

15. Februar  
2023

# Inflation. Warum die EZB jetzt handeln muss



Ein Policy Brief der



**Agenda**  
Austria

Die Inflation in Österreich ist so hoch wie seit über 70 Jahren nicht mehr, im Jänner 2023 waren es mehr als elf Prozent. In der Eurozone ist sie sogar so hoch wie noch nie seit der Einführung des Euro: Im gesamten Jahr 2022 betrug die Teuerung im Euroraum 8,4 Prozent. Die Europäische Zentralbank (EZB) erhöhte zuletzt zwar mehrfach den Leitzins, doch für eine Trendwende reicht das nicht. Der Zinssatz im Euroraum müsste nach aktuellem Stand schrittweise auf sieben Prozent ansteigen, um die Inflation nachhaltig einzubremsen. Sollte die EZB weiter zögern, wird sich der Trend verfestigen.

## Einleitung

Die Europäische Zentralbank hat ihre Inflationsprognose für den Euroraum im Dezember 2022 abermals angehoben.<sup>1</sup> Für das Gesamtjahr 2022 wurde ein Preisanstieg von 8,4 Prozent verzeichnet, deutlich über den ersten Prognosen der EZB. Auch für das laufende Jahr werden noch 6,3 Prozent erwartet.<sup>2</sup> Die hohe Teuerung droht also nicht so schnell zu verschwinden. Das ist nicht überraschend, viele Beobachter warnen schon länger davor, dass die Inflation nicht so schnell zurückgehen werde. Die Führung der Zentralbank wollte das nicht glauben: „Wir sehen keinerlei Anzeichen, dass der Anstieg der Inflation sich auf breiter Basis über die Wirtschaft ausbreitet“, sagte EZB-Chefin Christine Lagarde noch im September 2021.<sup>3</sup> Diese falsche Einschätzung hat Folgen für uns alle. Die EZB blieb viel zu lange auf ihrem geldpolitischen Kurs mit niedrigen Leitzinsen. Das ist gefährlich und kann die hohen Inflationsraten verfestigen. Sorgen bereitet im Moment vor allem die dramatisch gestiegene Differenz zwischen zwei wichtigen Variablen, der Kerninflation und dem realen Leitzins. Dieser Abstand liegt derzeit bei mehr als elf Prozentpunkten und ist damit viel höher als bei der letzten starken Inflationswelle in den 1970er-Jahren. Die EZB muss darauf reagieren und den Leitzins so lange schrittweise erhöhen, bis er die Kerninflationsrate übersteigt. Das wäre derzeit bei einem Niveau von sieben Prozent der Fall.

<sup>1</sup> Vgl. European Central Bank (2022).

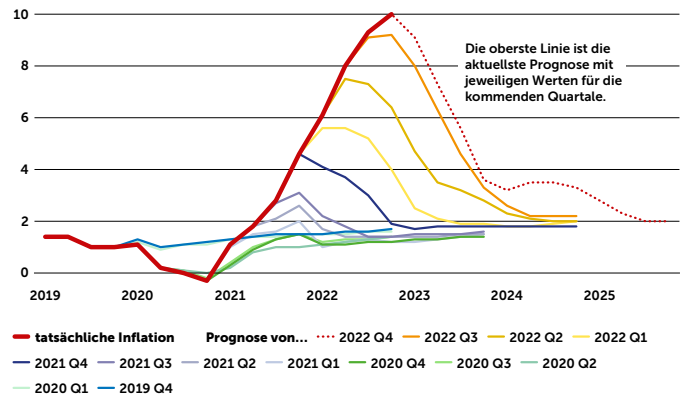
<sup>2</sup> In Österreich betrug die Inflationsrate nach der nationalen Messmethode im vergangenen Jahr 8,6 Prozent. Für das kommende Jahr werden 6,5 Prozent erwartet (vgl. Ederer & Glocker, 2022).

