



Zeitschrift für die Praxis

input

Ausgabe 2023
6,50 Euro

ISSN 1433-2019

Verwaltung | Wirtschaft |
Immobilienwirtschaft



alumni immo
freiburg



DIE RÜCKKEHR DER INFLATION

Ein Virus, ein Krieg, steigende Preise, steigende Zinsen
und hohe Schulden: bewegte Zeiten

DIE NEUE GRUNDSTEUER DIGITALE GÜTER **LONG COVID AM ARBEITSPLATZ**
FÜHRUNGSKOMPETENZEN FÜR UNSICHERE ZEITEN **EMBODIED LEADERSHIP**
NEW WORK – WARUM UNSERE ZUKUNFT DAVON ABHÄNGT



DIE RÜCKKEHR DER INFLATION

Ein Virus, ein Krieg, steigende Preise, steigende Zinsen und hohe Schulden: bewegte Zeiten

von Oliver Landmann

1. VORGESCHICHTE: EINE LANGE PHASE DER PREISSTABILITÄT

Seit der globalen Finanzkrise von 2008/09 verharrten die Inflationsraten in den meisten Industrieländern auf Tiefstständen um Null herum. Die Notenbanken, die eine Zielinflationsrate von ungefähr 2% anpeilten, fanden sich in der ungewohnten Rolle wieder, die Inflation nicht bekämpfen, sondern anheben zu müssen. Jahrelang bemühten sie sich mit allen ihnen zur Verfügung stehenden Mitteln: Leitzinsen wurden in den negativen Bereich gedrückt, die Bilanzen der Zentralbanken durch Käufe von Staatsanleihen und anderen Vermögenswerten in noch nie dagewesenem Maße aufgebläht: Alles half nichts oder wenig. Man fühlte sich an das alte Sprichwort erinnert, dass die Geldpolitik wie ein Seil funktioniert: Man kann daran ziehen, aber man kann es nicht stoßen.

Gerade als sich ein konjunktureller Aufschwung abzuzeichnen begann – in den USA deutlich, in Europa eher zaghaft –, schlug im Jahr 2020 das Covid-19-Virus zu, das Regierungen und Zentralbanken erneut zu massiven Stützungsaktionen zwang.

Und siehe da: Was zuvor den Zentralbanken allein nicht gelungen war, das schaffte etwa ein Jahr nach Ausbruch der Pandemie ein Zusammentreffen mehrerer inflationstreibender Faktoren.

Stark steigende Energie- und Rohstoffpreise sowie Brüche in den globalen Lieferketten auf der Angebotsseite trafen auf der Nachfrageseite auf einen Kaufkraft- und Liquiditätsüberhang, der sich im Zuge der Stabilisierungsmaßnahmen während der Pandemie gebildet hatte. Dieses Gemisch entlud sich bald in steigenden

