

## Die EZB in der Stagflationsfalle

Warum eine neue Eurokrise droht und eine „kontrollierte Rezession“ helfen kann

Henning Vöpel



Die Inflation ist zurück. Die Zentralbanken vollziehen nach einer Dekade sehr niedriger Zinsen und unkonventioneller Geldpolitik die Zinswende. Anders als die Federal Reserve Bank (Fed), die den größten Zinsschritt seit 40 Jahren vollzogen hat, hält sich die EZB deutlich stärker zurück. Nicht ohne Grund, denn steigende Zinsen könnten im Euroraum in Verbindung mit einer möglichen globalen Rezession die Eurokrise wieder aufflammen lassen. Die Zinsspanne bei den italienischen und deutschen Anleihen ist bereits deutlich angestiegen; es droht eine Fragmentierung des Euro-Anleihemarktes. Die Europäische Zentralbank (EZB) will daher ein neues Instrument entwickeln: das Anti-Fragmentierungsinstrument. Dies könnte indes die fiskalische Dominanz über die Geldpolitik weiter erhöhen und damit die Unabhängigkeit der EZB bedrohen.

- ▶ Mit der Rückkehr der Inflation und der beginnenden scharfen Zinswende droht die Eurokrise neu aufzuflammen.
- ▶ Eine Stagflation ist für eine Währungsunion eine besonders kritische Situation, weil die Bekämpfung der Inflation die Unterschiede in den Wachstumsdynamiken und der Schuldenfähigkeit zwischen den Euro-Ländern vergrößert.
- ▶ Der Zinsspread Italiens ist in den letzten Tagen auf zum Teil über 200 Basispunkte gestiegen. Die EZB fürchtet eine Fragmentierung des Euro-Anleihemarktes, die die geldpolitische Transmission erschwert und die Stabilität des Euro bedroht.
- ▶ Zu diesem Zweck will die EZB ein Anti-Fragmentierungsinstrument entwickeln. Dies kommt zum Einsatz, wenn die EZB zu dem Schluss kommt, dass Anstiege von Zinsspreads nicht fundamental gerechtfertigt seien.
- ▶ Die EZB schafft sich mit diesem Instrument erheblichen diskretionären Spielraum. Damit erhöht sich aber die fiskalische Dominanz über die Geldpolitik weiter und die Unabhängigkeit der EZB nimmt ab.
- ▶ Große Krisen wie etwa die Pandemie können exogen eine Fragmentierung verursachen. Diese zu managen, ist dem Grunde nach jedoch eine fiskalische, keine geldpolitische Aufgabe. Eine Übernahme von weiteren Aufgaben durch die EZB erzeugt Zielkonflikte in Bezug auf das geldpolitische Mandat.
- ▶ In den nächsten Monaten geht es darum, die Weltwirtschaft in eine „kontrollierte Rezession“ zu schicken, in der die Anpassungen an die Angebotsschocks vollzogen und gleichzeitig die Inflation bekämpft werden kann.

## Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Führt die Zinswende in die nächste Eurokrise? .....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Angebotschocks und Geldpolitik .....</b>	<b>3</b>
<b>3</b>	<b>Stagflation in einer (nicht-optimalen) Währungsunion.....</b>	<b>4</b>
<b>4</b>	<b>Der Zielkonflikt und die Unabhängigkeit der EZB.....</b>	<b>6</b>
<b>5</b>	<b>Ausblick: Raus aus der Abhängigkeit und rein in die „kontrollierte Rezession“ .....</b>	<b>6</b>

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Spread of 10-year sovereign bonds over Bunds .....	5
Abbildung 2: Issuance of Italian government bonds vs. demand by sector .....	5

