

---

# „Frau Lagarde, so geht das!“ – Eine Polemik

HORST TOMANN

---

Horst Tomann, Freie Universität Berlin, E-Mail: [horst.tomann@fu-berlin.de](mailto:horst.tomann@fu-berlin.de)

---

**Zusammenfassung:** Die Europäische Zentralbank hat im Dezember 2021 mit einer ‚Normalisierung‘ ihres geldpolitischen Kurses begonnen. Anders als die Federal Reserve kann sie aber dem Preisschock auf den internationalen Energiemärkten nicht mit einer entschiedenen Restriktionspolitik begegnen, weil die europäischen Kapitalmärkte fragmentiert sind, die Bankenunion noch nicht vollendet ist und viele Banken nach der Finanzkrise weder ausreichend Risikovorsorge in ihren Bilanzen getroffen haben noch effizient arbeiten. Aufgrund dieses Mangels an Resilienz im Bankensektor steuert die EZB einen vorsichtigen geldpolitischen Kurs.

Was die anderen Akteure der europäischen Wirtschaftspolitik betrifft, so hat die Aggression Russlands in Europa einen Prozess des Rückgangs der Globalisierung ausgelöst mit der Folge, dass die Gewerkschaften in den Lohnverhandlungen an Verhandlungsmacht gewonnen haben. Sie befinden sich aber in einem Gefangenendilemma, weil der Preisschock auf den Energiemärkten auch zur Folge hat, dass ihnen auf der wirtschaftspolitischen Bühne die Verantwortung für den Beschäftigungsgrad zugewiesen wird. In dieser Konstellation entsteht in der Europäischen Währungsunion erneut ein Bedarf an Einkommenspolitik.

**Summary:** The European Central Bank started a programme of ‘normalisation’ of its monetary policy in December 2021. Unlike the Federal Reserve, however, the ECB is not able to respond to the price shock in international energy markets by shifting to a decisively restrictive policy stance. European capital markets are still fragmented, the European Banking Union is not yet completed, and many banks could not successfully repair their balance sheets after the financial crisis. In addition, many banks work inefficiently. The lack of resilience in the European banking sector induces the ECB to act cautiously.

As to the other actors in European economic policy, Russia’s aggression triggered a decline of globalisation with the consequence that European trade unions were strengthened in the wage bargain. They find themselves being in a prisoner’s dilemma, however, since the price shock in energy markets had also the consequence that on the economic policy stage the role of being responsible for the level of employment was assigned to the trade unions. In this constellation, new forms of an ‘incomes policy’ are required in the European Monetary Union.

→ JEL classification: E44, E52, E64

→ Keywords: Capital market fragmentation, terms-of-trade effect, concerted action.

## I Einleitung

„Frau Lagarde, so geht das!“ titelte die Frankfurter Allgemeine Zeitung am 6. Mai 2022, nachdem Jerome Powell, Präsident der US-Notenbank Federal Reserve, eine Zinserhöhung um 0,5 Prozentpunkte angekündigt und zugleich das Ende der Anleihekäufe von Ende Juni an in Aussicht gestellt hatte. Stattdessen soll das Anleiheportefeuille der Fed künftig Zug um Zug reduziert werden (Tapering). Hinter dem paternalistischen Vorwurf an Christine Lagarde steht die Furcht, die Europäische Zentralbank könnte in der Inflationsbekämpfung zu zögerlich sein und die Stabilität der Inflationserwartungen gefährden.

Tatsächlich hat sich die Inflation im Euroraum, ähnlich wie in den Vereinigten Staaten, seit September 2021 signifikant beschleunigt, wenngleich die Kerninflation in Europa deutlich geringer ist als in den USA. Diese Inflationsdynamik kann spätestens seit dem brutalen Angriff Russlands auf die Ukraine am 24. Februar 2022 nicht mehr als vorübergehend eingeschätzt werden. Sie folgt auf eine lange Phase der ‚Stabilität‘ der nationalen Preisniveaus, in der die Notenbanken der westlichen Volkswirtschaften ihre Geldpolitik auf die Bekämpfung der Finanzkrise von 2008 und die daraus folgenden Deflationsgefahren ausgerichtet hatten. Sie stehen nun vor der Aufgabe, den Preisschock zu bewältigen, den ihnen der gegenwärtige Zeitenbruch beschert hat.

