

Das Dilemma der EZB

Zieht die Inflation kräftig an, muss die Europäische Zentralbank gegensteuern. Das könnte die Eurozone zerreißen.

Von Klaus Adam und Dirk Schumacher

Die Inflation hat seit Beginn des Jahres in Deutschland und in der ganzen Eurozone spürbar angezogen. Dies hat zu einiger Nervosität in den Finanzmärkten geführt. Der Grund für diese Nervosität ist in der Rolle der Zentralbanken und ihren massiven Interventionen an den Finanzmärkten zu sehen.

Die Ankäufe von Staatspapieren und Unternehmensanleihen durch die Europäische Zentralbank (EZB) und andere Zentralbanken haben ein weitreichendes Sicherheitsnetz für die Finanzmärkte gespannt. Wie lange dieses Netz zur Verfügung steht, hängt ganz entscheidend von der weiteren Entwicklung der Inflation ab. Eine abrupte Änderung des geldpolitischen Kurses würde zwangsläufig zu einer brutalen Neubewertung vieler Anlageinstrumente an den Kapitalmärkten führen, deren Folgen schwer abschätzbar sind.

Auf kurze Sicht wird die Inflation in Deutschland und in der Eurozone weiter steigen. So ist es wahrscheinlich, dass in vielen Bereichen des Dienstleistungs-

sektors Preise steigen, sobald die bestehenden Einschränkungen aufgehoben werden. Die Friseur haben diese Entwicklung vorweggenommen, wie vielerorts zu sehen war. Höhere Rohstoffpreise und Engpässe bei manchen Vorleistungsgrößen werden die Inflationsdynamik zusätzlich befeuern. In Deutschland kommt der Anstieg der Umsatzsteuer zu Beginn des Jahres noch verstärkend hinzu. Inflationsraten von um die zwei Prozent sind deshalb im Verlauf des Jahres wahrscheinlich. Allerdings ist die Inflation absolut gesehen immer noch niedrig, und der jetzige Anstieg muss im Kontext eines hartnäckigen Unterschreitens der Inflation in den vergangenen Jahren gesehen werden (siehe Grafik).

Der momentane Anstieg der Inflation sollte deshalb nicht mit einem nachhaltigen Anstieg verwechselt werden. Ein temporärer Anstieg der Inflation führt keineswegs automatisch zu einem sich selbstverstärkenden Prozess dauerhaft höherer Inflation. Für den mittelfristigen Inflationsdruck ist die konjunkturelle Dynamik entscheidend sowie das Ver-

halten der Zentralbank in Reaktion auf diesen mittelfristigen Inflationsdruck.

Wir gehen davon aus, dass die Konjunktur im Verlaufe des Jahres wieder deutlich anziehen wird. Allerdings wird die deutsche Wirtschaft vermutlich erst wieder Ende des Jahres das Vorkrisenniveau erreicht haben; für die Eurozone wird dies wohl erst Mitte nächsten Jahres der Fall sein. Große Wachstumszahlen vermitteln deshalb einen falschen Eindruck bezüglich des möglichen mittelfristigen inflationären Drucks.

Damit die Inflation deutlich übers Ziel hinausschießt, müsste letztlich das Wachstum viel rasanter als erwartet ausfallen und/oder das Wachstumspotential der Wirtschaft durch die Pandemie deutlich gelitten haben. Es könnte aber auch das Gegenteil der Fall sein. So könnte beispielsweise eine verstärkte Digitalisierung zu deutlichen Effizienzgewinnen und Kosteneinsparungen und damit zu einem höheren Potentialwachstum führen. Bei gleichen Wachstumsraten würde sich dann der inflationäre Druck erst später aufbauen.

Wegen dieser Unsicherheiten ist die Sensitivität der Inflation bezüglich des Wachstums, welche im vergangenen Jahr sehr schwach ausgeprägt war, schwer einzuschätzen. Makroökonomische Zusammenhänge sind keine Naturgesetze und wirtschaftspolitisch relevante Parameter nicht in Stein gemeißelt.