<sup>3</sup> <https://www.cnn.com/2021/09/28/ecb-shouldnt-overreact-to-temporary-inflation-spike-lagarde-says.html> sowie <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/ezb-chefin-lagarde-haelt-anstieg-der-inflation-fuer-voruebergehend-17559628.html>.

Abb. 1: EZB-Prognosen im Zeitverlauf

### EZB-Inflationsprognosen steigen immer weiter an

– EZB-Quartalsprognosen der Inflationsrate für die Eurozone im Vergleich zur tatsächlichen Inflation, in Prozent gegenüber dem Vorjahr



Quelle: EZB.



### Das Dilemma der EZB

Konnte die EZB ahnen, dass die Preissteigerungen derartige Dimensionen erreichen würden? Oder waren der Zentralbank wegen der hohen Staatsverschuldungen bestimmter Länder der Eurozone die Hände so stark gebunden, dass sie erst (viel zu) spät reagieren konnte? Die Federal Reserve (Fed) in den USA begann bereits im März 2022 mit der geldpolitischen Wende, also einer Erhöhung des Leitzinses. Die EZB folgte erst im Juli desselben Jahres. Allerdings ist die Inflation in den USA auch viel stärker durch die massiven staatlichen Ausgabenprogramme im Zuge der Corona-Krise getrieben und weniger durch die Energiepreise. Zudem sind die USA dem Euroraum im Zinszyklus voraus.<sup>4</sup> Die Zinsdifferenz zwischen US-Dollar und Euro führte letztendlich aufgrund der damit einhergehenden Schwächung des Euro zu zusätzlichem Inflationsdruck im Euroraum.

Jetzt hat die EZB folgendes Problem: Sie musste die eigene Inflationsprognose mehrfach nach oben korrigieren (siehe Abbildung 1). Im Juni 2022 prognostizierte sie für das Jahr 2023 im Euroraum noch eine Teuerung von 3,5 Prozent, im September 2022 rechnete sie schon mit 5,5 Prozent und im Dezember mit 6,3 Prozent. Besonders brisant: Auch das Ende des Prognosezeitraums wurde dabei immer weiter angehoben, wie derzeit Prognosen für das Jahr 2024. Das Resultat: Die EZB hat

<sup>4</sup> Das bedeutet, dass in den USA die Inflationsrate bereits deutlich früher anzusteigen begann. So war dort schon im März 2021 eine Inflationsrate von über zwei Prozent zu verzeichnen, während sie im Euroraum noch bei 1,3 Prozent lag und erst im Juli desselben Jahres die Zwei-Prozent-Marke überschritt.

nun ein Glaubwürdigkeitsproblem. Vertrauen in die eigene Expertise ist aber die härteste Währung, die eine Zentralbank anzubieten hat. Für die Öffentlichkeit wäre es weniger schlimm, wenn die Inflationsprognose nach unten angepasst werden müsste. Fällt die Teuerung regelmäßig höher aus, als vorab kommuniziert wurde, führt das aber zu massiver Verunsicherung.

### Wie kann eine Zentralbank die Inflation beeinflussen?

Das klassische Instrument in der Inflationsbekämpfung ist die Anhebung des Leitzinssatzes. Letzterer beeinflusst den Zins, mit dem sich Finanzinstitutionen bei der Zentralbank Geld leihen können, und damit in weiterer Folge auch jenen Zinssatz, mit dem Banken das Geld weiterverleihen. Wird der Leitzinssatz angehoben, verteuert das also die Zinsen für Unternehmens- und Privatkredite. Unternehmen investieren dann weniger und Privatpersonen schränken ihren Konsum ein. Damit kühlt das Wirtschaftsgeschehen etwas ab und die Preise steigen weniger stark – die Inflation sinkt. Eine Senkung des Leitzinssatzes hat den gegenteiligen Effekt.<sup>5</sup> Maßnahmen, mit denen die Inflation bekämpft wird, werden als kontraktive Geldpolitik bezeichnet. Maßnahmen, die sie steigern sollen, nennt man expansive Geldpolitik.