## 2 Optionen der Geldpolitik

Die Möglichkeiten der Geldpolitik sind begrenzt. Einerseits kann die Zentralbank durch Kontrolle der kurzfristigen Zinsen am Geldmarkt die Finanzierungsbedingungen der Banken steuern (‚Konventionelle Geldpolitik‘). Andererseits kann sie durch den Handel mit Wertpapieren direkt im Kapitalmarkt intervenieren und so insbesondere ein spekulationsbedingtes Überschießen der Wertpapierkurse und damit des langfristigen Zinses verhindern. Diese ‚unkonventionelle Geldpolitik‘ war in der Finanzkrise nötig geworden, nachdem sich die Zinspolitik bereits im Oktober 2008 als wirkungslos erwiesen hatte (die berühmte Liquiditätsfalle in der Krise). Die Europäische Zentralbank führte mehrere Programme ein, die die Liquidität des Bankensektors durch Notenbankkredite oder durch den Ankauf von Wertpapieren längerfristig sichern sollten. Obwohl der Bankensektor im Euroraum andere Finanzierungsstrukturen hat als der US-Bankensektor, folgt die EZB mit den Kaufprogrammen spätestens seit 2012 dem Kurs des ‚Quantitative Easing‘ der Fed. Sowohl Umfang als auch Dauer der Wertpapierkäufe werden angekündigt.

Die aktuelle Inflationsdynamik verlangt auch im Euroraum ein Umsteuern des geldpolitischen Kurses. Auf ihrer Pressekonferenz am 14. April 2022 hat Christine Lagarde den neuen Kurs einer ‚Normalisierung‘ der Geldpolitik, den die Europäische Zentralbank im Dezember vorigen Jahres begann, ausführlich begründet. Zugleich betont sie aber, dass die EZB keineswegs der Fed folgt, sondern einen Weg des ‚Sequencing‘ einschlägt:

- Die Nettokäufe von Wertpapieren werden im dritten Quartal 2022 eingestellt. Ein Einfluss auf die (aktuelle) Inflation wird davon zwar nicht erwartet. Aber das Ende der Nettokäufe signalisiert das Ende einer akkommodierenden Geldpolitik und soll auf diese Weise Zweitrundeneffekte und die Inflationserwartungen beeinflussen.
- ‚Einige Zeit danach‘ wird die EZB die Leitzinsen anheben. (Seit März 2016 beträgt der Zins für den Notenbankkredit 0 %, begleitet von negativen Einlagenzinsen.)

- Eine Reduktion des Wertpapierbestandes der EZB, also der Übergang zu einem ‚Quantitative Tightening‘ wie in den USA ist dagegen nicht geplant. Vielmehr soll der Erlös aus der Rückzahlung fälliger Wertpapiere wieder investiert werden. Diesen Kurs will die EZB bis 2024 beibehalten.

Der Zentralbankrat hat den angekündigten Kurs einer Normalisierung der Geldpolitik auf seiner Sitzung am 9. Juni bestätigt und konkretisiert: Die Nettokäufe von Wertpapieren werden zum 1. Juli 2022 eingestellt und auf der Juli-Sitzung (am 21.7.) soll eine Erhöhung der Leitzinsen um 25 Basispunkte beschlossen werden. Zugleich wurde eine Reihe weiterer Leitzinserhöhungen im September und den folgenden Monaten angekündigt, deren Ausmaß sich nach den dann verfügbaren Daten – vor allem hinsichtlich der Inflationsdynamik – richten soll. Der Beginn einer Rückführung des Wertpapierportefeuilles der Zentralbank wird jedoch weiterhin erst nach einer erweiterten Zeitspanne (‘extended period of time’) nach Beginn der Zinserhöhungen in Aussicht gestellt. Vielmehr hat der Zentralbankrat auf einer ‚Notfallsitzung‘ am 15. Juni noch einmal unterstrichen, dass insbesondere der Anleihebestand aus dem pandemie-bedingten Kaufprogramm (PEPP) weiterhin flexibel eingesetzt werden soll, um der Fragmentierung der Kapitalmärkte entgegenzuwirken. Der Zentralbankrat befürchtet, dass spekulationsbedingte Spreads an den Kapitalmärkten die Transmission geldpolitischer Impulse stören könnten. Aus diesem Grund soll auch ein neues geldpolitisches Instrument entwickelt werden, das – ähnlich wie das OMT-Programm von 2012 – gegebenenfalls unbegrenzt eingesetzt werden kann (vgl. Schnabel 2022b).