## 1 Führt die Zinswende in die nächste Eurokrise?

Die makroökonomische Situation der Weltwirtschaft hat sich binnen weniger Monate komplett gedreht. Vom Goldilocks-Szenario mit gleichzeitig niedriger Inflation, geringer Arbeitslosigkeit und günstigen Zinsen hat sich der Wind in Richtung Stagflation gedreht und bläst nun der Geld- und der Fiskalpolitik scharf ins Gesicht: Hohe Inflation geht nunmehr mit Stagnation und unterdessen stark gestiegenen Schuldenständen einher. Zudem kündigt sich möglicherweise eine globale Rezession an. Diese Mischung könnte schon sehr bald unangenehm für die Zentralbanken werden. Während die Federal Reserve Bank (Fed) mit 75 Basispunkten und dem größten Zinsschritt seit 40 Jahren bereits sehr scharf auf die Zinswende eingeschwenkt ist, hält sich die EZB noch weitgehend zurück, wenngleich sie bereits Zinsschritte und ein Auslaufen der Anleihekaufprogramme angekündigt hat. Das hat einen Grund: Sie agiert in einem nach wie vor nicht-optimalen Währungsraum und in diesem ist Stagflation das denkbar ungünstigste Szenario, denn die Bekämpfung der Inflation mittels steigender Zinsen macht die strukturellen Unterschiede zwischen den Euro-Ländern stärker sichtbar. Die Märkte haben dies womöglich schon antizipiert: Die Zinsen für Italien steigen und der Zinsspread zu den anderen Mitgliedstaaten, insbesondere Deutschland, vergrößert sich. Die EZB befindet sich einer Falle, aus der es fast keinen Ausweg gibt. Es sei denn, man erfindet ein neues Instrument: das Anti-Fragmentierungsinstrument. Es wäre indes ein weiterer Schritt in Richtung politischer Abhängigkeit der EZB. Eine „kontrollierte Rezession“ kann jetzt den Euroraum und die Weltwirtschaft stabilisieren.

## 2 Angebotsschocks und Geldpolitik

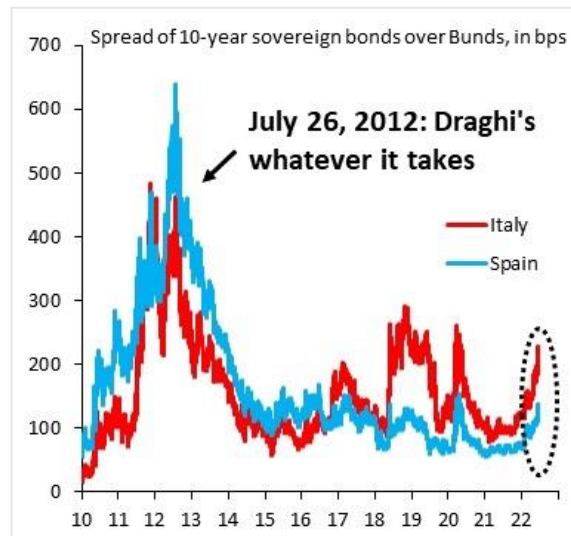
Häufig wird argumentiert, Zentralbanken könnten gegen Angebotsschocks, die realer Natur sind, nichts ausrichten. Höhere Zinsen würden beispielsweise die plötzliche Knappheit an Energie oder Nahrungsmitteln nicht beseitigen können. Das ist richtig, dennoch kann und sollte die EZB auf zweifache Weise zur Preisstabilität beitragen: 1. indem sie das Niveau der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage reduziert, damit bei sinkendem Angebot kein inflationswirksamer Nachfrageüberhang besteht (schon jetzt kann man sehen, dass eine bislang zurückgestaute Inflation durch die Angebotschocks plötzlich inflationswirksam geworden ist), 2. indem sie die erkennbar bereits gestiegenen Inflationserwartungen, die für die Geldpolitik die eigentlich wichtige Anker- und Steuerungsgröße darstellen, beizeiten zurückführt, um eine Preis-Lohn-Spirale im Keim zu ersticken und einen später sehr teuren Disinflationsprozess zu vermeiden. Paul Volcker hatte in den USA Anfang der 80er Jahre einen solchen Prozess unter hohen makroökonomischen Anpassungskosten durchgesetzt.