### Der Blick zurück macht Kummer

Beunruhigend sind die Erkenntnisse der bestehenden Forschung<sup>6</sup> im Hinblick auf die derzeitige Situation. Vieles deutet darauf hin, dass ein zu später Ausstieg aus der stimulierenden Geldpolitik der Zentralbank – also eine Politik niedriger Leitzinssätze – bei starker Inflation sehr hohe Kosten verursacht. Ein Teil dieser Forschung bezieht sich auf die US-amerikanische Erfahrung Anfang der 1980er-Jahre unter Fed-Chef Paul Volcker. Damals wurde der Leitzinssatz (nach einer langen Periode der Untätigkeit) auf bis zu 20 Prozent

<sup>5</sup> In den vergangenen Jahren haben die Zentralbanken aber noch ein zusätzliches Instrument zur Beeinflussung der Inflationsrate benutzt: den Ankauf von Staatsanleihen. Das zusätzlich dem Wirtschaftskreislauf bereitgestellte Geld wirkt ähnlich wie eine Senkung des Leitzinssatzes.

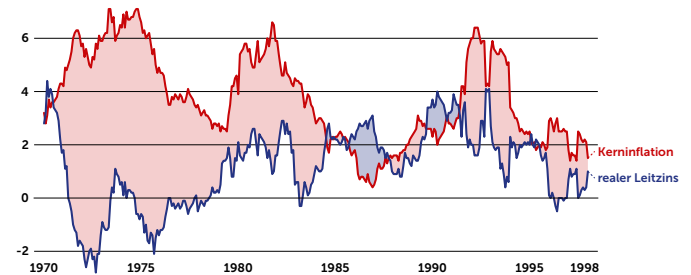
<sup>6</sup> Vgl. u. a. Blanchard (2022).

angehoben, nachdem die US-Volkswirtschaft bereits zuvor unter einer starken Stagflation<sup>7</sup> zu leiden hatte. Allein: Die Straffung der Geldpolitik war alternativlos.

Abb. 2: Kerninflation und realer Leitzins in der Vergangenheit

### Hohe Kerninflation der 1970er erst nach Jahren unter Kontrolle

– Kerninflation (Inflationsrate abzüglich Lebensmittel und Energie) und realer Leitzins in Deutschland, in Prozent



Quellen: Deutsche Bundesbank, FRED, eigene Berechnungen.

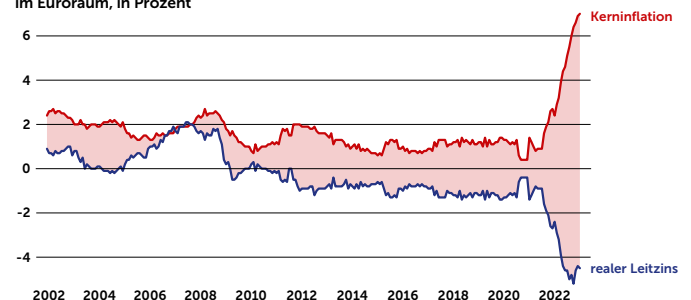
Anmerkung: Der reale Leitzins berechnet sich aus der Differenz von Leitzins und Kerninflationsrate.



Abb. 3: Kerninflation und realer Leitzins in der Eurozone

### Differenz zwischen Kerninflation und realem Leitzins in Eurozone seit Einführung des Euro auf Rekordhoch

– Kerninflation (Inflationsrate abzüglich Lebensmittel und Energie) und realer Leitzins im Euroraum, in Prozent



Quellen: Deutsche Bundesbank, OeNB, eigene Berechnungen.

Anmerkung: Der reale Leitzins berechnet sich aus der Differenz von Leitzins und Kerninflationsrate.