Was begründet die Unterschiede in den geldpolitischen Konzepten von EZB und Fed? Lagarde betont in ihrem Statement vom 14. April, dass das strategische Konzept der EZB auf ‚Optionalität, Gradualismus und Flexibilität‘ setzt. Einen Vergleich mit den USA lehnt sie grundsätzlich ab: ‚Comparing our respective monetary policies is comparing apples and oranges. We are not applying policies to the same economic situations at all.‘ Die unterschiedliche Einschätzung der Konjunkturlage und der Auswirkungen des Ukraine-Schocks erklärt aber nur teilweise die Besonderheiten des geldpolitischen Kurses der EZB. Es gibt auch tiefer liegende Ursachen, die durch die Struktur des Bankensystems begründet sind. So könnte man unter dem Prinzip des Gradualismus einfach eine Zusicherung verstehen, dass die Zentralbank keine abrupten Änderungen ihres geldpolitischen Kurses vornimmt, sondern die Märkte schrittweise auf einen neuen Kurs vorbereitet, um die langfristigen Erwartungen nicht zu erschüttern. Mit diesem Argument wurde während der Finanzkrise die Nachhaltigkeit des geldpolitischen Kurses begründet (‘forward guidance’). Die oben dargestellte Sequenz hat aber auch den einfachen Grund, die Solvenz der europäischen Banken nicht zu gefährden. Die Gewinnmarge einer Kreditbank ergibt sich dadurch, dass der Einlagenzins niedriger ist als der Kreditzins, zu dem sie ausleiht. Diese Marge ist üblicherweise gering, jedenfalls, wenn die Banken unter Wettbewerb stehen. Sie kann aber erhöht werden, wenn die Bank kurzfristige Einlagen hereinnimmt und langfristig ausleiht. Mit dieser ‚Fristentransformation‘ erfüllt die Bank eine wichtige volkswirtschaftliche Aufgabe, denn sie bringt damit eine hohe Liquiditätspräferenz der Anleger in Einklang mit dem Interesse der Kreditnehmer an einer langfristigen Sicherung der Finanzierungsbedingungen ihrer Investitionen. Damit trägt die Bank aber ein besonderes Risiko, das Zinsänderungsrisiko. Zu ihrem Risiko im Aktivgeschäft, dass Kredite nicht zurückgezahlt werden (‘default risk’), tritt ein systemisches Risiko, das nicht die einzelne Bank, wohl aber die Zentralbank beeinflussen kann. Im Fall eines Anstiegs des Zinsniveaus wird dieses Risiko virulent. Denn die Zinsen auf kurzfristige Bankeinlagen passen sich rasch an eine Erhöhung des Zinsniveaus an, während die Zinsen in langfristigen Kreditverträgen gebunden sind und nur Zug um Zug erhöht werden können. In einer solchen Situation kann die Solvenz einer Kreditbank gefährdet sein, wenn sie nicht über genügend haftende Mittel (Eigen-

kapital und ungesicherte Einlagen) verfügt. Das Zinsänderungsrisiko legt also der Zentralbank Zurückhaltung auf, wenn sie einen restriktiven Kurs einschlägt.

Der Bankkredit ist eine typische Finanzierungsform im Euroraum, während US-Investmentbanken ihre Ausleihungen üblicherweise verbrieften („securitization“), also kein Zinsänderungsrisiko tragen. Damit zeigt sich, dass die Europäische Zentralbank, anders als die Fed, durchaus Grund zu einem graduellen Vorgehen beim Übergang zu einer restriktiven Geldpolitik hat. Die Sequenz, zuerst die Netto-Anleihekäufe zu beenden – und damit einen Anreiz zur Anhebung der langfristigen Zinsen zu setzen – und erst „einige Zeit danach“ mit der Zinspolitik am kurzen Ende zu beginnen, schon die Solvenz der Kreditbanken im Euroraum.

