

DAS INVESTMENT

Ökonom Michael Heise

Was Notenbanker aus dem Inflationsdebakel lernen

Notenbanker konnten weder die Corona-Pandemie noch den Ukraine-Krieg vorhersehen. Die daraus resultierende Inflation unterschätzen sie jedoch lange – mit schlimmen Folgen für die Wirtschaft. Mit einer klaren und verlässlichen Stabilisierungspolitik lassen sie sich die Schäden jedoch begrenzen.

Die aktuelle Debatte zur **Geldpolitik** der [Europäischen Zentralbank](#) (EZB) dreht sich vor allem um eine Frage: Wie viele Zinserhöhungen noch anstehen könnten, bis der Höhepunkt in diesem Zinszyklus erreicht ist. Für die kurzfristige Entwicklung der Anleihe- und Aktienmärkte ist das eine der wichtigsten Fragen. Je nach Kurs der EZB kann es zu Erholungstendenzen oder Rückschlägen kommen.

Von besonderer Bedeutung ist jedoch die langfristige Perspektive. Welche Schlüsse wird die EZB aus den Erfahrungen der vergangenen anderthalb Jahrzehnte ziehen, in denen die Inflationsziele trotz ultraexpansiver Politik in ihrer Wahrnehmung zunächst deutlich unterschritten und dann ab 2021 in recht drastischer und unerwarteter Weise überschritten wurden? Was sind die Lehren aus dieser Entwicklung?

In Zeiten niedriger Inflation änderte die EZB ihre Strategie

Ausgangspunkt der Überlegungen ist die Strategieüberprüfung, die die EZB im Juli 2021 abgeschlossen hat. Unter dem Eindruck der über mehrere Jahre sehr niedrigen [Inflation](#) und dem abwärts gerichteten Realzinstrend gab die EZB einige Änderungen bekannt. Vor allem setzte sie ein symmetrisches und mittelfristiges Inflationsziel von 2 Prozent fest und ersetzte so das vormals gültige Stabilitätsziel von unter, aber nahe bei 2 Prozent. Die EZB bestätigte – falls erforderlich – den Einsatz unkonventioneller Instrumente wie längerfristige Aussagen zur Zinsentwicklung, großangelegte [Anleihekäufe](#), Langfristkredite und negative Leitzinsen.

Als Basis der geldpolitischen Entscheidungen kündigte sie einen integrierten Analyserahmen an, der

DAS INVESTMENT

das frühere Zwei-Säulen-System mit einer wirtschaftlichen und einer monetären Analysensäule ersetzt. So relativiert die EZB die Relevanz der Geldmengenaggregate für geldpolitische Entscheidungen weiter. Auch erlaubt der integrierte Analyserahmen eine stärkere Beachtung real- und finanzwirtschaftlicher Folgen der EZB-Politik. Die EZB ergänzt die Strategie durch eine stärkere Unterstützung der Klimaziele.

Die EZB schätzt die Lage falsch ein

Weder Zentralbanken noch andere Prognostiker haben eine vollständige Voraussicht über Konjunktur- und Preisentwicklungen. Plötzliche auftretende Schocks wie die [Covid-Pandemie](#) und die Energiekrise nach dem Angriff Russlands auf die Ukraine sind nicht prognostizierbar. Sie hatten erheblichen Einfluss auf die **Inflation**. Auf der einen Seite stieg die Nachfrage nach Waren in den Jahren 2020 und 2021 kräftig an, während die Produktion durch Angebotsengpässe und unterbrochene Lieferketten gedrückt wurde.

Wenige Prognostiker haben diese Effekte frühzeitig erkannt. Die Fehleinschätzungen der Zentralbank waren jedoch besonders ausgeprägt und von herausragender Bedeutung für den Kurs der [Geldpolitik](#). So hat die EZB lange Zeit eine Änderung ihrer Politik mit Hinweis auf den vorübergehenden Charakter der Inflation und auf günstige Projektionen zur Preisstabilität abgelehnt. Noch im November 2021, als die Jahresveränderung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex bei 4,9 Prozent lag, argumentierte etwa EZB-Direktorin Isabel Schnabel: „Wir gehen davon aus, dass im November der Höhepunkt der Inflationsentwicklung erreicht ist und dass die Inflation im kommenden Jahr wieder allmählich zurückgehen wird, und zwar in Richtung unseres Inflationsziels von 2 Prozent.“

Es kam – auch wegen des [Ukraine-Kriegs](#) – völlig anders. Im Frühjahr 2022 wurde von der EZB dann stärkerer Handlungsbedarf signalisiert, aber erst im Juli 2022 – bei einer Inflationsrate von sage und schreibe 8,9 Prozent – erfolgte die erste Anhebung der Leitzinsen (beim Einlagensatz von -0,5 Prozent auf 0 Prozent). Inzwischen hat sich die Tonlage vollkommen gedreht und die EZB weist auf die Gefahren allzu hoher und sehr hartnäckiger Inflation hin.