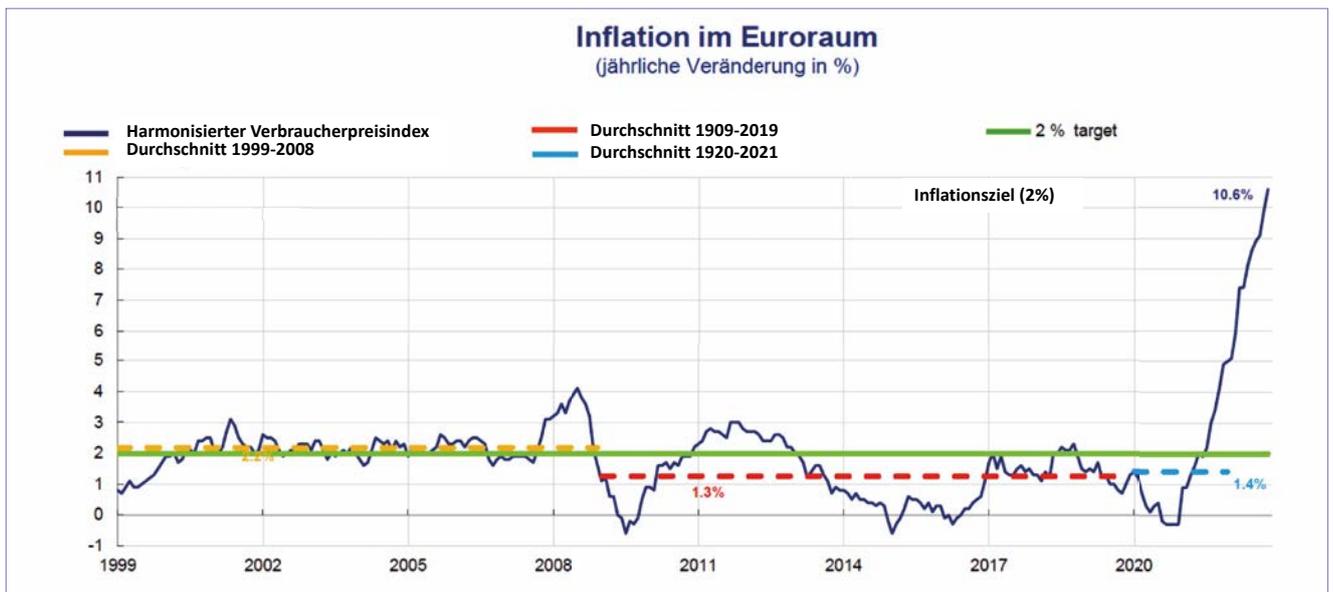


Abbildung 1 Quelle: Isabel Schnabel, Präsentation am IG Metall Konjunkturgespräch, 29.11.2022.

Preisen, und als der russische Angriffskrieg gegen die Ukraine anfangs 2022 zu einer Energiekrise führte, schoss die Inflationsrate erst recht in die Höhe (Abbildung 1). Weder die Wirtschaft noch die Notenbanker konnten mit dieser Entwicklung rechnen.

2. EIN KETCHUPFLASCHEN-EFFEKT?

In den ganzen Jahren der tiefen Inflationsraten, der tiefen Zinsen und der rasch wachsenden Zentralbankbilanzen fehlte es nicht an Kritikern, die der Geldpolitik einen überexpansiven Kurs vorwarfen und vor einer unmittelbar bevorstehenden Inflation warnten. Manche von ihnen zeigen sich auch heute nicht überrascht von dem plötzlichen Preisanstieg, sondern sehen sich vielmehr in ihren Warnungen bestätigt, als sähen sie das berühmte Motto Milton Friedmans endlich doch noch bestätigt: „Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen.“

Aber da machen es sich die Notenbankkritiker zu einfach. Denn zuvor hatten sie immerhin mit ihrer dauernd vorausgesagten Inflation danebengelegt. Wer Jahr für Jahr „Wolf“ schreit, ohne dass ein Wolf auftaucht, kann nicht, wenn nach langer Zeit der Wolf doch einmal kommt, argumentieren, er hätte es doch immer schon gesagt.

Die Frage lautet ja: **Warum gerade jetzt?**

Ebenso wenig überzeugend ist in diesem Zusammenhang die Argumentation mit dem sogenannten Ketchupflaschen-Effekt. So wie aus der Ketchupflasche, wenn man sie schüttelt, lange nichts und

dann auf einmal ein ganzer Schwall von Ketchup herauskommt, wird etwa gesagt, so sei es halt auch mit der Geldpolitik: Lange könne sie ohne sichtbaren Effekt immer mehr Geld drucken, bis eines Tages wie das Ketchup über den Teller die Inflation über die Gütermärkte schwappe und danach nicht mehr in die Flasche zurückzubringen sei.

Aber simplizistische Metaphern sind kein Ersatz für eine nüchterne Analyse der monetären und ökonomischen Kräfte, die den Preisauftrieb erst jahrelang niedrig gehalten und danach unversehens beschleunigt haben.