Damit können wir jedoch nicht erklären, warum die EZB mit ihrer gradualistischen Strategie zwar die Netto-Anleihekäufe beendet, nicht aber auch einen Abbau ihres Wertpapierbestandes einleitet, sondern das „Quantitative Tightening“ auf die Zeit nach 2024 verschiebt. Wiederum geht es um eine Schonung des Bankensektors. Das langjährige „Quantitative Easing“ hat die Gewinnmargen der Banken gedrückt und ihnen auf diese Weise keinen Spielraum gelassen, die während der Finanzkrise entstandenen Verluste aus faulen Krediten und dem Engagement in toxische Wertpapiere allmählich abzuschreiben. Davor wurde seit langem gewarnt (s. Sachverständigenrat 2015; Hellwig 2017). Die EZB zögert nun wohl vor allem deshalb mit dem Abbau des Wertpapierbestandes, den sie aufgehäuft hat, weil sie befürchtet, damit einen Kursverfall auszulösen, der die Banken zu einem drastischen Wertberichtigungsbedarf in ihren Portefeuilles zwingen würde.

Diese Vermutung wird im jüngsten Jahresbericht der EZB über die Bankenaufsicht, der im März 2022 veröffentlicht wurde, bestätigt. In einem einleitenden Interview stellt Andrea Enria, Chair des Supervisory Board, einen weiterhin hohen Wertberichtigungsbedarf in den Bankbilanzen fest. Er moniert auch das Verhalten von Banken, die durch Leverage-Strategien ihrer Geschäftspartner, z. B. Hedgefonds, weiterhin und zunehmend einem hohen Insolvenzrisiko ausgesetzt sind: „These banks are particularly exposed to sudden interest rate and spread adjustments which may materialise if the exit from the low interest rate environment turns out to be bumpy. If that is the case we may witness significant corrections in asset prices and spreads, costly deleveraging and unexpected channels of direct and indirect contagion.“ Neben unzureichender Vorsorge in den Bankbilanzen kritisiert Enria auch die Kostenstruktur im Bankgeschäft: „Moreover, too many European banks are still struggling with low profitability and heavy cost structures ... the aggregate dynamics of the cost-to-income ratio since 2015 point to an enduring inefficiency problem in the European banking sector.“ (Enria 2022)

Das strategische Prinzip der „Flexibilität“, dem die europäische Geldpolitik schließlich folgt, betrifft die Fragmentierung des europäischen Kapitalmarktes. Dieses Prinzip hat zum Zweck, den Rückzug der Anleger und Banken auf die nationalen Kapitalmärkte, der von der Finanzkrise ausgelöst wurde, zu kompensieren. Für die EZB ist es viel schwieriger als für die Fed, die Transmission geldpolitischer Impulse auf fragmentierten Kapitalmärkten zu steuern. Es fehlt ein europäisches Wertpapier („Eurobonds“), das in gleicher Weise wie in den USA den europäischen Banken als liquide – das heißt sichere – Anlage zur Verfügung steht. Diesem Defizit sollte durch die Gründung einer europäischen Bankenunion begegnet werden, die in Reaktion auf die Finanzkrise im November 2014 startete (Regulation EU No 1022/2013, No 1024/2013 und No 468/2014; vgl. Tomann 2017, Chapter 9). Die gegenseitige Abhängigkeit der nationalen Banken und der nationalen Regierungen war als ein zentrales Hindernis für eine rasche Bereinigung der Bankbilanzen im Euroraum erkannt worden. Der mit der Bankenunion etablierte Restrukturierungs-

fonds („Single Resolution Mechanism, SRM“) wird aber erst 2024 seine volle Funktionsfähigkeit erhalten. Das Hindernis fragmentierter Kapitalmärkte beschränkt die Möglichkeiten der Geldpolitik also auch heute noch. Auch im Rahmen der Strategie des Quantitative Easing wurde – auf Verlangen Deutschlands (Hellwig 2018) – darauf geachtet, dass die nationalen Zentralbanken jeweils ihre nationalen Wertpapiere ins Portefeuille nahmen. Damit wurde ein Teilen von Risiken, ein zentrales Ziel der Bankenunion, auch auf der Ebene der Zentralbanken vermieden. Erst mit dem europäischen Wiederaufbaufonds („Recovery and Resilience Facility“), der die Folgen der Pandemie abmildern soll, hat die EU die Möglichkeit erhalten, sich in nennenswertem Umfang direkt zu verschulden und (mit Auflagen verbundene) Eurobonds zu emittieren. Es ist eine Ironie, dass die deutsche Bundesregierung, gebunden durch die nationale Schuldenbremse, diesen Eurobonds schließlich doch zugestimmt hat.