Langfristige Zinszusagen erwiesen sich als kontraproduktiv

Ein Grund für die verspätete Reaktion der EZB auf den Inflationsschub lag in der sogenannten „Forward Guidance“, einem unkonventionellen Instrument der Notenbank, mit dem noch im Jahr

DAS INVESTMENT

2021 für die Zeit bis 2024 Leitzinsen von Null und darunter angekündigt wurden und eine Beendigung der Anleihekäufe als Voraussetzung für eine Zinserhöhung festgelegt wurde. Diese Selbstbindung der Politik, die sie aufgrund ihrer Erwartung niedriger Inflation eingegangen war, hat sich als kontraproduktiv erwiesen, weil sie eine zeitige Reaktion auf die Inflation verhinderte.

Folgerichtig ist die EZB dann ab August 2022 dazu übergegangen, geldpolitische Entscheidungen von Sitzung zu Sitzung anhand der eingehenden Daten und der daraus resultierenden Schlussfolgerungen zu treffen. Mit dieser Vorgehensweise ist mehr Flexibilität verbunden, die in Zeiten äußerst großer Unsicherheiten und erheblicher Inflationsdynamik nötig ist.

Die Unsicherheiten in der Diagnose und Prognose der wirtschaftlichen Entwicklung, die geldpolitische Entscheidungen seit jeher begleiten, sind durch die modellbasierten Paradigmen der letzten Jahre etwas aus dem Blick geraten. Die Vorstellung, dass wir in einer Welt sehr niedriger, möglicherweise sogar negativer Gleichgewichtszinsen leben und die Notenbanken deswegen nur über großangelegte Anleihekäufe Einfluss nehmen können, hat die Politik lange Jahre geprägt.

Die EZB sollte die Geldmenge stärker beachten

Wenn man die Gedankenlogik auf die heutige Situation überträgt, kommt man zu ganz anderen Ergebnissen. Denn das hartnäckige Überschießen der Inflation über die gewünschten 2 Prozent spricht dafür, dass das aktuelle Zinsniveau den nicht direkt beobachtbaren gleichgewichtigen Zins noch nicht erreicht hat. Er läge dann viel höher als frühere Modellrechnungen nahelegen. Eindeutige Handlungsanweisungen sind jedoch im Umfeld sehr großer Unsicherheit immer problematisch.

Die Stabilisierung des Preisniveaus und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung ist ein mittelfristig angelegtes Ziel. Das ist seit den fehlgeschlagenen inflationären Versuchen einer kurzfristig konjunkturorientierten Politik in den 1960er- und 70er-Jahren wohl weithin akzeptiert. Aber wie kann es umgesetzt werden? Ein Weg war es in den Jahren des Monetarismus, den Stabilitätsbeitrag der Geldpolitik anhand der Entwicklung der Geldmengen- und Kreditaggregate zu bemessen, die die Geldpolitik zumindest stärker beeinflussen kann als das Endziel des Preisniveaus. Über die Zeit ist die Betrachtung von Geldmengenaggregaten dann wieder aus der Mode gekommen. Auch die EZB hat die Bedeutung der Geldmengenentwicklung mit Verweis auf den vermeintlich gelockerten Zusammenhang zur Preisniveaumentwicklung relativiert.

Empirische Ergebnisse sind aber immer zeitabhängig. Hätte man sich in den vergangenen drei bis

DAS INVESTMENT

vier Jahren etwas mehr an der Geldmengenentwicklung orientiert – die Geldmenge M1 war in den Jahren 2020 und 2021 zusammengenommen um rund 25 Prozent hochgeschwungen – wäre die Normalisierung der Geldpolitik wohl deutlich früher und beherzter angegangen worden. Auch wenn viele von der Geldpolitik kurzfristig nicht beeinflussbare Faktoren eine Rolle spielten, hätte der Anstieg der Inflation auf 8,4 Prozent in 2022 zumindest gebremst werden können. Aufgrund der Zinserhöhungen seit Mitte 2022 hat sich die eng gefasste Geldmenge in der Eurozone wieder deutlich zurückgebildet, was ein gutes Vorzeichen für eine bevorstehende Verlangsamung der Inflation ist.

Im Rückblick erscheinen Anleihekäufe fragwürdig

Die EZB hat in den Zeiten niedriger Inflation oft auf mögliche Probleme bei der Transmission ihrer geldpolitischen Impulse in die Realwirtschaft und vor allem auf das Problem der effektiven Zinsuntergrenze hingewiesen, die sie mit ihren Leitzinsen nicht unterschreiten kann und die ihren Handlungsspielraum einschränkt. Sie hat daher immense Anleihekaufprogramme aufgelegt und in großem Umfang Zinsrisiken aus dem Markt genommen und die Renditen an den Kapitalmärkten gedrückt. Die Preise für Staatsanleihen stiegen kräftig an und zogen auch die Bewertungen von Vermögstiteln wie Aktien, Beteiligungen oder Immobilien nach oben.

Wie stark der Anstieg der Vermögenspreise die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die Preisentwicklung stimuliert haben, ist umstritten, denn es gab auch negative Effekte. Eine stärkere Ungleichheit der Vermögensverteilung und ein verlangsamtes Wachstum der Altersvorsorgevermögen dürften zu höherer Ersparnis geführt haben und damit expansive Effekte der Anleihekäufe gedämpft haben.