Schon Milton Friedman hat immer größten Wert daraufgelegt, dass die Zentralbankgeldmenge kein geeigneter Indikator der Geldpolitik ist. Denn es kommt ja auf die Voraussetzungen an, unter denen das Geld aus dem Bankensystem den Weg in die Realwirtschaft findet, bzw. in den Bankbilanzen versickert.



In seinem Jahresgutachten vom Herbst 2022 zitiert der deutsche Sachverständigenrat eine Reihe von Studien, die durchaus einen messbaren Zusammenhang zwischen dem Geldmengenwachstum und der

Inflationsrate finden. Aber immer geht es dabei um breitere Geldmengenaggregate wie M3, also um Geld, das außerhalb des Bankensystems im Publikum zirkuliert. Nach der Finanz- und Bankenkrise von 2008 war die starke Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge lange Zeit nahezu ohne Wirkung auf die breiteren Geldmengenaggregate geblieben. Erst im Jahre 2020, als die Zentral-

banken angesichts der Corona-Pandemie ihre Ankaufsprogramme nochmals massiv steigerten, kam es erstmals nach der Finanzkrise auch zu einem deutlichen Anstieg der breiteren Geldmenge M3. Diese Beobachtung hängt ebenso wie der nachfolgende Anstieg der Inflation mit dem tiefen Einschnitt zusammen, den der Ausbruch der Corona-Pandemie im Jahr 2020 für die Wirtschaft und die Wirtschaftspolitik bedeutete.

3. DIE CORONA-PANDEMIE ALS KATALYSATOR

Niemand konnte ahnen, dass ein bis dahin unbekanntes Virus, das erstmals im Westen Chinas auftrat und sich von dort mit rasender Geschwindigkeit über die ganze Welt ausbreitete, nicht nur eine globale Gesundheitskrise, sondern auch einen globalen Inflationsschub verursachen würde, wie ihn die Weltwirtschaft seit Jahrzehnten nicht mehr erlebt hatte. Die Kontaktbeschränkungen, zu denen die Pandemie zwang, führten zunächst zu einem Produktions- und Einkommensrückgang, der in seinem Ausmaß sogar die Große Rezession von 2008 übertraf. Wie oben aus Abbildung 1 ersichtlich ist, wirkte dieser Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität erst einmal eher deflationär. Doch nach kurzer Zeit gewannen die inflationären Kräfte die Oberhand.

Dies lag zum einen daran, dass sich das Güterangebot verknappte, nachdem die Pandemie Brüche in den fein verzweigten globalen Lieferketten erzeugt und damit die Fragilität der weltwirtschaftlichen Arbeitsteilung offenbart hatte. Zum anderen reagierte die Politik von der Nachfrageseite her sehr rasch, um zu verhindern, dass die pandemiebedingte Rezession weitere Kreise zieht und sich zu einer Megakrise auswächst. Während die Zentralbanken die Geld-

schleusen öffneten, um der Entstehung von Schief lagen im Finanzsektor vorzubeugen, griff die Fiskalpolitik vielerorts mit großzügig bemessenen Transferzahlungen den direkt von der Pandemie geschädigten Haushalten und Unternehmen unter die Arme. Dies aus der berechtigten Erwägung heraus, bestehende Produktionskapazitäten und Beschäftigungsverhältnisse über die pandemiebedingte Zwangspause hinweg zu bewahren. Angesichts der sehr ungleichen Inzidenz der Einkommensverluste dienten die Transfers quasi auch als eine staatliche ex-post-Versicherung für ein ex ante kaum versicherbares existenzielles Großrisiko, das hierdurch im Geiste einer gesamtgesellschaftlichen Solidarität vergemeinschaftet wurde.

Makroökonomisch bedeuteten die staatlichen Hilfestellungen einen massiven Kaufkrafttransfer an den privaten Sektor, dem weder eine volkswirtschaftliche Wertschöpfung noch eine steuerseitige Finanzierung gegenüberstand.