### 3 Koordination der Wirtschaftspolitik

Die Europäische Zentralbank hat stets betont, dass sie ihre Geldpolitik darauf ausrichtet, das Inflationsziel (ein jährlicher Anstieg der Verbraucherpreise um zwei Prozent) im mittelfristigen Durchschnitt zu erreichen. Das bedeutet, dass ein kurzfristiges Überschießen oder Zurückbleiben der Entwicklung des Preisniveaus kein Anlass für geldpolitische Aktionen sein muss. Damit stellt sich in der aktuellen Situation die Frage, welches Maß an Inflation überhaupt toleriert werden soll und welche anderen Akteure der Wirtschaftspolitik auf den Plan treten können. Die Hauptursache der Inflation liegt schließlich in einem exorbitanten Anstieg der internationalen Energiepreise, der durch den Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine und die dadurch ausgelöste Zeitenwende noch zusätzlich beschleunigt worden ist.

Die makroökonomische Theorie hilft uns bei dieser Frage mit der Erkenntnis, dass inkompatible Einkommensansprüche, die in ihrer Summe den Wert des verteilbaren Produkts übersteigen, eine Inflationsdynamik auslösen können. Der Anstieg der internationalen Energiepreise wirkt sich über die Energie-Importe und deren Verteuerung nicht nur auf das Preisniveau aus, sondern vermindert auch das im Inland verfügbare Realeinkommen. Da es auf kurze Sicht kaum Substitute für Energie-Importe gibt, ist dieser reale Einkommensverlust zunächst einmal unvermeidbar. Eine Inflationsdynamik entsteht in diesem Fall nicht aus dem Angebotsschock selbst, sondern aus Kompensationsansprüchen, die das Ziel haben, den Realeinkommensverlust wieder auszugleichen. Diese sogenannten Zweitrundeneffekte sind es, die die Zentralbank im Blick haben muss. Ihr Gegenspieler sind dabei die Gewerkschaften, falls sie versuchen, den Realeinkommensverlust durch Lohnerhöhungen zu kompensieren und in den Tariflohnverhandlungen entsprechende Lohnforderungen stellen. Die europäischen Gewerkschaften treten nach dem Zeitenbruch mit neuer Stärke auf der wirtschaftspolitischen Bühne auf – wie vom Diktat der Globalisierung befreit. Denn die Arbeitgeber können bei den Tarifverhandlungen nicht mehr glaubwürdig drohen, bei zu hohen Lohnforderungen die Produktion ins Ausland zu verlagern. Setzen die Gewerkschaften in den Lohnverhandlungen einen Inflationsausgleich durch, ergibt sich aber ein Konflikt mit der Zentralbank. Obwohl die einzelne Gewerkschaft durchaus erfolgreich sein mag, die Reallöhne der von ihr vertretenen Arbeitnehmer zu sichern, so steht doch im Ganzen dem verlangten Inflationsausgleich kein verteilter Realeinkommenszuwachs gegenüber, die Inflation beschleunigt sich. In Europa ergibt sich ein zusätzlicher Koordinierungsbedarf, weil die Gewerkschaften auf der nationalen Ebene verhandeln, während die Europäische Zentralbank für den Euroraum insgesamt verantwortlich ist.

In einem solchen Konflikt kann die Zentralbank das Verhalten der Tarifparteien am Arbeitsmarkt aber nur indirekt beeinflussen. Ihre geldpolitischen Maßnahmen wirken auf das Investitionsverhalten von Unternehmen und damit auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und den Beschäftigungsgrad. Entsprechend formuliert die makroökonomische Theorie einen mit dem Inflationsziel der Zentralbank vereinbaren Beschäftigungsgrad als Bedingung für ein gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht (NAIRU-Modell). Für die Wirtschaftspolitik ergibt sich daraus eine Rollenverteilung, wonach die Zentralbank für die Stabilität des Preisniveaus verantwortlich ist, während die Lohnpolitik der Gewerkschaften den Beschäftigungsgrad verantwortet. Da die geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbank nur indirekt wirken, kann ein anhaltend starker Restriktionskurs notwendig werden, damit das Inflationsziel erreicht wird („Stabilisierungskrise“). Ein für die heutige Situation durchaus lehrreiches Musterbeispiel dafür ist die Geldpolitik Paul Volckers, der nach einer langen, durch die internationalen Ölpreiskrisen der 1970er Jahre ausgelösten Inflation den Kurs der US-Notenbank im Jahr 1979 auf Restriktion setzte, als die Inflationsrate in den Vereinigten Staaten zweistellig geworden war (1980: 13 vH). Die Stabilisierungserfolge seines Kurses zeigten sich aber erst nach vier Jahren. In dieser Zeit hatte sich die Anzahl der Arbeitslosen nahezu verdoppelt (von 6,1 auf 10,2 Millionen; Daten: OECD).