Unabhängig davon, wie man die Wirkungen der unkonventionellen Politik einschätzt: Es ist unbestreitbar, dass wir nun eine Korrektur erleben. Die unabwiesbare Kehrtwende der Geldpolitik zog im vergangenen Jahr erhebliche Vermögensverluste bei Anleihen, Aktien und Immobilien nach sich. Die Finanzierungsbedingungen haben sich durch deutlich strengere Kreditvergabestandards der Banken erheblich verschlechtert und Firmenkunden- und Wohnungsbaukredite haben sich massiv verteuert.

Die Wirtschaft im Eurogebiet stagniert. Krisenhafte Entwicklungen an den Finanzmärkten sind bislang auf die USA und die Schweiz beschränkt, aber es muss auch in anderen Ländern mit deutlichen Wertberichtigungen unter anderem bei Immobilien und Immobilienkrediten gerechnet werden, die Risiken für die Finanzmarktstabilität darstellen.

DAS INVESTMENT

Für Geldpolitiker sind Inflationserwartungen von besonderer Bedeutung

Den in der Vergangenheit erzielten geldpolitischen Stimulus steigender Vermögenswerte lösen nun entsprechende Belastungen für private Haushalte und Unternehmen ab. Das gilt auch für die Zentralbank selbst, denn der gewaltige Bestand an Anleihen, die sie im Rahmen der quantitativen Lockerung erworben haben, hat durch die höhere Kapitalmarktrendite erheblich an Marktwert eingebüßt. Ein Verkauf dieser Anleihen würde aus stillen Verlusten realisierte Verluste machen und den Renditeanstieg weiter erhöhen. Es ist aus diesen Gründen wohl nur mit einer sehr langsamen Rückführung der Anleihebestände der EZB zu rechnen.

Eine wichtige Voraussetzung für die langfristige Stabilität des Preisniveaus ist die möglichst feste Verankerung der Inflationserwartungen der Wirtschaftsteilnehmer auf dem Stabilitätsziel. Der EZB ist das bis zu dem aktuellen Inflationsschock recht gut gelungen. Auch in der aktuellen Situation mit sehr hoher Inflation sehen die Finanzmarktteilnehmer über die nächsten fünf oder zehn Jahre lediglich eine Inflation von etwa 2,5 Prozent, was zumindest nicht sehr weit von den Zielwerten der Zentralbank entfernt liegt.

Notenbanker müssen glaubwürdiger werden

Private Haushalte haben allerdings deutlich größere Inflationssorgen und weichen vom Stabilitätsziel der Notenbank ab. Dem sollte und wird die EZB bei weiteren Entscheidungen Rechnung tragen und ihren Stabilisierungskurs fortsetzen, bis sich die Inflationserwartungen der privaten Haushalte normalisieren. Um das zu erreichen, ist die Glaubwürdigkeit der Notenbank von zentraler Bedeutung. Diese wird die EZB nun auch unter sehr schwierigen Bedingungen unter Beweis stellen müssen. Ein konsequenter Ausstieg aus der jahrelang expansiven Politik mit einem erhöhten Zinsniveau und einem Abbau der großen Anleihebestände wird nicht nur die eigene Bilanz der Zentralbank belasten, sondern die wirtschaftliche Entwicklung weiter abbremsen und Finanzierungsschwierigkeiten für viele Haushalte – auch Staatshaushalte – und Unternehmen mit sich bringen.

Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen änderten sich in den vergangenen Jahren drastisch und lassen die Ankündigungen der EZB nach der Strategieüberprüfung in den Jahren 2020 und 2021 überholt erscheinen. Es geht offenkundig nicht darum, wie die EZB damals meinte, die Inflation anzukurbeln. Vielmehr muss die Zentralbank hohe Inflationserwartungen wieder in der Nähe des 2-Prozent-Ziels verankern.

DAS INVESTMENT

Die Bekämpfung hoher Inflation verursacht Kosten in Form geringen Wachstums und einer Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen. Weitreichende Ankündigungen über die Höhe der Zinsen werden kaum möglich sein und der Abbau der Anleihebestände der Zentralbank wird ein schwieriger, lang andauernder und auch politisch kontroverser Prozess. Es ist jetzt der Preis für die expansiven Maßnahmen der Vergangenheit zu zahlen.

Vermeidbar sind die Belastungen nicht, die dadurch entstehen. Sie sind aber umso geringer, je glaubwürdiger und verlässlicher die Aktionen der Zentralbank sind. Ein konsequenter und klar kommunizierter Stabilisierungskurs, bei dem die EZB das erforderliche Zinsniveau für eine Weile durchhält und den Abbau der aufgeblähten Bilanz angeht, sollte Reputationsschäden beheben.

Dieser Artikel erschien am **16.06.2023** unter folgendem Link:
<https://www.dasinvestment.com/inflation-geldpolitik-zinsen-corona-pandemie-ukraine-krieg/>