Bei all dieser Unsicherheit über die Größenordnung des mittelfristigen inflationären Drucks spielen Inflationserwartungen letztlich die entscheidende Rolle bei der Frage, ob aus einem kurzfristigen Überschreiten der Inflation eine dauerhaft höhere Inflationsdynamik erwächst. Denn erst wenn sich die Erwartungen über zukünftige Preisveränderungen in einer signifikanten Weise nach oben verschieben, kann es zu einer sich selbstverstärkenden Inflationsspirale kommen. Die Erfahrung mit der Inflation der 1970er Jahre zeigt jedoch: Wenn die Inflationserwartungen beginnen, sich nach oben zu verschieben, kann es bereits zu spät sein, einen mittelfristigen Anstieg der Inflation zu verhindern. In der gegenwärtigen Lage mit zu tiefen Inflationserwartungen ist ein geordnetes Verschieben der Inflationserwartungen nach oben jedoch wünschenswert. Die mittelfristigen Inflationserwartungen in der Eurozone haben sich nämlich im Laufe der Zeit deutlich nach unten verlagert und liegen inzwischen merklich unter dem von der EZB ausgegebenen Inflationsziel (siehe Grafik).

Die Verschiebung der Inflationserwartungen zurück zur Zielmarke der EZB muss jedoch nicht notwendigerweise geordnet verlaufen, sondern unter Umständen eine eigene Dynamik entwickeln. Denn ein Ansteigen der Inflationserwartungen kann zu einem Anstieg der tatsächlichen Inflation beitragen und dadurch einen weiteren Anstieg der Erwartungen befeuern.

Sollte es Anzeichen geben für eine nachhaltige Verschiebung der Erwartungen über das Inflationsziel hinaus, so ist es an der EZB, diese wieder in den Griff zu bekommen. Eine Zentralbank ist einem Anstieg der Inflation und



Die Macht vom Main: Das Gebäude der Europäischen Zentralbank. Foto: Lucas Böttner

rigkeiten bringen. Die Finanzmärkte sind aus genau diesem Grund nur Steiger der mittelfristigen Inflationsdrucks steigt die Wahrscheinlichkeit, dass EZB ihr verheißenes Sicherheitsnetz wieder einrollen muss.

Für die EZB ergibt sich allerdings dann ein ganz eigenes Dilemma. Mandat der EZB ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. In Falle eines deutlichen Anstiegs der Inflation zu handeln und finanzielle Unterstützung für die Staaten der Eurozone zurückzuführen. D könnte jedoch den Bestand der Währungsunion selbst gefährden, da zum dem eine schnelle Änderung des geldpolitischen Kurses den Marktzugang einzelner, hochverschuldeter Länder gefährden könnte. Die EZB steht – all gesehen – also vor einem Dilemma: Entweder lässt sie die Inflation zu, oder sie gefährdet möglicherweise den Bestand der Eurozone.

In einer solchen Situation ist es gut vorstellbar, dass die EZB den Ball wieder an die Regierungen, insbesondere die deutsche, zurückspielt. Sie erklärt, dass die Inflationsanstiege sie zum Handeln verpflichtet und sie qua Mandat keine Rücksicht auf mögliche Kollateralschäden an der Währungsunion nehmen kann. Vielmehr, so könnte die Argumentation lauten, müssten die Regierungen nun endlich durch die Schaffung einer Fiskalunion Verantwortung für den Zusammenhalt der Währungsunion übernehmen. Erst durch eine Fiskalunion wäre es letztlich möglich, dass die EZB sich voll auf ihr Preisstabilitätsmandat konzentrieren könne, ohne die Existenz der Währungsunion aufs Spiel zu setzen.

Keine Frage, dies ist ein extremes Szenario, und man kann sich andere Wege vorstellen, wie auch bei einem Anstieg der mittelfristigen Inflation der Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik gelingen kann, ohne gleich die Währungsunion zu gefährden. So hat die EZB unter Mario Draghi das sogenannte Outright Monetary Transaction-Programm (OMT) geschaffen, um einzelnen Ländern, die den Marktzugang verlieren, eine Finanzierungshilfe zu leisten.