In der aktuellen Situation allerdings muss in Rechnung gestellt werden, dass ein Zinsschock, nachdem die Märkte über Jahre durch Forward Guidance auf eine sehr lange Zeit sehr niedriger Zinsen eingestellt worden waren, erhebliche Verwerfungen nicht zuletzt auf Vermögenspreise haben kann. Ansatzweise sind bereits Bewegungen auf dem Immobilienmarkt zu sehen. Das viele Geld geht nun aus den Vermögenspreisen in die Güterpreise, nachdem es die Jahre zuvor genau umgekehrt gewesen ist. Die Reaktion der Zentralbanken ist eben nicht nur eine Reaktion auf exogene Ereignisse, sondern zuallererst eine Reaktion auf die eigene Geldpolitik der letzten Jahre und diese hat erhebliche Pfadabhängigkeiten erzeugt; die Glaubwürdigkeit steht also ein Stück weit auf dem Spiel. Robuste Geldpolitik agiert gerne in kleinen vorbereitenden Schritten. Dafür ist nun keine Zeit mehr.

Von entscheidender Bedeutung für die geldpolitische Reaktion auf die Stagflation ist die Beurteilung, ob der sie auslösende Schock sich schnell wieder zurückbildet oder womöglich als Hysterese strukturell erhalten bleibt, etwa über Preis-Lohn-Spiralen oder veränderte Inflationserwartungen. Eine Studie von Shapiro hat für die USA gezeigt, dass etwa die Hälfte der Inflation (2,5 Prozentpunkte) auf Angebotsfaktoren zurückgeht, ein Drittel auf Nachfragefaktoren (1,4 Prozentpunkte) und der Rest auf Interaktionseffekte (Adam Hale Shapiro, How Much Do Supply and Demand Drive Inflation? Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter, 21. Juni 2022). Für die Eurozone dürfte das Problem indes etwas anders liegen, wie Jason Furman begründet. So sei die Inflation in den USA persistenter und bedürfe daher einer härteren geldpolitischen Reaktion, während die Inflation in der Eurozone stärker auf gestiegene Importpreise zurückzuführen sei (vgl. Jason Furman, The U.S. and Europe Have Different Inflation Problems, WSJ, 6. Juni 2022). Die EZB wird sich jedoch nicht vollständig von der Fed abkoppeln. Über den Wechselkurs würde eine auseinander entwickelnde Zinsdifferenz zwischen der Eurozone und den USA durch Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar den Preisauftrieb hierzulande durch importierte Güter noch weiter erhöhen.

