

DER VOLKSWIRT

EUROPLATZ FRANKFURT

# Gesucht wird der „neutrale Zins“

Wie kann die EZB die Inflation wieder unter Kontrolle bringen? Der durch die hohen Energiepreise ausgelöste Schock birgt die Gefahr einer selbst verstärkenden Tendenz. Wir brauchen höhere Zinsen und Glück.

Von Klaus Adam und Dirk Schumacher

O ggleich die Inflation in der Eurozone zu einem großen Teil vom rasanten Anstieg der Rohstoffpreise und von Lieferkettenproblemen getrieben wird, muss die Europäische Zentralbank entscheiden handeln. Die Inflationsdynamik hat einen Punkt erreicht, an dem die Gefahr einer sich selbst verstärkenden Tendenz hoch ist. Allerdings werden Zinserhöhungen, und die damit einhergehende Schwächung des Wachstums, allein nicht reichen, um die Inflation wieder schnell auf die Zielmarke der EZB von 2 Prozent zu bringen. Eine Entspannung der Lage an den Energiemärkten und eine Normalisierung der Lieferketten sind dafür ebenso notwendig.

Die Inflationsrate hat im August in der Eurozone abermals einen Rekordwert von 9,1 Prozent erreicht, während die Inflationsrate in Deutschland auf 8,8 Prozent gestiegen ist. Mit dem weiteren rasanten Anstieg der Preise für Gas und Strom an den Rohstoffmärkten in den letzten Wochen und einer anhaltend hohen Dynamik bei Preisen für Dienstleistungen und Gütern wird die Inflationsrate in der Eurozone und Deutschland voraussichtlich in den nächsten Monaten weiter steigen.

Nach langem Zögern hat die EZB im Juni ihre Kaufprogramme beendet und die Leitzinsen auf ihren Sitzungen im Juli um 0,5 Prozentpunkte und im September um 0,75 Prozentpunkte angehoben. Der nun geldpolitisch relevante Einlagenzinssatz ist damit zum ersten Mal seit Juli 2012 wieder positiv und liegt bei 0,75 Prozent. Die Marktteilnehmer erwarten einen weiteren Anstieg dieses Zinses auf ungefähr 2 Prozent bis März 2023. Die entscheidende Frage ist, ob ein solcher Anstieg der Zinsen die Dynamik der Inflation nachhaltig brechen kann, sodass die Inflation wieder in Richtung der Zielmarke der EZB von 2 Prozent zurückkehrt. Unsere Antwort darauf lautet: Es müssen glückliche Umstände hinzukommen, damit der im Markt erwartete Zinsanstieg ausreicht.

Um die Erfolgchancen der EZB abzuschätzen, ist es notwendig, die Mechanik der Transmission geldpolitischer Entscheidungen auf die Volkswirtschaft und die Inflation näher zu beleuchten. Die EZB hat verschiedene Instrumente, mit deren Hilfe sie die wirtschaftliche Dynamik, und damit die Inflation, beeinflusst. An erster Stelle stehen die geldpolitischen Zinsen. Diese kurzfristigen Zinsen bestimmen, zu welchen Konditionen die Geschäftsbanken sich bei der EZB sogenanntes Zentralbankgeld leihen und anlegen können. Diese Zinsen bestimmen damit auch zu einem gewissen Grad, zu welchen Konditionen Kunden der Geschäftsbanken Kredite aufnehmen können. Höhere Zinsen bremsen die Nachfrage nach Krediten und damit das Wachstum der Wirtschaft.

## Wenig Einfluss auf direkte Ursachen

Zusätzlich zum „traditionellen“ Instrument der kurzfristigen Zinsen kann die EZB über direkte An- und Verkäufe am Anleihemarkt das langfristige Zinsniveau beeinflussen. Die EZB hat dies im Laufe der letzten Jahre im großen Stil getan und im Rahmen dieser „quantitativen Lockerung“ ihre Bilanz stark ausgeweitet und dabei das Zinsniveau für langlaufende Anleihen gedrückt. Sie könnte dieses Instrument nun umgekehrt benutzen und durch einen Verkauf von Anleihen die langfristigen Zinsen anheben, wie das bereits in den USA praktiziert wird.