Die Hilfen fielen teilweise nicht zu knapp aus. Dies gilt vor allem für die USA, wo während der Pandemie die verfügbaren Einkommen der Haushalte trotz des tiefen Einbruchs der Wirtschaftstätigkeit dank der Transferzahlungen des Staates sogar absolut zunahmen. Solange die Pandemie die Bewegungsfreiheit einschränkte, wurde diese Kaufkraft überwiegend gespart und in jenen liquiden Anlagegefäßen geparkt, aus denen sich Geldmengenaggregate wie M3 zusammensetzen. So wurde M3 mit Geldern aufgebläht, die nur darauf warteten, bei der erstbesten Gelegenheit verausgabt zu werden. Dies geschah dann auch alsbald, als die Volkswirtschaften nach der Lockerung der pandemiebedingten Einschränkungen mit unerwarteter Geschwindigkeit und Dynamik aus der Rezession herauswuchsen.



Die rasch expandierende Nachfrage traf auf die immer noch von Liefer- und Personalengpässen behinderten Kapazitäten der Wirtschaft und bildeten so einen fruchtbaren Boden für die Rückkehr der Inflation.

Die dem Anstieg der Inflationsraten vorausgegangene Zunahme der Geldmenge M3 steht zwar im Einklang mit der alten monetaristischen These vom Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation. Gleichwohl zeigt der oben geschilderte Ablauf der Ereignisse, dass es vor allem die massiven Fiskaltransfers zum privaten Sektor waren, die den Anstieg der Geldmenge begünstigten. Zuvor, als sich die Geldpolitik jahrelang bemühte, die Inflationsrate anzuheben, ohne dass die reichlich geschaffene Zentralbankliquidität zu einem nennenswerten Anstieg der breiteren Geldmengenaggregate geführt hätte, riefen die Zentralbanken die Fiskalpolitik immer wieder erfolglos dazu auf, ihre Anstrengungen zu unterstützen. In der Pandemie erhielten sie diese Unterstützung endlich – dann aber auf einmal zu viel als zu wenig, wie sich bald erweisen sollte.

4. DIE ENERGIEKRISE ALS VERSTÄRKER

Zusätzlich verschärft wurde die inflationäre Gemengelage ab 2021 durch den Anstieg der Energie-, Rohstoff- und Agrarpreise. Obwohl die Lehrbücher bei solchen kostenseitigen Preistreibern gerne von einem Angebotsschock sprechen, handelte es sich zunächst nicht um einen eigentlichen exogenen Schock, sondern um eine erwartbare Begleiterscheinung des kräftigen, nachfragegetriebenen Aufschwungs der Weltwirtschaft. Ein echter exogener Schock war dann allerdings der russische Angriffskrieg gegen die Ukraine, der für Europa als unmittelbaren ökonomischen Kollateralschaden eine Energiekrise nach sich zog.

Über den angemessenen Umgang mit dieser Cost-Push-Inflation herrscht einige Unklarheit. Ein verbreitetes Missverständnis ist, dass eine kostenseitig verursachte Inflation grundsätzlich nicht mit den Mitteln der Geldpolitik bekämpft werden könne, weil die Zentralbanken die treibenden Kostenfaktoren nicht kontrollieren können und mit einem Anziehen der geldpolitischen Zügel höchstens eine unnötige Rezession provozieren. Stattdessen werden etwa „mikroökonomische“ Eingriffe in die Preisbildung auf kritischen Märkten wie z.B. den Energiemärkten gefordert. Solche Forderungen führen in die Irre, weil sie bestenfalls eine vorübergehende kosmetische Wirkung auf die Inflationsrate erzielen, gleichzeitig aber genau die Anpassungsmechanismen blockieren, mit denen eine Marktwirtschaft auf Angebotsengpässe reagiert. Vor allem verkennen sie die wichtigste Lektion aus der Bekämpfung der letzten großen Inflation in den 1980er Jahren:

Eine Inflation kann als essenziell makroökonomisches Problem nicht überwunden werden, wenn sie nicht auf der makroökonomischen Ebene entschlossen angegangen wird.