Um die Zuspitzung eines solchen Konflikts und die damit verbundenen volkswirtschaftlichen Kosten zu vermeiden, bietet sich die ex-ante Koordination der beteiligten Akteure an. Verschiedene Modelle einer Einkommenspolitik sind in der Vergangenheit diskutiert und erprobt worden. In Deutschland hat die Bundesregierung einen „Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung“ berufen, vornehmlich mit dem Ziel, nach dem Erreichen der Vollbeschäftigung die schärfer werdenden Auseinandersetzungen der Tarifparteien am Arbeitsmarkt zu befrieden und auf eine rationale, „stabilitätsorientierte“ Grundlage zu stellen. Der Sachverständigenrat hat bereits in seinem ersten Jahresgutachten (1964/65) eine Leitlinie für Tarifverhandlungen entwickelt, das Konzept einer „kostenniveau-neutralen Lohnpolitik“ (Ziffer 248). Anders als z. B. in den Vereinigten Staaten gab dieses Konzept nicht nur das Wachstum der Arbeitsproduktivität als Orientierungslinie für Lohnerhöhungen vor. Vielmehr sollte bei einer kostenniveau-neutralen Lohnpolitik auch ein „Terms-of-trade-Effekt“ berücksichtigt werden, weil in einer kleinen, offenen Volkswirtschaft Veränderungen der relativen Preise im Außenhandel (der „terms of trade“) spürbare Wirkungen auf das Realeinkommen haben. Dabei kam der Sachverständigenrat den Gewerkschaften durchaus entgegen. Denn die Tendenz zu einer relativen Verbesserung der Exportpreise bzw. zu einer Aufwertung der Währung, wie sie in den 1960er Jahren vorherrschte, erhöht das verteilbare Realeinkommen im Inland. Der Sachverständigenrat wurde damals auch vor allem von der Arbeitgeberseite kritisiert.

Heute, nach dem Zeitenbruch, wirkt der Terms-of-trade-Effekt in die umgekehrte Richtung. Der Stab des Eurosystems hat für den Euroraum einen Anstieg der nominalen Energie-Importe seit Mitte 2021 um 40 % ermittelt und auf dieser Grundlage eine Verschlechterung der terms of trade geschätzt, der ein Terms-of-trade-Effekt von 1,3 Prozentpunkten des Bruttoinlandsprodukts entspricht (Gunella und Schuler 2022). Unter der Annahme einer Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität von etwa 2 % ist damit der Spielraum für stabilitätskonforme Lohnerhöhungen bereits weitgehend ausgeschöpft. Mit anderen Worten: Abgesehen von einem „unvermeidlichen Preisanstieg“ von 2 %, den die Europäische Zentralbank ohnehin als stabilitätskonform toleriert, würde damit jede substantielle Lohnerhöhung das Kostenniveau in der Volkswirtschaft stabilitätswidrig erhöhen und die Inflation beschleunigen. In dieser Situation stellt sich die Frage, ob die Gewerkschaften bereit sind, mit der Zentralbank zu kooperieren. Das würde bedeuten, dass sie den

Arbeitnehmern den Realeinkommensverlust zumuten und die Verantwortung für die Beschäftigung übernehmen.

