

Rudolf Hickel

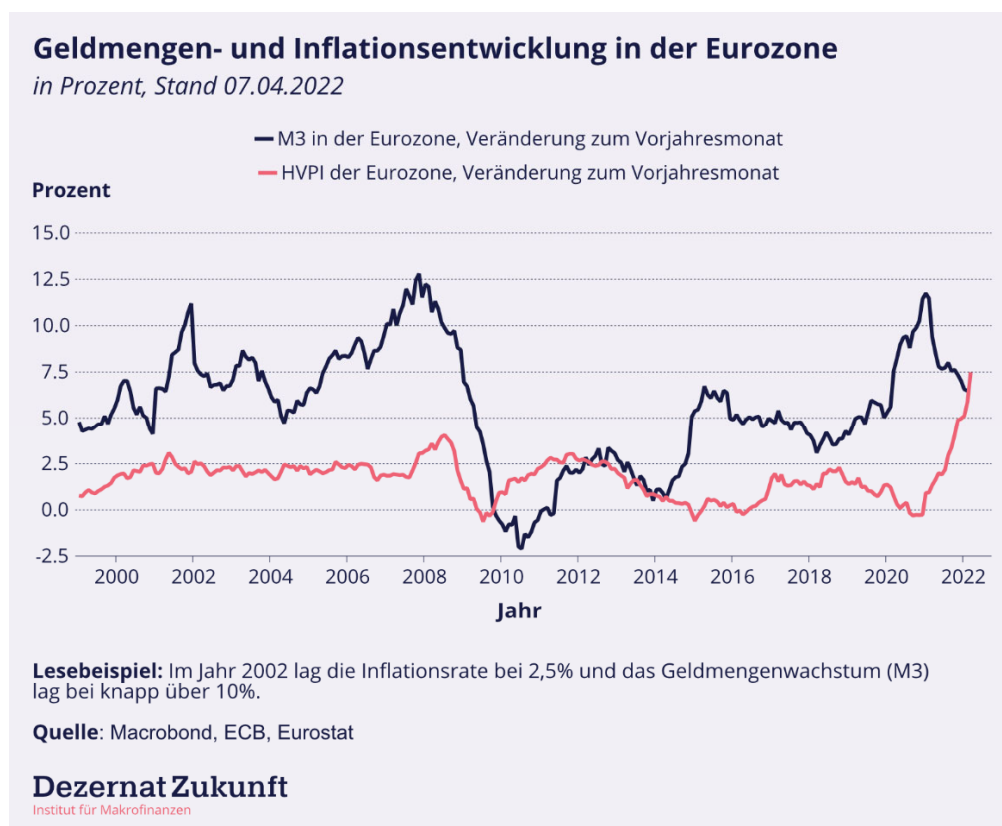
## Geldpolitische Entscheidung der EZB am Donnerstag (27.10.2022): Zumindest Verzicht auf den nächsten Zinsschritt

Gekürzte Fassung in FR vom 24.10.2022: <https://www.fr.de/meinung/gastbeitraege/finanzstabilitaet-im-eurosystem-sichern-91869261.html>

Die Inflationsrate mit zuletzt 10 Prozent kommt im Doppelpack daher. Auch die gesamtwirtschaftliche Produktion wird im kommenden Jahr einbrechen. Die Folge sind Unternehmensinsolvenzen und die sich bis in die Mittelschicht ausbreitende existenzielle Bedrohung durch Zahlungsunfähigkeit. Verantwortlich für die Inflation plus Rezession und sozialer Spaltung sind die unterbrochenen Lieferketten, die explodierenden Energiepreise, die überlagernden Belastungen durch Putins Krieg gegen die Ukraine und neuerdings auch die Zinswende der Europäischen Zentralbank (EZB). Immerhin hat sich die Finanzpolitik in Deutschland recht schnell mit den drei Entlastungspaketen samt „Doppel-Wumms“ allerdings wenig zielorientiert und mit den Flops Tankrabatt sowie Gaspreislage auf diese Herausforderungen eingestellt.

### Streit über die Ursachen der Inflation

Was aber unternimmt die Europäische Zentralbank gegen die Wirtschaftskrise im Doppelpack? Sie hat ab Juli dieses Jahres bisher in zwei Schritten den Leitzins erhöht. 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 übrighs überhöht weiterzugeben. Während diese Zusatzbelastung der auf Bankenkredite 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 Neoklassiktheorie 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).

### **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. Auch 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.

Aus den bisherigen Erfahrungen mit der Geldpolitik und den neuen Herausforderungen erfolgt der Rat: Die EZB verzichtet am Donnerstag zumindest auf einen neuen Zinsschritt. Mit der Pressekonferenz ab 14.15 Uhr startet Christine Lagarde eine ehrliche Aufklärungskampagne. Offengelegt werden 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.