Allerdings haben auch die Zentralbanken zunächst nur zögerlich reagiert und, wie inzwischen klar geworden ist, den Zyklus der Zinserhöhungen zu spät gestartet. Anfänglich glaubten sie, es mit einem bloß vorübergehenden Inflationsanstieg zu tun zu haben und hofften, eine kurze Phase erhöhter Inflationsraten ohne restriktives Gegensteuern aussitzen zu können. Dies umso mehr, als sowohl die Fed in den USA als auch die Europäische Zentralbank (EZB) kurz zuvor mit einer Revision ihrer geldpolitischen Strategien signalisiert hatten, dass sie ein kurzzeitiges Überschreiten ihrer Inflationsziele tolerieren würden. Dabei verließen sie sich auf die Solidität ihrer über viele Jahre aufgebauten Stabilitätsreputation, übersahen aber zwei Dinge:

Erstens unterschätzten sie die inflationstreibende Wirkung der Nachfragedynamik, deren Dämpfung ein zeitiges Gegensteuern erfordert hätte.

Zweitens beruhte das Vertrauen der Märkte in die Zentralbanken auf der festen Erwartung, dass ein Anstieg der Inflation prompt mit einer Zinserhöhung bekämpft wird. Ein solcher Vertrauensvorsprung lässt sich nur rechtfertigen und bewahren, wenn die zugrundeliegende Erwartungshaltung durch eine entsprechende Zinspolitik auch honoriert wird.

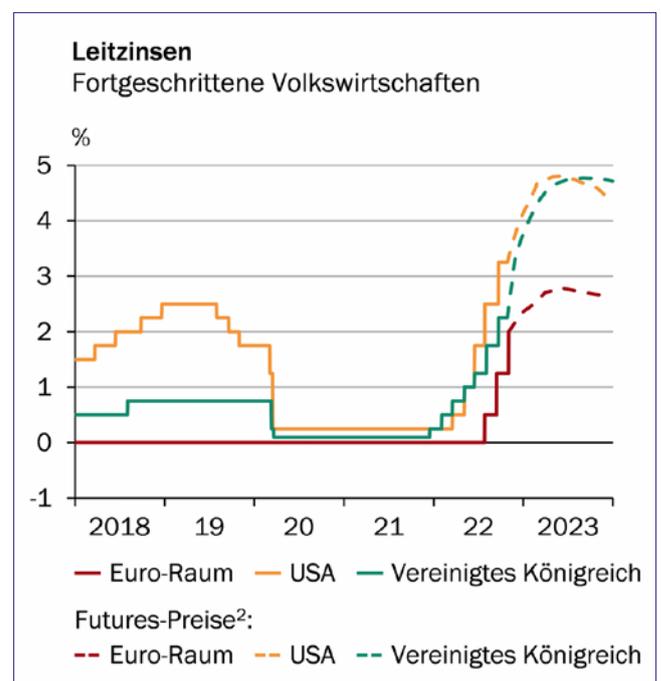


Abbildung 2 Quelle: Sachverständigenrat, JG 2022/23, S. 25.



Erst nachdem sie das Jahr 2021 ungenutzt haben verstreichen lassen, nahmen die Zentralbanken den Kampf gegen die Inflation ernsthaft auf und erhöhten ihre Leitzinsen im Laufe des Jahres 2022 mehrfach. An den Märkten sind weitere Zinserhöhungen für 2023 bereits eingepreist (Abbildung 2).