Bundeskanzler Olaf Scholz hat in der Haushaltsdebatte des Deutschen Bundestages am 1. Juni 2022 vorgeschlagen, die wachsenden Inflationsrisiken gemeinsam zu bekämpfen und hat zu diesem Zweck Arbeitgeberverbände und Gewerkschaften zu einer ‚Konzertierten Aktion‘ eingeladen. Dies wurde in der Presse sogleich als ein ‚Griff in die Mottenkiste‘ kommentiert. Tatsächlich ist eine ‚konzertierte Stabilisierungsaktion‘ zu der ‚die Bundesregierung ihren Teil beiträgt ... und einem zukunftsbezogenen Vertrauensverhältnis Platz macht‘ eine alte Idee des Sachverständigenrats (Jahresgutachten 1965/66, Ziffer 192). Sie wurde in das Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft vom 8. Juni 1967 als eine Verpflichtung der Bundesregierung aufgenommen und vom damaligen Bundeswirtschaftsminister Karl Schiller auch umgesetzt. Das Gesetz verpflichtet die Bundesregierung freilich nur Orientierungsdaten für ein gleichzeitiges aufeinander abgestimmtes Verhalten (konzertierte Aktion) der Gebietskörperschaften, Gewerkschaften und Unternehmensverbände‘ zur Verfügung zu stellen, falls das gesamtwirtschaftliche Gleichgewicht gefährdet ist (§3). Die harsche Reaktion der DGB-Vorsitzenden Yasmin Fahimi auf den Vorschlag des Bundeskanzlers (‚Tarifverhandlungen werden nicht im Kanzleramt geführt‘) wird der Idee eines abgestimmten Verhaltens (einer ex-ante Koordination) daher nicht gerecht. Die Konzertierte Aktion als ein Politikinstrument ist auch nicht gescheitert, wie behauptet wird (vgl. FAZ vom 8. Juni 2022). Es ist wohl eher so, dass sie in einer Epoche der Deregulierung, der zunehmenden Öffnung der Märkte und der Währungskonkurrenz nicht mehr zeitgemäß war. Polemisch ausgedrückt: Man musste die Gewerkschaften mit ihren Umverteilungszielen nicht mehr in eine ex-ante Koordination einbinden. Ihre Disziplinierung besorgten der Weltmarkt und die Globalisierung.

Auf der Ebene der Europäischen Union ist die Idee einer Konzertierten Aktion nach dem Vertrag von Maastricht – und der Schaffung eines europäischen Binnenmarktes – wieder aufgelebt und als ‚Makroökonomischer Dialog‘ institutionalisiert worden. Im Euroraum sind die Tarifparteien am Arbeitsmarkt gut beraten, sich diesem Dialog zu stellen, gerade weil die Geldpolitik auf der supranationalen Ebene, Tarifverhandlungen am Arbeitsmarkt aber auf der nationalen oder regionalen Ebene geführt werden. Dafür gibt es mehrere Gründe. Erstens kann nach einem internationalen Preisschock, wie gegenwärtig, ein monetäres Gleichgewicht im Euroraum – also Preisstabilität und hoher Beschäftigungsstand – erst wieder erreicht werden, wenn die mit dem Preisschock verbundene Minderung der Realeinkommen von den maßgeblichen wirtschaftspolitischen Akteuren akzeptiert worden ist. Zweitens schafft ein stabilitätsorientiertes Verhalten insbesondere der Gewerkschaften für die Fiskalpolitik mehr Spielraum, um die sozialen Auswirkungen des Preisschocks zu mildern und gegebenenfalls beschäftigungspolitisch gegenzusteuern. Drittens führen unkoordinierte Lohnabschlüsse im Euroraum zu unterschiedlichen nationalen Inflationsraten. Diese Inflationsdivergenz muss keine unmittelbare Wirkung auf die Reallöhne haben. Aber sie verändert auf Dauer den realen Wechselkurs (die terms of trade) zwischen den Ländern der Währungsunion und führt zu nationalen Unterschieden im Realzins. Die dadurch entstehenden Ungleichgewichte können auf lange Sicht die Beschäftigungsstruktur in der Währungsunion verändern und den Prozess der realen Konvergenz beeinträchtigen (vgl. Tomann 2017, Chapter 10).