### 3 Stagflation in einer (nicht-optimalen) Währungsunion

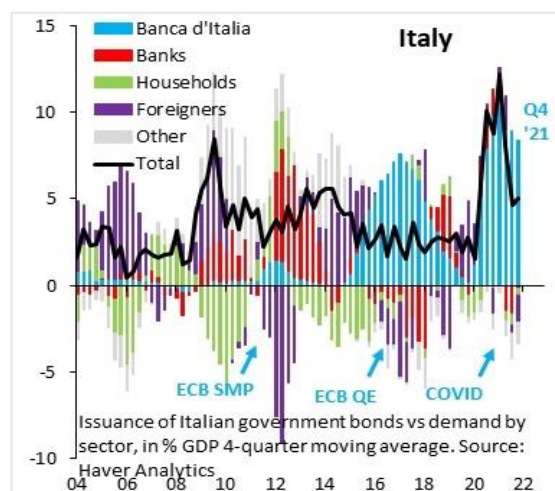
In einer nicht-optimalen Währungsunion übernimmt, solange es keinen fiskalpolitischen Rahmen gibt, die Geldpolitik (unfreiwillig und daher institutionell und letztlich politisch erzwungen) einen Teil der Stabilisierungsfunktion. Das macht sich durch quasi-fiskalische Instrumente bemerkbar. So greift die EZB durch Anleiheaufkäufe (die vom Kapitalschlüssel der EZB abweichen) in Zinsspreads und Zinsstrukturen mindestens indirekt ein. Wie wichtig, geradezu existenziell diese Funktion für den Euroraum ist, zeigt nicht zuletzt der berühmte „Whatever-it-takes“-Moment Draghis am 26. Juli 2012 (vgl. Abbildung 1). Damals war die Inflation jedoch niedrig, heute ist sie hoch. Die EZB sieht sich dadurch einem massiven Zielkonflikt ausgesetzt. Und nicht überraschend haben sich die Zinsspreads vor allem Italiens, aber auch Spaniens, gegenüber Deutschland mit bis zu 200 Basispunkten signifikant erhöht (siehe Abbildung 1). Zwar sind diese noch weit entfernt von ihrem Höhepunkt im Jahr 2012, jedoch werden die nun steigenden Zinsen mittelfristig stärker zu Buche schlagen, wenn der Refinanzierungsbedarf steigen wird.



**Abbildung 1: Spread of 10-year sovereign bonds over Bunds**

Quelle: Robin Brooks, Tweet vom 19.6.2022, 19:42 Uhr

Zuletzt entsprach die Höhe der neu ausgegebenen Anleihen Italiens dem Nettoanstieg der von der Banca d'Italia gehaltenen Anleihen. Sie hat offenbar schon länger verhindert, dass die Zinsen zur Refinanzierung der Staatsschulden für Italien steigen und sich die Schuldentragfähigkeit dadurch rapide verschlechtern könnte (vgl. Abbildung 2). Nun ist der EZB-Rat in einer außerordentlichen Sitzung zusammengekommen – was für sich genommen schon nicht vertrauensbildend wirkt –, um über die bedrohlich steigenden Zinsdifferenzen zu beraten. Herausgekommen ist die Absicht, ein neues Anti-Fragmentierungsinstrument zu entwickeln, das im Juli vorgestellt werden soll. Schon die Ankündigung mag, so die Idee, zur Stabilisierung beigetragen haben. Dass so ein Instrument in bestimmten Fällen helfen kann, die Zinslasten hoch verschuldeter Euro-Staaten zu senken, macht es noch nicht zu einer guten Idee, denn die fiskalische Dominanz könnte am Ende noch größer werden.



**Abbildung 2: Issuance of Italian government bonds vs. demand by sector**

Quelle: Robin Brooks, Tweet vom 21.6.2022, 19:42 Uhr

## 4 Der Zielkonflikt und die Unabhängigkeit der EZB

Eine nicht-optimale Währungsunion ist schon unter normalen Umständen keine leichte Aufgabe der gemeinsamen Koordination und gegenseitigen Disziplinierung von Geld- und Fiskalpolitik. Eine Stagflation aber ist Gift, denn währenddessen die Geldpolitik die Inflation mit steigenden Zinsen bekämpfen muss, treten Unterschiede in den Schuldenständen und den Wachstumsdynamiken zwischen den Eurostaaten umso stärker zutage. Die EZB kann nicht gleichzeitig die monetären Finanzierungsbedingungen für die Mitgliedstaaten (künstlich) günstig halten und gleichzeitig glaubwürdig die Inflation bekämpfen, was sie aber ihrem Mandat zufolge zu tun hat. Was aber, wenn sich die EZB – gemäß Jan Tinbergen – ein weiteres Instrument selbst an die Hand gibt, um mit zwei Instrumenten zwei Ziele unabhängig voneinander steuern zu können? Die formale Begründung lautet, so hat es das Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel formuliert, dass die geldpolitische Transmission gestört sei, wenn der Anleihemarkt sich zu stark fragmentiere: „In normal times, such divergences do not threaten financial stability. In the absence of very large shocks, changes in economic fundamentals happen only gradually. Nevertheless, if persistent, they complicate monetary policy as they drive a wedge between the risk-free rate and national borrowing conditions.“ (Isabel Schnabel, United in diversity – Challenges for monetary policy in a currency union, Rede an der Sorbonne am 14. Juni 2022). Fragmentiert ist dieser, wenn die Anleger einen Unterschied zwischen deutschen, französischen oder italienischen Anleihen machen, obgleich sie in derselben Währung Anleihen emittieren. Ein Anti-Fragmentierungsinstrument soll das verhindern, soll heißen: Wenn der Anleihemarkt sich fragmentiert, kann die EZB dies durch Kauf bestimmter Anleihen ausgleichen.