Wie lange es dauern könnte, bis die EZB die Inflation unter Kontrolle bekommt, zeigt ein Blick in die Vergangenheit. Verglichen werden dazu zwei zentrale Variablen (siehe Abbildungen 2 und 3). Ein Indikator, dem Notenbanker besonderes Augenmerk widmen, ist die Kerninflation. Diese berechnet sich als Inflationsrate abzüglich der schwankenden Preise von Lebensmitteln und Energie.<sup>8</sup> Der zweite in Abbildung 2 und 3 dargestellte Indikator ist der reale Leitzins: Hier wird der (nominale) Leitzins um die Kerninflationsrate preis-

<sup>7</sup> Stagflation bedeutet, dass die reale Wirtschaftsleistung stagniert bzw. sinkt, obwohl die Inflation hoch ist.

<sup>8</sup> Letztere werden ausgeklammert, da sie stärkeren Preisschwankungen unterworfen sind und auch durch spezielle Effekte getrieben sein können, wie beispielsweise aktuell die Energiepreise aufgrund des Ukraine-Kriegs. Sie stellen also Faktoren dar, die eine Zentralbank kaum beeinflussen kann.



bereinigt.<sup>9</sup> Ein Ansteigen des realen Leitzinses wirkt grundsätzlich dämpfend auf die Kerninflation (siehe Box 1).

In den USA belief sich im Februar 1975 der Abstand zwischen der Kerninflation und dem realen Leitzins auf 17 Prozentpunkte, im Jänner 2022 lag der Abstand bei zwölf Prozentpunkten, also in einer vergleichbaren Größenordnung. Ausgehend von den jüngsten Zahlen liegt die Lücke bereits bei 15 Prozentpunkten. Es dauerte gut acht Jahre, von 1975 bis 1983, um die Inflationsrate wieder auf vier Prozent zu senken.

Auch in Europa war die Situation schon einmal vergleichbar:<sup>10</sup> Der Abstand zwischen der Kerninflation und dem realen Leitzins erreichte im September 1975 in Deutschland einen Spitzenwert von 8,5 Prozentpunkten (siehe Abbildung 2). Es bedurfte einer Anhebung des realen Leitzinses um acht Prozentpunkte, um die Inflation wieder auf unter zwei Prozent drücken zu können. Dabei ist zu berücksichtigen, dass sich diese Daten auf Deutschland beziehen und dass die Bundesbank damals einen viel solideren Ruf bei der Inflationsbekämpfung hatte als die Fed, was Deutschland die Inflationsbekämpfung erleichterte. Im Jänner 2022 betrug der Abstand zwischen der Kerninflation und dem realen Leitzins in der Eurozone vier Prozentpunkte. Auf der Grundlage der Daten von Oktober 2022 beträgt die Differenz bereits über elf Prozentpunkte, also deutlich mehr als in den 1970ern.<sup>11</sup> Gleichzeitig bleibt die EZB in puncto Entschlossenheit bei der Inflationsbekämpfung hinter der Bundesbank zurück. Das macht die Eindämmung der Inflation nicht leichter.

Die EZB muss bei der Bekämpfung entschieden auf die Höhe der Inflation, genauer der Kerninflation, reagieren. Sie sollte den Leitzins so lange schrittweise erhöhen, bis er die Kerninflation übersteigt, was zurzeit bei einem Niveau von sieben Prozent der Fall wäre. Derzeit beträgt der Leitzinssatz gerade einmal drei Prozent. Sollte die Kerninflation weiter ansteigen, wovon auszugehen ist, müsste auch der Leitzins entsprechend angehoben werden. Ist dieser höher als die Kerninflation,

<sup>9</sup> Vgl. Blanchard (2022).

<sup>10</sup> Für Abbildung 2, also die Zeit vor der Einführung des Euro, wurden deutsche Daten verwendet.

