufdatum: 09.08.2022).

Statista (2021b), Entwicklung der Inflationsrate und der Leitzinsen bis 2021, Online, URL: https://de.statista.com/statistik/daten/studie/5534/umfrage/entwicklung-der-inflationsrate-und-der-leitzinsen-seit-1999 (Abrufdatum: 09.08.2022).

Tinbergen, J., On the Theory of Economic Policy, Amsterdam 1952.

Van't Klooster, J., van Tilburg, R., 2020, Targeting a sustainable recovery with green TLTROs, Online, URL: http://www.positivemoney.eu/wp-content/uploads/2020/09/Green-TLTROs.pdf (Abrufdatum: 09.08.2022).

Walter, J., 2021a, Zombie-Unternehmen und externe Effekte, in: WISU 4/21, S. 389–390.

Walter, J., 2021b, Grüne Geldpolitik: Klimaschutz versus Marktneutralität, in: Wirtschaftsdienst, 101. Jg (2021), Heft 12, S. 922.

Werner, R., Neue Wirtschaftspolitik, München 2007.