Schließlich hat die EZB den Geschäftsbanken langfristige, teilweise über mehrere Jahre laufende, Refinanzierungsgeschäfte angeboten. Damit hat die EZB den Banken vor eventuellen Liquiditätsengpässen bewahrt, aber auch die Refinanzierungskosten der Banken gesenkt, in der Hoffnung, dass diese günstigen Bedingungen an die Kunden der Banken weitergereicht werden. Die Konditionen dieser langfristigen Refinanzierungsgeschäfte könnten ebenfalls angepasst werden.

Gemeinsam ist all diesen verschiedenen geldpolitischen Instrumenten der EZB, dass sie die Kreditkonditionen der Unternehmen und private Haushalte ändern. Geldpolitik wirkt deshalb letztlich über die Steuerung der privaten Nachfrage. Vereinfacht gesprochen: Eine

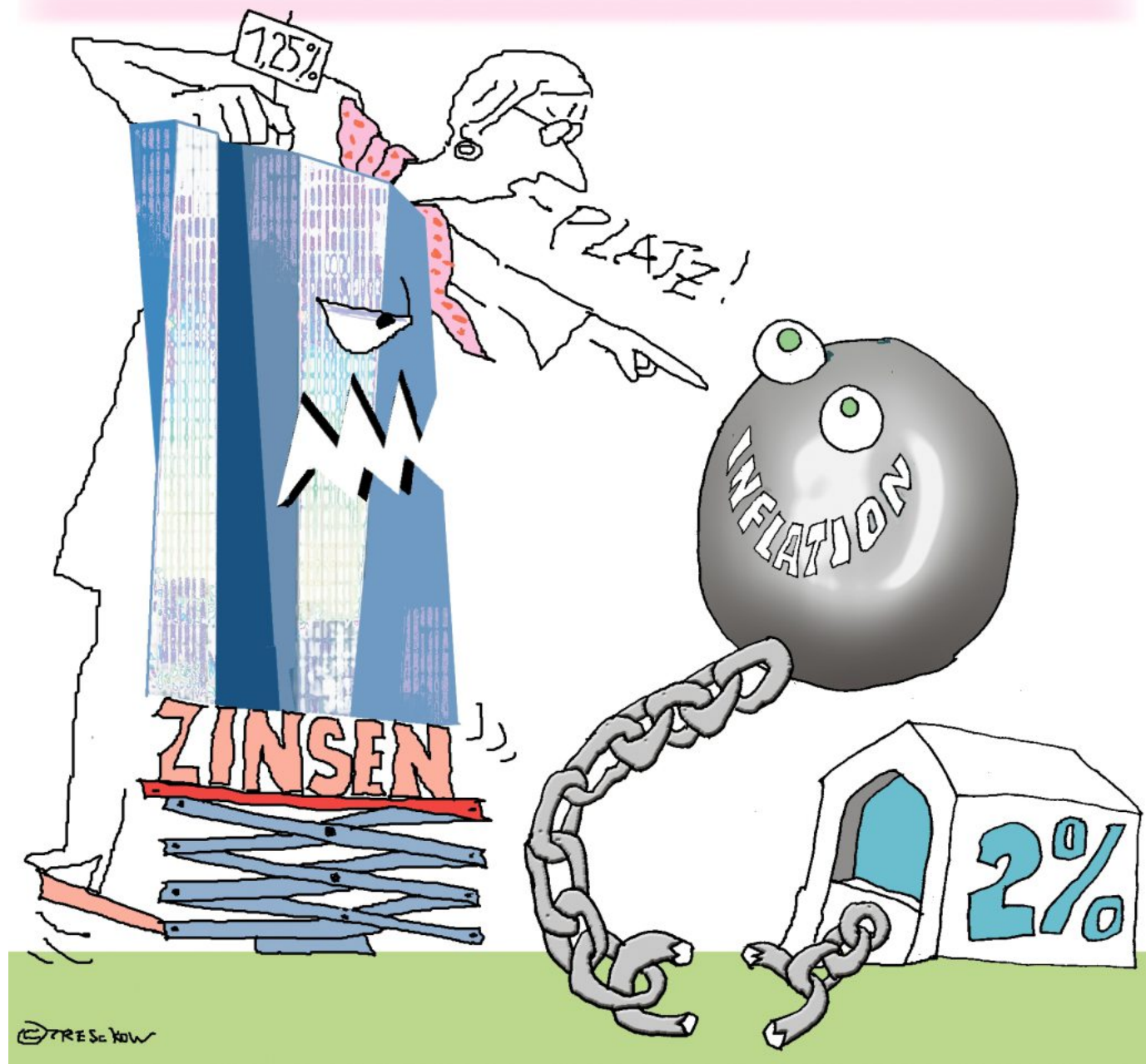


Illustration Peter von Tresckow

Lockerung der Geldpolitik bedeutet günstige Finanzierungsbedingungen für den privaten Sektor und beflügelt die Nachfrage. Ein Anstieg der Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen erhöht die Möglichkeiten der Unternehmen, Preise zu erhöhen, und führt damit zu mehr Inflation. Umgekehrt dämpft eine Straffung der Geldpolitik das Wachstum und in der Folge die Inflation.