<sup>11</sup> Im Gegensatz zu den 1970er-Jahren hat die Notenbank neben einer Anpassung des Leitzinses noch zusätzlich mit Anleihekaufprogrammen agiert. Damit ist die Differenz noch größer.

rate, wird für Unternehmen die Kreditaufnahme unattraktiv. Der reale Leitzins ist in einem solchen Fall dann positiv. Derzeit kann davon ausgegangen werden, dass die EZB im laufenden Jahr einen Leitzins von vier Prozent als Ziel hat – den sie schrittweise absenken wird, falls die Inflation hinreichend stark zurückgeht.<sup>12</sup>

### Es liegt nicht nur am Ukraine-Krieg

Ein Gros der Ökonomen führt die hohen Inflationsraten hauptsächlich auf den immensen Anstieg der Energiepreise im Zuge des Ukraine-Konflikts zurück. Doch bereits vor Kriegsbeginn war die Inflationsrate auf einem deutlich erhöhten Niveau. Die Wirtschaft hatte sich rascher als erwartet von den Folgen der Corona-Pandemie erholt. Das Wachstum trieb die Energiepreise an. Außerdem ließ die Pandemie viele Lieferketten reißen und schwächte damit das Angebot – das dann auf eine hohe Nachfrage traf. Das Ergebnis: Preissteigerungen bei knappen Gütern. Allein im Jahr 2021 hat das die Inflationsrate vermutlich um 0,25 bis 0,4 Prozentpunkte erhöht. Mit Beginn der Kampfhandlungen in der Ukraine Ende Februar 2022 schossen die Energiepreise durch die Decke. Haupttreiber war in diesem Zusammenhang der stark gestiegene Gaspreis.

*Bereits vor Kriegsbeginn war die Inflationsrate auf einem deutlich erhöhten Niveau.*

Es gibt aber auch noch einen ganz anderen Grund für die hohe Inflation: Seit der Finanzkrise war die EZB durchgängig einen expansiven Kurs gefahren. Trotzdem hat sie bis zum Beginn des Ukraine-Kriegs ihr Inflationsziel von zwei Prozent selten erreicht. Die zukünftigen Inflationsraten wurden in den damaligen Prognosen – im Gegensatz zu heute – regelmäßig überschätzt. Corona hat aber einiges geändert: Während die angebotsseitigen Probleme in diesem Ausmaß schwer vorauszusagen waren, wäre nachfrageseitig bereits seit längerem Vorsicht geboten gewesen. Unter anderem wegen des Anleihekaufprogramms Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). Die EZB versuchte damit die im Zuge der Lockdowns zu Beginn des Jahres 2020 niedrige Inflationsrate zu erhöhen. Da der Leitzins bereits seit Jahren bei null Prozent lag, wählte sie dafür erneut das Mittel von Anleihekäufen und pumpte riesige Geldmengen in den Markt. Aufgelegt wurde das Programm mit einem Volumen von 750 Milliarden Euro. Es wurde zweimal erweitert und war am Ende 1.850 Milliarden Euro schwer.

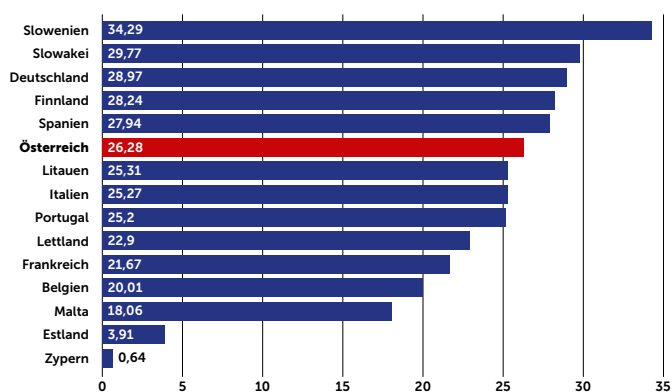
<sup>12</sup> Vgl. Wollmershäuser et al. (2022).