## 4 Ausblick

In ihrem Presse-Statement am 9. Juni hat Christine Lagarde ihrem Prinzipien-Katalog ein neues Prinzip hinzugefügt, das Prinzip des ‚data-dependent assessment‘. Sie betont, dass für die Entscheidung des Zentralbankrats, nunmehr eine Sequenz von Leitzinserhöhungen einzuleiten, neue Daten den Ausschlag gaben, auf deren Grundlage der Stab des Eurosystems seine Inflationsprojektion nach oben revidierte (für das Jahr 2022 von 5,1 % auf 6,8 %). Die Aussage ist bemerkenswert, weil die EZB bei ihrer Gründung grundsätzlich klargestellt hat, kein direktes ‚inflation targeting‘ zu betreiben. Um das zu unterstreichen, hat man die Inflationsprojektionen an die Stabebene delegiert und damit zu einer internen Grundlage der Entscheidungen des Rats gemacht. Wenn sich der Rat nun auf diese Projektionen beruft, gibt er sich den Anschein einer evidenz-basierten, wissenschaftlichen Entscheidung, verschleiert damit aber die politische Verantwortung, die er zu tragen hat. Wenn die Projektionen des Stabs ins Zentrum der Entscheidungsfindung rücken, stellt sich darüber hinaus die Frage, auf welchen Annahmen die Modelle beruhen, die ihnen zugrunde liegen. Darüber wird die Öffentlichkeit nicht aufgeklärt. Es fällt jedenfalls auf, dass die Projektionen über einen mittelfristigen (Drei-Jahres-)Zeitraum alle ziemlich genau das Inflationsziel der Zentralbank erreichen. Darauf hat Christine Lagarde bereits in ihrem Statement vom 10. März ausdrücklich hingewiesen: ‚However, in all scenarios, inflation is still expected to decrease progressively and settle at levels around our two per cent inflation target in 2024‘.

Im Vergleich dazu nennt Isabel Schnabel, Mitglied des Direktoriums der EZB, Gründe, die die Inflation mittelfristig eher erhöhen dürften. Sie verweist auf einen ‚möglichen Rückgang der Globalisierung und die grüne Wende‘ und sieht zudem einen ‚zukünftig hohen Investitionsbedarf im privaten wie im öffentlichen Bereich‘, der für höhere Zinsen sorgen dürfte (Schnabel 2022a). Als ein inflationsdämpfender Effekt steht dagegen die Erwartung, dass die Energiepreise auf mittlere Sicht wieder sinken. Sollte das nicht der Fall sein, wird die Inflationsdynamik auf längere Sicht davon abhängen, ob die künftigen gesellschaftlichen Aufgaben ohne große wirtschaftspolitische Konflikte bewältigt werden können.

## Literaturverzeichnis

- Enria, Andrea (2022): Introductory Interview, in: European Central Bank, Annual Report on supervisory activities 2021. <https://www.ecb.europa.eu> (homepage).
- Fahimi, Yasmin (2022): Interview. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 2. Juni.
- Gunella, Vanessa und Tobias Schuler (2022): Implications of the terms-of-trade deterioration for real income and the current account. European Central Bank, Bulletin 3/22, Box 1. <https://www.ecb.europa.eu> (homepage).
- Hellwig, Martin (2017): Man sollte mehr Mut haben, Banken in die Insolvenz gehen zu lassen. Ein Gespräch (mit Karen Horn) über Leistungsbilanzen, staatliche Investitionen, Schulden, Geldpolitik und Bankenregulierung. Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 18 (3), 226–244.
- Hellwig, Martin (2018): Target-Falle oder Empörungsfalle? Zur deutschen Diskussion über die Europäische Währungsunion. Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 19(4), 345–382.
- Lagarde, Christine (2022): Statements auf den Pressekonferenzen am 10. März, 14. April und 9. Juni. <https://www.ecb.europa.eu> (homepage).



- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (1964): Stabiles Geld – stetiges Wachstum. Jahresgutachten 1964/65. Stuttgart und Mainz: Kohlhammer.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (1965): Stabilisierung ohne Stagnation. Jahresgutachten 1965/66. Stuttgart und Mainz: Kohlhammer.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2015): Zukunftsfähigkeit in den Mittelpunkt. Jahresgutachten 2015/16. <https://www.sachverstaendig-enrat-wirtschaft.de> (homepage).
- Schnabel, Isabel (2022a): Interview mit Jan Mallien und Frank Wiebe, Handelsblatt, am 29. April. <https://www.ecb.europa.eu> (homepage).
- Schnabel, Isabel (2022b): United in diversity – Challenges for monetary policy in a currency union. Vortrag an der Panthéon-Sorbonne Universität, Paris, am 14. Juni. <https://www.ecb.europa.eu> (homepage).
- Tomann, Horst (2017): Monetary Integration in Europe. The European Monetary Union after the Financial Crisis. <https://www.palgrave.com>.