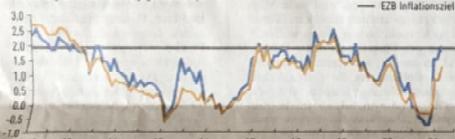
Die Aktivierung des OMTs ist allerdings an Bedingungen geknüpft, um die EZB könnte sich weigern, ein weiteres Mal für die Regierungen in die Bresche zu springen. Dies wäre insbesondere der Fall, wenn eine große Mehrheit der Mitglieder im EZB-Rat eine Fiskalunion als erstrebenswert erachtet.

Es ist deshalb gut möglich, dass steigende Inflation und die Notwendigkeit, diese zu bekämpfen, zu einem Hebel werden, den Befürworter einer Fiskalunion einsetzen, um eine weitere fiskalische Integration zu erzwingen. All dies würde einer gewissen Ironie nicht entbehren. Die Kritiker des expansiven Kurses der EZB, die eine Zurückhaltung und Konzentration auf die Preisstabilität verlangen, liefern letztlich die Stützworte für eine weitere fiskalische Integration. Wie man im Englischen sagt: Be careful what you wish for!

Dirk Schumacher ist Europa-Gründer bei Natixis. Klaus Adam ist Professor für Makroökonomie an der Universität Mannheim. Sie haben einen Podcast zu aktuellen makroökonomischen Themen unter dem Titel The Week that was in Europe.

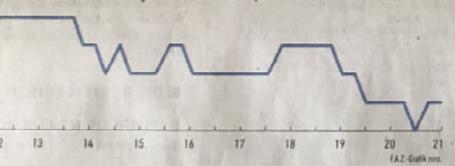
Inflationsrate

Veränderung der Inflationsrate gegenüber Vorjahr, in Prozent



Inflationserwartung

Wahrscheinliche Inflationserwartungen von Finanzmarkt-Analysten über die nächsten 5 Jahre, in Prozent



WETTER

HEUTE

schon Teufelsdröckchen im Alpenraum sowie über den und einem Hoch auf dem nahen Atlantik gelangt es einen nördlichen Störungswelle und für Anfang ab relativ kalter Luft nach Deutschland.

Berlin, Brandenburg, Sachsen-Anhalt, Thüringen, Saarland: Heute bleiben sich zunächst dicke Wolken und immer wieder fällt Regen. In Laufe des Tages lockert es von Westen her auf. Vereinzelt gibt es noch Schauer. Dazu weht mäßig starker Nordwestwind. Die Höchstwerte liegen zwischen 11 und 13 Grad.

Bremen, Niedersachsen, Hamburg, Schleswig-Holstein, Mecklenburg-Vorpommern: Heute ist es wechselhaft mit einigen Wolken, Regenschauern und zwischenzeitlich etwas Sonne. Der Nordwestwind weht mäßig bis frisch, an der See treten stürmische Böen auf. Mit maximal 8 bis 12 Grad ist es sehr kühl.

Nordrhein-Westfalen, Hessen, Rheinland-Pfalz, Saarland: Der Tag startet bewölkt. Im Tagesverlauf ziehen immer wieder Schauer auf, zwischenzeitlich kommt auch mal die Sonne heraus. Bis nachmittags bis mäßig Wind aus Nordwest steigt die Temperatur auf kühl 11 bis 14 Grad.

Baden-Württemberg, Bayern: Am Morgen halten sich dicke Wolken, in Bayern fällt Regen. Später weichen sich überall lockere Phasen mit Schauern ab. Überhalb von 1000 Metern kann es Schnee geben. Vor allem in Franken kommt zwischenzeitlich auch mal die Sonne heraus. Mit maximal 6 bis 14 Grad ist es sehr kühl. Der Wind weht schwach bis mäßig aus Nordwest.

Sommer: Aufgang 05:58, Untergang 20:45 Uhr
Wand: Aufgang 02:28, Untergang 10:11 Uhr
(Zeiten (MESZ) gelten für Frankfurt am Main)

WETTERSERVICE

Mehr Infos und Wetterberichte gibt PrivatStich im Internet.
www.wetter.com oder www.faz.net/wetter
Aktuelle Themen bei www.faz.net - 14-tägige Prognose im Standard, weitere Infos im Kurzreport für Ihre HD-Kameras im Google Play Store und im App Store.