Ein Großteil des Inflationsanstieges ist jedoch nicht nachfragebedingt ausgelöst, sondern durch angebotsseitige Entwicklungen, nämlich durch höhere Energiepreise oder Lieferkettenengpässe. Deshalb stellen sich viele Ökonomen die Frage, ob die EZB überhaupt mittels einer Nachfragesteuerung die Inflation sinnvoll beeinflussen kann.

Zwar ist es zutreffend, dass der Preis für Gas und Öl sowie die Schwierigkeiten in den Lieferketten nicht auf Zinsänderungen der EZB reagieren, dennoch ist dies kein hinreichendes Argument, dass die EZB den Effekt der Energiepreise ignorieren sollte. Ganz im Gegenteil, es gibt gute ökonomische Gründe, wieso sie das nicht tun sollte.

Der Anstieg der Energiepreise wird sich durch die Lieferketten fortplanzen und so zu einer höheren Preisdynamik auf allen Ebenen der Wirtschaft führen. Dies ist momentan deutlich zu beobachten und wird zu einer weiteren Verstärkung der Inflation im zweiten Halbjahr 2022 führen. Solch eine Dynamik, ausgelöst durch einen Energiepreisschock, birgt die Gefahr einer sich selbst verstärkenden Tendenz. Dies liegt an der wichtigen Rolle von Inflationserwartungen für die Preisdynamik.

Im Extrem kann Inflation nämlich eine sich selbst erfüllende Prophezeiung werden: Wenn alle Wirtschaftsakteure schon heute alle ihre ökonomischen Entscheidungen an der Erwartung ausrichten, dass die Inflationsrate in den kommenden Jahren hoch bleiben wird, dann wird sich diese Erwartung in den Lohn- und Preisentwicklungen widerspiegeln und sich somit selbst erfüllen.

Aus diesem Grund muss eine Zentralbank immer sorgfältig abwägen, wann es notwendig ist, entschieden gegen einen Anstieg der Inflation vorzugehen. Dies ist selbst dann der Fall, wenn sie keinen Einfluss auf die direkten Ursachen des Inflationsanstieges hat. Die Höhe der Inflationsrate in der Eurozone lässt wenig

Zweifel zu, dass eine signifikante Straffung der Geldpolitik notwendig ist, selbst wenn dies mit einer Schwächung der Nachfrage einhergeht.

Wie viele Zinsschritte wären nun notwendig, um die Nachfrage ausreichend zu dämpfen? Leider ist diese Frage nicht einfach zu beantworten. Die Schwierigkeit liegt im Konzept des sogenannten „neutralen Realzins“ begründet, anhand dessen sich abschätzen lässt, ob Geldpolitik stimulierend oder einschränkend wirkt.

Ein Realzins ist der nominale Zinssatz abzüglich der erwarteten Inflationsrate, und der neutrale Realzins ist definiert als das Realzinsniveau, das die Volkswirtschaft im Gleichgewicht hält. Damit meint man einen Zustand, in dem die Wirtschaft mit ihrem Potential wächst und die Inflation sich weder beschleunigt noch verlangsamt.

