

Inflation in weiter Ferne?

Von Dirk Meyer und Arne Hansen

In seiner Dezember-Sitzung hat der EZB-Rat eine weitere Lockerung der Geldpolitik beschlossen. Unter anderem wurde der Zeithorizont für Nettoankäufe unter dem Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) von Juni 2021 auf März 2022 verlängert. Ermöglicht wird dies durch eine PEPP-Aufstockung um 500 Milliarden Euro auf insgesamt 1850 Milliarden Euro – mit Aussicht auf weitere Erhöhungen. Über eine Laufzeit von zwei Jahren erlaubt das PEPP somit Ankäufe von Staats- und Unternehmensanleihen, deren Umfang rund einem Sechstel der jährlichen Wirtschaftsleistung der Eurozone entspricht. Begründet werden diese Maßnahmen primär mit dem Ziel, mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten. Jedoch sind die Implikationen für die Teuerungsrate keinesfalls klar.

In diesem Jahr wurde die Zentralbankgeldmenge des Euroraumes durch die Ankaufprogramme schon um 1016 Milliarden Euro erhöht (Stand 30. November). Davon entfielen 316 Milliarden Euro auf das im Jahr 2015 aufgelegte Asset Purchase Programme (APP) und 700 Milliarden Euro auf das PEPP-Programm, das im März dieses Jahres als Reaktion auf die Corona-Krise folgte. Damit haben diese beiden – als geldpolitisch ausgegebenen – Maßnahmen mehr als ein Fünftel zur aktuell 4647 Milliarden Euro betragenden Zentralbankgeldmenge beigetragen. Bis März 2022 dürften sie ein weiteres Anwachsen auf dann mehr als 6 Billionen Euro verursachen.

Wie ist das einzuordnen? Die Zentralbank versorgt die Wirtschaft im Euroraum mit Zentralbankgeld. Die Entwicklungspfade der Wirtschaftsleistung (BIP) einerseits und der Zentralbankgeldmenge andererseits weisen indes eine immer stärkere

Divergenz auf. Während das Euroraum-BIP seit 2015 um rund 10 Prozent wuchs, stieg die Menge an Zentralbankgeld um mehr als 260 Prozent. Sie hat sich von der Realwirtschaft entkoppelt. Doch wo bleibt das viele Geld?

Bisher hat sich diese Diskrepanz nicht in höheren Verbraucherpreisen niederschlagen. Zuletzt war die Veränderungsrate des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) sogar negativ (im November minus 0,3 Prozent gegenüber dem Vorjahresmonat). Die gegenläufigen Auswirkungen der durch die Corona-Krise verursachten Angebots- und Nachfrageschocks auf die Verbraucherpreise scheinen sich also bislang eher auszugleichen. Vielmehr stiegen die Vermögenspreise in Form von Aktien, Immobilien und Edelmetallen stark an. So inflationsierte der Flossbach von Storch Vermögenspreisindex für den Euroraum zur Jahresmitte um 3,1 Prozent im Vergleich zum Vorjahr. Zudem wurde die in der Pandemie neu geschaffene Liquidität kaum ausgabewirksam, da private Haushalte und Geschäftsbanken sie aus Vorsicht lieber „horten“, während Unternehmen ihre Investitionen aufschoben. Das ist der lehrbuchmäßige Fall der „Liquiditätsfalle“, in der die Verknüpfung zwischen Geldmenge und Preisniveau nicht mehr besteht. Was kommt danach?

Noch in der nachlassenden Pandemie werden manche Dienstleister wie Restaurants oder Fitnessstudios versuchen, die durch Corona-Präventionen gesunkenen

Produktivitäten und Umsatzeinbußen über die Preise weiterzuwälzen. Sobald sich die Rahmenbedingungen verbessern, dürfte die gesamtwirtschaftliche Nachfrage wieder steigen. Je mehr die privaten Haushalte ihre aufgestaute Kaufkraft für nachgeholten Konsum verausgaben, desto schneller könnte eine Rückkehr zum Vorkrisenniveau erfolgen. In diesem optimistischeren Umfeld steigt auch die Kreditnachfrage der Unternehmen für Investitionen, wodurch die Geschäftsbanken wieder zu einer höheren Schöpfung von Giralgeld angeregt werden. In der Folge steigen dann auch die über das Zentralbankgeld

hinausgehenden Geldmengenaggregate, verbunden mit einem inflationären Druck.

Andererseits dürften einige preisdämpfende Effekte mittelfristig bestehen bleiben: strukturelle Veränderungen (Digitalisierung, abnehmende Mobilität), höhere Arbeitslosenquoten sowie eine sinkende Nachfrage nach Gewerbeimmobilien. Ob die staatlichen Haushalte nach der Krise konsolidieren, wird hingegen zunehmend fraglich. Und je höher die Auslastung des konsumnahen Produktionspotentials in der Erholungsphase wäre, desto stärker bestünde ein Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise. Viele Kapazitäten wurden in der Krise temporär stillgelegt – etwa im Flugzeug-, Hotel- und Gastronomiegewerbe – und müssten zunächst wieder reaktiviert werden. Zudem haben sich Geschäftsmodelle gewandelt, Kapital wurde

entwertet oder vernichtet. Es kommt zu Konkursen, und Neues muss aufgebaut werden. Geraten die Kapazitäten insgesamt an ihre Auslastungsgrenzen, steigen die Preise auf breiter Front. Inflationäre Tendenzen könnten sich vor allem dann verstetigen, wenn die EZB der neuen Strategie der amerikanischen Notenbank folgt und ihr Inflationsziel künftig ebenfalls als Durchschnittswert im Zeitablauf anstrebt. Dann wäre über mehrere Jahre mit Inflationsraten oberhalb von 2 Prozent zu rechnen, was selbstverstärkende Erwartungen hervorrufen dürfte.

Wie könnte die EZB bei zu hohen Preissteigerungsraten gegensteuern? Eigentlich müsste sie das mit den Anleiheankäufen geschaffene Zentralbankgeld über Verkäufe ebenjener Anleihen wieder absorbieren. Angesichts der Größenordnungen würden dadurch die Kurse dieser Anleihen fallen, mit entsprechendem Wertberichtigungsbedarf in den Bilanzen des Finanzsektors. Zudem könnten steigende effektive Zinsen infolge der Kursverluste und anziehende Risikoprämien für Staatsanleihen den Zugang der Krisenstaaten zum Kapitalmarkt verschließen. Eine kombinierte Staatsschulden- und Bankenkrise wäre programmiert. Seitens der betroffenen Staaten entstünde Druck auf die EZB, diese kontraktiven Maßnahmen zu unterlassen. Spätestens dann befände sich die EZB in der „Fiscal Dominance“, einer Herrschaft der staatlichen Haushaltspolitik über die Notenbank. Würden Eurohalter dies langfristig akzeptieren?

Dirk Meyer ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Helmut-Schmidt-Universität Hamburg.

Arne Hansen ist promovierter Volkswirt und Mitarbeiter am Lehrstuhl von Dirk Meyer.