Mit dem Geld durften auch Staatsanleihen aufgekauft werden, erstmals sogar griechische.<sup>13</sup> Mittlerweile hält die EZB fast 30 Prozent der Staatsanleihen nahezu aller Länder der Eurozone (siehe Abbildung 4). Die zusätzliche Liquidität der EZB leistete in der Krise einen Beitrag, den Nachfrageeinbruch abzufedern. Doch das Geld verschwindet nicht plötzlich, nur weil es nicht mehr gebraucht wird. Damit bleibt der damals geschaffene Druck für höhere Inflationsraten bestehen. Darüber hinaus wurden zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen der Corona-Krise milliarden-schwere Hilfsprogramme in einem bis dahin unbekanntem Ausmaß beschlossen. Im Zuge der aktuellen Teuerungskrise folgen die nächsten Milliarden. Diese Zahlungen heizen die Inflation weiter an, indem sie die zahlungskräftige Nachfrage stützen. Gleichzeitig war das Angebot durch Lockdowns und gerissene Lieferketten verknappt.

Abb. 4: Anteil der von der EZB gehaltenen Staatsschulden

### Verschuldung bei der Europäischen Zentralbank

– Anteil relativ zur gesamten Staatsverschuldung 2021, in Prozent



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die Staatsverschuldung bezieht sich auf den gesamten Staatssektor nach Maastricht.



Das Problem nennt sich „fiskalische Dominanz“ (siehe Box 2). Wenn die EZB die Zinsen in der Eurozone niedrig hält, um die Finanzierbarkeit der Staatshaushalte zu sichern, verliert sie ihre Unabhängigkeit. Dabei ist das Mandat der Zentralbank die Bekämpfung der Inflation. Die EZB befindet sich also in einer Sackgasse: Ohne Unterstützung bekommen einige Staaten, allen voran Italien, Finanzierungsprobleme. Gleichzeitig ist die EZB aufgrund der aktuell hohen Inflationsraten zum Handeln gezwungen.

### Fiskalische Dominanz

Eigentlich ist es der EZB verboten, Staaten im Euroraum zu finanzieren. Dass sie es dennoch tut, kann niemand mehr bestreiten. Insbesondere, da sie seit dem Staatsanleihekaufprogramm PEPP die Anleihen immer flexibler ankaufen kann.<sup>14</sup> Auch griechische Anleihen kauft sie seither wieder. Innerhalb des EZB-Rats ist eine klare Tendenz erkennbar: Mitglieder aus hochverschuldeten Staaten plädieren für eine expansive Geldpolitik, sind also „Tauben“.<sup>15</sup> Im Gegensatz dazu fordern die „Falken“ eine restriktivere Geldpolitik, um die Inflation zu bremsen. Diese unterschiedliche Sichtweise stellt ein besonderes Problem dar. Aufgabe der Notenbanken ist die Sicherung des Geldwertes, nicht die Verringerung der Zinslast hochverschuldeter Länder. Hat die Zentralbank vor allem die Situation der öffentlichen Haushalte im Auge und nicht die Preisstabilität, spricht man von fiskalischer Dominanz. Die EZB macht also de facto Haushaltspolitik statt ausschließlich Geldpolitik. Für Letzteres hat sie ein Mandat, für Ersteres nicht.

Als die Zinssätze der unterschiedlichen Staatsanleihen immer weiter auseinanderdrifteten, wurde ein Anleihekaufprogramm beschlossen, um die Lage in den Griff zu bekommen. Dabei werden Anleihen von Staaten mit niedriger Verzinsung verkauft und Anleihen von Staaten mit hoher Verzinsung gekauft. In der Folge sinken die Zinsen für hochverschuldete Länder, der Markt wird ausgehebelt. Auch hier zeigt sich sehr schön, dass die EZB eigentlich verbotene Budgetpolitik betreibt.