Die Fiskalpolitik auf Kollisionskurs mit der Geldpolitik

So klar sich gezeigt hat, dass die Geldpolitik in einem Niedrigzinsumfeld allein nicht ohne Weiteres in der Lage ist, Inflation zu erzeugen, so klar ist auch, dass sie umgekehrt eine hohe Inflationsrate im Alleingang senken kann, wenn sie konsequent darauf hinarbeitet. Dass sie es allein kann, bedeutet allerdings nicht, dass man sie dabei auch allein lassen sollte. Denn die Zentralbanken müssen bei ihren Entscheidungen Trade-Offs ausbalancieren, die sich durch kooperatives Verhalten anderer Politikbereiche entschärfen lassen.

Der klassische Trade-Off bei der Inflationsbekämpfung ist derjenige zwischen dem Tempo, mit dem die Inflation abgesenkt wird, und der Tiefe und Länge der Stabilisierungskrise, die dadurch hervorgerufen wird. Zentral ist in diesem Zusammenhang die Dynamik der Lohn- und Preisbildung, die zum einen davon abhängt, wie gut es gelingt, die Inflationserwartungen auf das Inflationsziel der Zentralbank hin zu konditionieren, zum anderen aber auch von den Reaktionen auf die Verteuerung importierter Rohstoffe.

Wenn sich Einfuhren verteuern, bedeutet dies für eine Volkswirtschaft einen Realeinkommensverlust, für den niemand die Einkommensempfänger in ihrer Gesamtheit kompensieren kann.

Was passiert, wenn eine solche Kompensation dennoch erkämpft wird, offenbarte das Lehrbuchbeispiel der Ölpreisschocks der 1970er Jahre, als die Inflationsraten umso höher und die Stabilisierungskrisen umso schmerzhafter waren, je härter um einen vollen Ausgleich der Teuerung gerungen wurde.

Ein zweiter Trade-Off verbindet die zur Inflationsbekämpfung unvermeidlichen Zinserhöhungen mit der Stabilität des Finanzsektors. Gerade nach langanhaltenden Niedrigzinsphasen ist die Gefahr groß, dass Schuldner, die sich an ihre günstigen Finanzierungsbedingungen gewöhnt haben, bei der Refinanzierung zu höheren Zinsen in Schwierigkeiten geraten. Unzählige Finanz- und Immobilienkrisen haben so ihren Anfang genommen. Im Fokus stehen heute aber auch die Staaten, deren Verschuldung in den letzten Jahren stark angestiegen ist, und die sich im Moment gerade weiter verschulden, um die privaten Haushalte und Unternehmen von den hohen Energiepreisen zu entlasten.

Ob und in welchem Ausmaß der Staat die Folgen der abrupt gestiegenen Energiepreise abfedern soll, ist eine Frage, die im Prinzip unabhängig von den Belangen der Geldpolitik entschieden werden kann und sollte. Aber wenn der Staat entlastet, ist die Frage der Finanzierung seiner Hilfszahlungen nicht mehr unabhängig von der Geldpolitik. Denn der Verzicht auf eine Steuerfinanzierung oder eine andere Form der haushaltsneutralen Finanzierung ist makroökonomisch gleichbedeutend mit einem substanziellen expansiven Impuls.

Im Klartext: Während die Geldpolitik den Fuß auf der Bremse behalten muss, tritt die Fiskalpolitik munter aufs Gaspedal.

Dies kann nicht lange gut gehen. Je mehr Geld die Regierungen unter die Leute bringen, desto härter müssen die Zentralbanken bremsen, d.h. desto höher müssen sie mit den Zinsen gehen. Dies kann kritisch werden, wenn das höhere Zinsniveau die Nachhaltigkeit der öffentlichen Verschuldung in Zweifel zieht. Wie kürzlich der dramatische Konflikt zwischen einer stabilitätsorientierten Geldpolitik und einer unbekümmert ausgabenfreudigen Regierung in Großbritannien vor Augen geführt hat, muss die Fiskalpolitik eher früher als später nachgeben, wenn die Volkswirtschaft nicht in den Strudel einer sogenannten „fiskalischen Dominanz“ geraten soll, durch die am Ende die Inflation den Staat entschuldet und die Besitzer der Staatsanleihen enteignet. Hierin sind sich die keynesianische Theorie der antizyklischen Fiskalpolitik und die gerade heute wieder populäre „Fiscal Theory of the Price Level“ ausnahmsweise einmal einig.