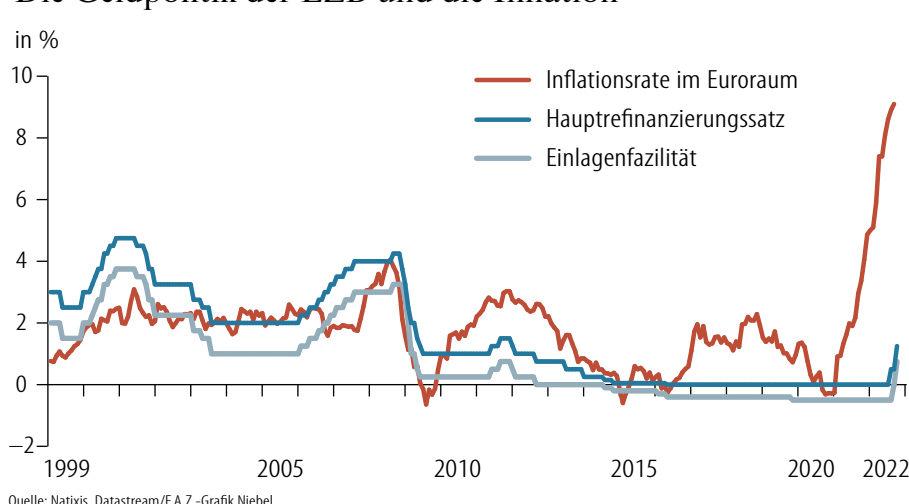
## EZB-Politik noch immer stimulierend

Der Grad an geldpolitischer Straffung bestimmt sich dann aus der Differenz zwischen dem tatsächlichen geldpolitischen Realzins und neutralen Realzins. Ist der geldpolitische Realzins unter dem neutralen Zins, stimuliert die Geldpolitik die Nachfrage. Umgekehrt schränkt die Geldpolitik die Nachfrage ein, wenn der geldpolitische Realzins über dem neutralen Realzins liegt.

Der Fokus auf das Realzinsniveau, also auf den Nominalzins abzüglich der erwarteten Inflationsrate, ist dabei entscheidend. Denn er besagt, dass das Nominalzinsniveau allein nur bedingt Auskunft darüber gibt, ob Geldpolitik expansiv oder restriktiv wirkt. Die Geldpolitik kann zum Beispiel lockerer werden, ohne dass die Zentralbank die Zinsen senkt, nämlich allein dadurch, dass die erwartete Inflation ansteigt, wie zuletzt geschehen.

Zudem ist die Differenz zwischen geldpolitischem Realzins und natürlichem Realzins entscheidend für die Frage, ob Geldpolitik stimulierend oder einschränkend wirkt. Der neutrale Zins kann jedoch nicht direkt beobachtet werden und muss stattdessen aus anderen makroökonomischen Größen abgeleitet werden. Er ist zudem nicht konstant über die Zeit. Längerfristige Trends, wie etwa die Alterung der Bevölkerung, können das Spar- und Investitionsverhalten und damit den neutralen Zins verändern.

## Die Geldpolitik der EZB und die Inflation



Quelle: Natixis, Datastream/F.A.Z.-Grafik Niebel

## Zinspolitische Gratwanderung

Von Stefan Schneider

Zum zweiten Mal in Folge hat sich die EZB zu einem größeren Zinsschritt durchgerungen als ursprünglich angedacht. Offenbar teilt nun eine Mehrheit im Rat die Meinung von Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel, die EZB müsse angesichts der eklatanten Unterschätzung des Inflationsproblems während der vergangenen 18 Monate und der Unsicherheit mit Blick auf dessen Persistenz entschlossen handeln. Andernfalls drohen die schon spürbar gestiegenen Inflationserwartungen der Bevölkerung und an den Märkten sich vollends zu entkernern.

Unsere hauseigene monatliche Umfrage zeigt im August, trotz deutlich gesteigener Rezessionsangst, einen kräftigen Sprung bei den kurzfristigen wie den langfristigen Inflationserwartungen. Entschlossenes Handeln manifestiert sich neben Tempo und Höhe der Zinsschritte vor allem in dem anvisierten Endpunkt des Zinszyklus, der „Terminal rate“. Dafür ist der nicht beobachtbare und durchaus variable reale Gleichgewichtszins ausschlaggebend und das Ausmaß der darüber hinaus notwendigen Zinsanhebung, um die Inflationsrate mittelfristig auf 2 Prozent abzusenken. Klingt nicht nur kompliziert, ist es auch! Kein Wunder, dass die EZB keine offizielle Schätzung zum Gleichgewichtszins publiziert und betont, die von ihr festzusetzende Terminal rate hänge auch von strukturellen Faktoren ab – neben der variablen Inflationsdynamik und der unsicheren Konjunktur.