DEUTSCHLAND



DEUTSCHE STÄDTE		1.5.°		2.5.	
Aachen	7°	11°	8°	12°	8°
Berlin	7°	11°	8°	12°	8°
Bremen	8°	10°	8°	11°	8°
Carlsruhe	8°	11°	8°	12°	8°
Coblenz	8°	11°	8°	12°	8°
Dresden	8°	11°	8°	12°	8°
Düsseldorf	8°	11°	8°	12°	8°
Erfurt	7°	11°	8°	12°	8°
Frankfurt	7°	11°	8°	12°	8°
Hannover	7°	11°	8°	12°	8°
Köln	8°	11°	8°	12°	8°
Leipzig	8°	11°	8°	12°	8°
Magdeburg	8°	11°	8°	12°	8°
Mannheim	8°	11°	8°	12°	8°
München	8°	11°	8°	12°	8°
Nürnberg	8°	11°	8°	12°	8°
Regensburg	8°	11°	8°	12°	8°
Saarbrücken	8°	11°	8°	12°	8°
Stuttgart	8°	11°	8°	12°	8°
Wuppertal	8°	11°	8°	12°	8°
Zürich	8°	11°	8°	12°	8°

MONTAG

In Norddeutschland ziehen über den Tag verteilt immer wieder einzelne Regenschauer vorüber. Dazu ist es meist windig. Zwischenzeitlich gibt es vereinzelt sonnige Abschnitte. Auch am Alpenrand treten ein paar Schauer auf. Im westlichen Süddeutschland und in der Mitte weht ein leichtes Wolken mit Sonnenschein ab.

AUSSICHTEN

Am Dienstag zieht von Nordwesten her ein Regengebiet nach Deutschland. Dazu ist es sehr windig. Am Mittwoch fällt weiterhin viel Regen, am meisten ganz im Süden. Zwischenzeitlich gibt es Sonne.

TREND BIS FREITAG

Trend bis Freitag		Montag		Mittwoch		Donnerstag		Freitag	
Nord	12-14	12-14	12-14	12-14	12-14	12-14	12-14	12-14	12-14
Mitte	12-14	12-14	12-14	12-14	12-14	12-14	12-14	12-14	12-14
Süd	12-14	12-14	12-14	12-14	12-14	12-14	12-14	12-14	12-14

EUROPA



HEUTE

In Europa ist es verbreitet ziemlich frisch für die Jahreszeit. Stellen wird die 20-Grad-Marke überschritten. Eine Ausnahme bilden Griechenland, die Türkei und Rumänien, wo sommerliche Verhältnisse herrschen. Hier scheidet außerdem am Montag die Sonne. Im östlichen Europa sind im Einflussbereich eines Tiefs in Polen und Teilen Tschechiens sowie an den Alpen zu erwarten.

TREND

Am östlichen Mittelmeer bleibt die Sommerwärme in den nächsten Tagen erhalten. Auch am Mittelmeer steigen die Temperaturen. Der Nordwesten und Nord Europa verbleiben im Zustrom frischer und gibt es zunächst mehr Sonnenschein, bald regnet aber wieder öfter.

HEUTE

In den USA ist es verbreitet sonnig und frühmorgens kalt. Im Texas gibt es sommerlich 31 Grad. Im Nordwesten gibt es ein paar Regenfälle. Im östlichen Kanada halten sich Wolken, teils fällt Schnee.

TREND

In den nächsten Tagen bleibt es in den Südstaaten sonnig und warm. Im Südosten fallen Gewitter auf. Im Norden ist es zunehmend bewölkt mit Regenschauern. Zur Wochenende scheidet wieder überall die Sonne.

WETTERLEXIKON

Ensemble: Eine leichte Änderung der Ausgangsdaten für ein Wettermodell kann zu großen Differenzen führen. In diesem Fall sind die Unterschiede in den Prognosen für die nächsten Tage zu sehen.