Nun differenzieren Märkte zumeist nicht ohne Grund (außer in Paniksituationen mit selbstverstärkendem und selbsterfüllendem Herdenverhalten), sondern aufgrund realwirtschaftlicher, fundamentaler Bewertungen. Genau diese Unterscheidung möchte die EZB in Zukunft selbst treffen, um entscheiden zu können, wann sie das Anti-Fragmentierungsinstrument einsetzen will. Welcher Teil des Spreads ist fundamental, welcher nicht? Beginnt die Schwelle des Eingriffs bei zwei oder erst bei drei Prozentpunkten? Es ist klar, dass der EZB bei dieser Entscheidung erheblicher diskretionärer Spielraum zuteilwird, ihr also Tür und Tor geöffnet sind – zugleich ein potenzielles Einfallstor für die Staaten, im Wissen, um geldpolitische Rettung in letzter Instanz ihre Reform- und Konsolidierungsanstrengungen nicht mehr so genau zu nehmen. Das Moral-Hazard-Problem und die Abhängigkeit der Geldpolitik schaukeln sich so weiter hoch, statt den immer enger werdenden Zusammenhang wieder allmählich zu lösen.

## 5 Ausblick: Raus aus der Abhängigkeit und rein in die „kontrollierte Rezession“

Der Weg der letzten Dekade hat den Zusammenhang von Geld- und Fiskalpolitik und somit die Abhängigkeit zwischen EZB und den Staaten immer enger werden lassen. Dies war stets die Warnung jener, die das für den langfristig falschen, weil immer tiefer in das Dilemma führenden, Weg hielten. Der Weg nach vorn muss daher zugleich ein Weg raus aus der Abhängigkeit sein. Die großen Krisen, die globale Pandemie und der Ukraine-Krieg, stellen gewaltige Belastungen dar. Niemand würde bestreiten, dass der flächendeckende und konsequente Einsatz geld- und fiskalpolitischer Mittel hier und in vergleichbaren Fällen nicht nur gerechtfertigt, sondern vielmehr geboten ist. Nach großen Krisen gab es häufig Inflations-, gelegentlich Deflationsprozesse. Nicht selten standen an deren Ende Währungsreformen. Zu

glauben, dass all das, was in den Krisen durch fiskal- und geldpolitische Intervention an Hilfen und Liquidität bereitgestellt worden ist, ohne anschließende Folgen bleiben könne, wäre geradezu naiv. Natürlich sind Geld- und Fiskalpolitik in so großen Krisen nicht unabhängig voneinander. Ihr abgestimmtes Verhalten ist Teil und Voraussetzung ihrer Wirksamkeit und Glaubwürdigkeit – der Lender-of-last-resort-Funktion der Zentralbank kommt dabei eine wesentliche Aufgabe zu. Entscheidend ist, ob diese Form der Intervention auf solche Schocks und Krisen beschränkt bleibt und insoweit eine begründete und glaubwürdige Ausnahme darstellt oder eben nicht. Natürlich lässt sich argumentieren, dass eine Fragmentierung, die durch die Pandemie oder den Krieg entstanden ist, nicht die Konsequenz eines Auseinanderbrechens der Eurozone haben darf, denn es sind ja nicht permanente, also strukturelle Fehlentwicklungen, sondern plötzliche und vorübergehende exogene Ereignisse, die dazu geführt haben. Ihr dauerhafter und unkonditionierter Einsatz aber würde Moral Hazard verstärken und die EZB immer weiter und tiefer in die Abhängigkeit führen.