In ihrer Jackson-Hole-Rede nannte Schnabel Faktoren, die aggressiveres Handeln der EZB nötig machen könnten. Überdies nutzte sie das Taylor-Konzept, um den Handlungsbedarf zu ver-

deutlichen. Danach müssen die nominalen Zinsen stärker steigen als die erwartete Inflationsrate, um zumindest eine ungewollte Lockerung der Geldpolitik zu vermeiden. Da die EZB-Inflationsprognose für 2023 seit Anfang dieses Jahres um sage und schreibe 3,7 Prozentpunkte gestiegen ist, gibt es hier kräftig Luft nach oben, auch wenn die EZB ihre Netto-Käufe von Wertpapieren eingestellt hat und damit ihren monetären Stimulus etwas reduziert. Schnabel vermutet, dass die Zinsreakibilität der Volkswirtschaft abgenommen hat. Das resultiert aus dem gestiegenen Anteil weniger kapitalintensiver Dienstleistungen und der Verflachung der Phillips-Kurve, des inversen Zusammenhanges zwischen Arbeitslosenrate und



Inflationsrate. Es gibt aber wohl einen weiteren, vielleicht wichtigeren Aspekt, der eine deutlichere Straffung der Geldpolitik nötig machen dürfte. Durch die vielen Investitionspakete – Corona-Wiederaufbau, Umwelt, Digitalisierung, Verteidigung – verschärft die wenig zinsreagible Fiskalpolitik zumindest vorübergehend die Knappheiten weiter. Damit wirkt sie zusätzlich inflationstreibend.

Fataler ist der letztlich zum Scheitern verurteilte Versuch, unvermeidliche Wohlfahrtsverluste durch wenig zielgerichtete fiskalische Wohltaten verhindern zu wollen. Wenn eine Gesellschaft länger über ihre Verhältnisse lebt, treibt dies Verschuldung und Inflation. Gerade jene Einkommensgruppen, die die Regierung schützen möchte, werden dann die Rechnung über eine höhere Inflation und die dann notwendige geldpolitische Vollbremsung zahlen.

Der Autor ist Chefvolkswirt für Deutschland bei Deutsche Bank Research.

WIRTSCHAFTSBÜCHER

## Pikettys Traum vom Mindesterbe

### Über die Geschichte der Gleichheit

Drei Bücher von monumentalem Umfang hat der französische Starökonom Thomas Piketty in den vergangenen beiden Jahrzehnten vorgelegt: Zuerst im Jahr 2001 ein Buch über die Ungleichheit in Frankreich („Les hauts revenus en France au XXe siècle“), dann 2013 sein wohl bekanntestes Buch „Das Kapital im 21. Jahrhundert“ und schließlich 2020 „Kapital und Ideologie“. Die Bücher sind jeweils um die 1000 Seiten lang, was viele Leser abschreckt. Weil Piketty das selbst eingestehen hat, er nun – wie er selbst sagt – eine Art Resümee seiner Arbeit auf knapp 300 Seiten vorgelegt: „Eine kurze Geschichte der Gleichheit“ heißt das Buch, das Interessierten einen kompakten Einblick in den Kosmos des linken Ökonomen gibt.

Aus seiner aktivistischen Einstellung macht der Bestsellerautor keinen Hehl. Der Ton wird gleich zu Beginn gesetzt: Ökonomische Fragen seien „zu wichtig, um sie einer kleinen Kaste von Spezialisten und Führungspersonal zu überlassen“, schreibt er. Es gehe um die „Änderung der Machtverhältnisse“. Am Ende des Buches ruft er seinen Lesern zu, ohne aktive Bürger könnten die Kräfteverhältnisse nicht verschoben werden. Die bisherigen Erfolge auf dem Weg zu mehr Gleichheit seien die Konsequenz sozialer Kämpfe, die möglich gemacht hätten, Institutionen zu stürzen. Noch immer komme das internationale Rechtssystem „meist einem Neokolonialismus zugunsten der Reichen gleich“.