Anerkennt man, dass die Verteuerung der Energie einen Einkommensverlust bedeutet, vor dem man die Bevölkerung in ihrer Gesamtheit nicht bewahren kann, und will man gleichzeitig die Fiskalpolitik von ihrem Kollisionskurs mit der Geldpolitik wegführen, bleiben nur zwei Alternativen: entweder eine gezielte Entlastung der verletzlichsten Bevölkerungsgruppen, die zumindest teilweise durch Ausgabenkürzungen an anderer Stelle oder durch eine Abgabe der Besserverdienenden gegenfinanziert wird, wie dies der Sachverständigenrat in seinem Jahresgutachten 2022/23 vorgeschlagen hat. Oder, bei strikter Ablehnung neuer Steuern, der Verzicht auf die ex-post-Versicherung des Energiepreisrisikos durch den Staat. Weder das eine noch das andere erscheint poli-

tisch mehrheitsfähig. Institutionelle Vorkehrungen, die in einer solchen Situation den Weg des geringsten Widerstands, nämlich denjenigen der Staatsverschuldung, blockieren sollten, sind offenbar leicht auszuhebeln. Dies gilt gerade auch für die deutsche Schuldenbremse: Je blumiger sie als Bollwerk gegen fiskalpolitische Sündenfälle gepriesen wird, desto kunstvoller wird sie umgangen.

5. AUSBLICK

In der zweiten Jahreshälfte 2022 lag die Inflationsrate des Euro-raums ungefähr bei 10%. Davon waren etwa zwei Drittel der Verteuerung der preisvolatilen Energieträger und Agrargüter zuzuschreiben, während der Preisanstieg der übrigen Komponenten, die sogenannte „Kerninflation“, für den Rest verantwortlich war.

Es ist absehbar, dass sich die Inflation im Laufe des Jahres 2023 deutlich zurückbilden wird, immer unter der

Voraussetzung, dass die Energie- und Agrarmärkte keine neuen negativen Überraschungen bereithalten.

Dagegen könnte die Kerninflation vorderhand weiter leicht zunehmen – allein aufgrund ihres inhärenten Trägheitsmoments, aber auch weil sich die gestiegenen Energiepreise immer noch durch die Wertschöpfungskette fressen.

Für die EZB ist dies keine einfache Situation. Die rückläufigen Zuwachsraten des Gesamtpreisindex (HVPI) könnten sie dazu verleiten, die Zügel zu früh schleifen zu lassen, obwohl die Kerninflation immer noch oberhalb der Zielmarke von 2% verharrt. Andererseits gilt aber auch: Wer zu spät aufs Bremspedal tritt, bleibt gerne auch zu lange drauf. Für die Volkswirtschaft könnten die Bremsspuren noch schmerzhaft werden. So befindet sich die EZB einmal mehr dort, wo sie meistens wandelt: auf einem schmalen Grat.



Oliver Landmann (geb. 1952) war von 1987 bis 2020 Inhaber des Lehrstuhls für Theoretische Volkswirtschaftslehre an der Universität Freiburg. Zuvor war er für die Schweizerische Nationalbank tätig. Er hat Volkswirtschaftslehre an der Universität Basel studiert, wo er sich 1984 auch habilitierte. Er gehörte der Eidgenössischen Kommission für Konjunkturfragen an und war Gastprofessor an den Universitäten Basel und Nagoya. Seine aktuellen Forschungsschwerpunkte sind die Makroökonomik der Europäischen Währungsunion, die internationale Politikkoordination und die Geschichte des makroökonomischen Denkens