### Teure Immobilien waren ein Warnsignal

Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) reflektiert die Verbraucherpreise auf EU-Ebene.<sup>16</sup> Die Zinsentscheidungen der EZB basieren auf dem HVPI.

<sup>13</sup> Vgl. European Central Bank (2020).

<sup>14</sup> Die Anleihekäufe müssen u. a. nicht gleichmäßig über Zeit, Anleihekategorien und Jurisdiktionen verteilt sein (vgl. European Central Bank, 2020).

<sup>15</sup> Vgl. Heinemann & Kemper (2021).

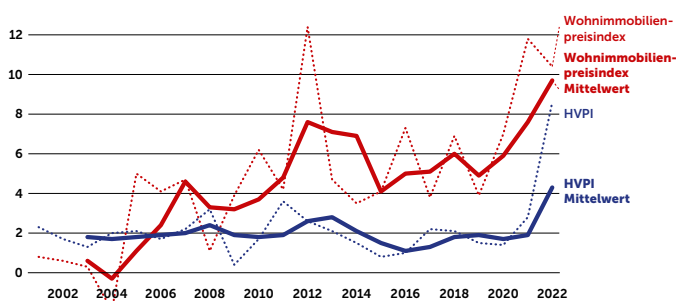
<sup>16</sup> Der HVPI stellt also einen „europäischen Warenkorb“ dar, wobei es einen gesamteuropäischen HVPI, aber auch nationale (also für jedes europäische Land eigenständige) HVPIs gibt. Im Unterschied dazu reflektieren (nationale) VPIs nationale Warenkörbe, die sich leicht von den (nationalen) HVPIs unterscheiden.

Nicht berücksichtigt wird in diesem Index die Entwicklung der Immobilienpreise. Wie bereits eingangs erwähnt, hat die EZB ihre späte Reaktion auf die steigenden Inflationsraten immer wieder damit erklärt, dass es sich bei den Preissteigerungen nur um kurzfristige Phänomene handle, die spätestens in den Jahren 2022 bis 2023 auslaufen würden. Warum ist das nicht passiert? Die Antwort liefert ein Blick auf die Entwicklung der Immobilienpreise, die im HVPI nicht enthalten sind. Hier begann der Preisaufrieb schon deutlich früher, nämlich bereits im Jahr 2005 (siehe Abbildung 5). Man hätte also eher sehen können, was sich da zusammenbraute. Die EZB wollte die Immobilienpreise bei ihren Prognosen lange nicht berücksichtigen. Doch diese Auffassung wurde zuletzt verworfen. In Zukunft will die Zentralbank auch den Immobilienmarkt im Auge behalten.<sup>17</sup> Die EZB hat gegenüber der Statistikbehörde Eurostat sogar den Wunsch geäußert, den Verbraucherpreisindex um die Immobilienpreise zu erweitern.<sup>18</sup>

Abb. 5: HVPI und Wohnimmobilienpreisindex

### Unterschätzt die EZB die Inflation?

– Vorjahresveränderungen des Wohnimmobilienpreisindex und des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) sowie deren Mittelwert\* für Österreich, in Prozent



Quellen: Eurostat, OeNB, eigene Berechnungen.

\* Die Trendraten sind gleitende Mittelwerte, die jeweils drei Jahre umfassen.



### Folgt eine Rezession, wenn die Zinsen steigen?

Wir befinden uns bereits in einer Rezession, in die wir auch ohne das Anheben des Leitzinses gerutscht wären – und zwar wegen des Ukraine-Kriegs, vor allem aber wegen der hohen Inflation. Zumindest deutet die jüngste Konjunkturprognose des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung (WIFO) darauf hin, laut der die Wirtschaft in Österreich im vierten Quartal 2022 und im ersten Quartal 2023 schrumpfen wird.<sup>19</sup> Wenn die

<sup>17</sup> Vgl. <https://www.handelsblatt.com/meinung/der-chefoekonom-kommentar-nicht-die-geldpolitik-muss-die-immobilienpreisblasen-regulieren/28308368.html>.