Wer sich von dem oft klassenkampferischen Duktus nicht abschrecken lässt, für den enthält das Buch aber durchaus interessantes und teils Lehrreiches. Piketty zeichnet mit einer Fülle interessanter Daten (vor allem langen Zeitreihen) über Einkommen, Vermögen, Erbschaften, Bildungsinvestitionen und Steuersätzen die großen Linien der historischen Entwicklung nach. Anders als Karl Marx sieht er die kapitalistische Welt nicht zwangsläufig auf dem Weg zu einer immer höheren Vermögensungleichheit. Im Mittelpunkt des jetzt vorgelegten Buches stehen auch keine theoretischen Debatten, ob die Kapitalrendite nun größer ist als das Wirtschaftswachstum. Die langfristige Entwicklung sieht er durchaus positiv: Langfristig – so schreibt er – „gibt es eine historische Bewegung hin zu Gleichheit, zumindest seit dem Ende des 18. Jahrhunderts“. Die Welt im Jahr 2020 sei viel egalitärer als 1950 oder 1900, die „ihrerseits in zahlreichen Hinsichten egalitärer war als die Welt von 1850 oder 1789“. Dazu haben laut Piketty drei Gründe beigetragen: das Ende des Kolonialismus, der Aufbau des Sozialstaats und die Erfindung progressiver Steuersysteme. Noch im 19. Jahrhundert seien die Steuern dagegen regressiv gewesen. Arme haben also einen höheren Anteil ihres Einkommens abgeben müssen als Reiche.

Obwohl er einen historischen Trend zu mehr Gleichheit anerkennt, warnt er davor, darüber schon in Jubel auszubrechen. Zwar sei es vielen Armen in den

vergangenen 200 Jahren gelungen, erstmals aufzusteigen. Bis ins beginnende 20. Jahrhundert habe es noch überhaupt keine wirkliche Mittelschicht gegeben. Doch eben längst nicht allen hätten die Tore zum Aufstieg offengestanden: „Die ärmsten 50 Prozent haben praktisch nie etwas Nennenswertes besessen“, schreibt er: „Die Vorstellung, man brauche nur abzuwarten, bis das Wachstum für allgemeinen Wohlstand Sorge, ergibt wenig Sinn.“ Auf dem langen Weg zu einem Staatswesen nach seiner Idealvorstellung eines „partizipativen Sozialismus“ sieht er die Welt erst auf etwa halber Strecke angelangt. Piketty träumt von einer „Entmarktung“ der Wirtschaft. Er fordert den weiteren Ausbau des Sozialstaats und deutlich höhere Einkommensteuern für Reiche. Spitzensteuersätze von 80 bis 90 Prozent hält er keineswegs für überzogen, er verweist darauf, dass es solche Sätze ansatzweise schon bis Ende der 70er Jahre in den USA und Großbritannien gab.

Wie radikal er denkt, zeigt auch sein Traum von einem Mindesterbe für alle, den er in dem Buch abermals präsentiert. In seinen Augen könnte ein solches Minimalerbe bei 60 Prozent des Durchschnittsvermögens eines Erwachsenen liegen. So kommt er mit Blick auf sein Heimatland Frankreich auf ein Minimalerbe in Höhe von etwa 120.000 Euro, das jedem im Alter von 25 Jahren ausbezahlt werden soll, finanziert aus Vermögenssteuern. Ähnliche Ideen hatten vor ihm schon der britische Ungleichheitsforscher Tony Atkinson, der sich dabei wiederum auf den Philosophen Thomas Paine, einen der Gründerväter der Vereinigten Staaten, berief.

Liberales Denken kritisiert er durchweg, sein Feindbild ist intakt: der „Neoliberalismus“. Interessanter als seine Politikempfehlungen sind seine wirtschaftshistorischen Rückblicke. Lesenswert ist etwa das Kapitel über das Erbe der Sklaverei und des Kolonialismus. Darin präsentiert er interessante Zahlen zum Aufstieg und Niedergang der Sklaverei in Amerika. Und er überrascht mit wenig bekannten Fakten: Als in Haiti Anfang des 19. Jahrhunderts nach einem Sklavenaufstand zum ersten Mal in der Neuzeit die Sklaverei abgeschafft wurde, setzte Frankreich Entschädigungszahlungen durch. Geld bekamen aber nicht die Sklaven, sondern die ehemaligen französischen Sklavenbesitzer für den Verlust ihres „Eigentums“. Rund 125 Jahre lang zahlte Haiti dafür Schulden ab, erst Anfang der 1950er Jahre war die letzte Rate getilgt. Piketty fordert von Frankreich, dafür eine Wiedergutmachung in Höhe von 30 Milliarden Euro zu zahlen. Man muss sich solche Forderungen nicht zu eigen machen, aber der Hinweis auf solch dunkle und eher unbekannt Kapitel der Geschichte ist durchaus statthaft. TILLMANN NEUSCHELER

Thomas Piketty: Eine kurze Geschichte der Gleichheit, C.H. Beck, München 2022, 264 Seiten, 25 Euro.