Die gegenwärtige Stagflation ist hochgefährlich, zumal wenn sie sich über Erwartungsbildungsprozesse verselbständigt. Ein neuerlicher Preisschock infolge eines Lieferstopps von Erdgas könnte die politische Situation dramatisch verschärfen. Es gibt indes auch Gründe dafür, dass sich die Inflation abbaut und das Wachstum zurückkehrt. So wie sich Inflation durch Basiseffekte schnell aufbaut, so schnell kann es auch in die Gegenrichtung gehen. Angebotsschocks bilden sich zurück und die Produktion wird wieder elastischer. Auch die Transformationsprozesse, vor allem die Energie- die Klimawende, deuten darauf hin, dass vorübergehend das Wachstumspotenzial sinkt und gleichzeitig die Kosten steigen. Doch so wie die Angebotsschocks zeitgleich inflationserhöhend und wachstumshemmend wirken, bewirkt ihr Rückgang die umgekehrte Richtung. Helfen kann die Fiskalpolitik, indem sie nicht durch direkte Preiseingriffe bei importierten Gütern die Inflation noch weiter anheizt und die sinnvollen Angebots- und Verhaltensanpassungen unterdrückt. Die Tarifpartner können helfen, indem sie im Sinne einer „konzertierten Aktion“ in der Stagflation eine Preis-Lohn-Spirale verhindern und besonnen bleiben.

Nach derzeitigem Stand werden die kommenden Monate die Geld- und die Fiskalpolitik vor große Herausforderungen stellen. Mit einer ungewöhnlichen Aufgabe: Wie schickt man die Weltwirtschaft in eine „kontrollierte Rezession“, in der die Anpassung an die Angebotsschocks gelingt und gleichzeitig die Inflation bekämpft werden kann? Gerade für den Euroraum dürfte diese Aufgabe eine geradezu existenzielle werden.

#### **Quellen:**

Brooks, Robin (2022), Tweet vom 21.6.2022, 19:42 Uhr.

Furman, Jason (2022), The U.S. and Europe Have Different Inflation Problems, WSJ, 6. Juni 2022.

Schnabel, Isabel (2022), United in diversity – Challenges for monetary policy in a currency union, Rede an der Sorbonne am 14. Juni 2022.

Shapiro, Adam Hale (2022), How Much Do Supply and Demand Drive Inflation? Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter, 21. Juni 2022.

**Autor:**

Prof. Dr. Henning Vöpel,  
Vorstand Stiftung Ordnungspolitik und Direktor Centrum für Europäische Politik

[voepel@cep.eu](mailto:voepel@cep.eu)

**Centrum für Europäische Politik** FREIBURG | BERLIN

Kaiser-Joseph-Straße 266 | D-79098 Freiburg  
Schiffbauerdamm 40 Räume 4205/06 | D-10117 Berlin  
Tel. + 49 761 38693-0  
Tel. +49 30-43973746-0

Das **Centrum für Europäische Politik** FREIBURG | BERLIN, das **Centre de Politique Européenne** PARIS, und das **Centro Politiche Europee** ROMA bilden das **Centres for European Policy Network** FREIBURG | BERLIN | PARIS | ROMA.

Das gemeinnützige Centrum für Europäische Politik analysiert und bewertet die Politik der Europäischen Union unabhängig von Partikular- und parteipolitischen Interessen in grundsätzlich integrationsfreundlicher Ausrichtung und auf Basis der ordnungspolitischen Grundsätze einer freiheitlichen und marktwirtschaftlichen Ordnung.