<sup>18</sup> Problematisch ist, dass die Ermittlung von Immobilienpreisen deutlich schwieriger und aufwendiger ist als jene von Konsumentenpreisen.

<sup>19</sup> Vgl. Ederer & Glocker (2022).

EZB nun den Leitzins erhöht und die Anleihekaufprogramme umkehrt, wird sich das natürlich negativ auf die Wirtschaft auswirken.<sup>20</sup> Doch die Hauptaufgabe der EZB bleibt die Inflationsbekämpfung und nicht die Konjunkturbelebung. Zur Abfederung der Rezession gibt es ohnehin bereits zahlreiche fiskalische Maßnahmen. Da braucht es nicht noch zusätzlich eine die Konjunktur belebende Geldpolitik. Sonst besteht die große Gefahr, dass sich die Inflation für einen längeren Zeitraum auf hohem Niveau verfestigt. Ein rasches Einschreiten der EZB ist jetzt durchaus mit Schmerzen verbunden. Doch würde sie es nicht tun, wären die Kosten in der Zukunft nur umso höher.

## Handlungsempfehlungen

Österreich hatte im Jahr 2022 mit 8,6 Prozent die höchste Inflationsrate seit Jahrzehnten zu verzeichnen. Im Euroraum lief es nicht besser. Hier betrug die Inflationsrate 8,4 Prozent – mehr als je zuvor in der Geschichte des Euro. Doch auch die Zukunft sieht nicht rosig aus. Die aktuelle EZB-Prognose geht davon aus, dass die Teuerung in der Eurozone selbst im Jahr 2025 nicht auf den angestrebten Wert von zwei Prozent gesunken sein wird.<sup>21</sup> Daraus erwächst die Gefahr, dass die Inflationserwartungen ebenfalls deutlich ansteigen und der EZB die Kontrolle entgleitet. Entschlossenes Handeln ist also unbedingt erforderlich:

— **Leitzins weiter erhöhen, bis er die Kerninflation übersteigt:** Eine Leitzinserhöhung ist das klassische geldpolitische Instrument, um eine hohe Inflation wieder in den Griff zu bekommen. Durch eine Zinserhöhung bis über das Niveau der Kerninflation werden Kreditaufnahmen für Unternehmen unattraktiv und diese investieren weniger. Wir reden hier von einem Leitzinsniveau von derzeit knapp sieben Prozent. Das Wirtschaftsleben kühlt etwas ab, die Unternehmen erhöhen ihre Preise nicht so schnell. Das senkt die Inflation.<sup>22</sup> Ein glaubwürdiges Vorgehen der EZB kann auch die Inflationserwartungen reduzieren, womit sich die Teuerung in einem absehbaren Zeitraum wieder in den Griff bekommen lässt. Eine Analyse des Deutschen Instituts für Wirtschaftsfor-

<sup>20</sup> Einer Untersuchung des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) zufolge bremst eine unerwartete Leitzinserhöhung der EZB die Industrieproduktion und lässt die Arbeitslosigkeit ansteigen (vgl. Ider et al., 2022).

<sup>21</sup> Vgl. European Central Bank (2022).

<sup>22</sup> Vgl. <https://www.bankofengland.co.uk/faq/inflation-and-interest-rates>.

schung (DIW) kommt zum Ergebnis, dass eine unerwartete Erhöhung des Leitzinses die Inflation dämpft und besonders stark die Energiepreise senkt.<sup>23</sup>

— **Ausstieg aus den Staatsanleihen:** Die EZB hält derzeit fast ein Drittel aller Staatsschulden im Euroraum. Dies war ein massiver Markteingriff, der private Kreditgeber zu weiten Teilen verdrängt hat. Mit dieser Politik hat es die EZB den Regierungen deutlich erleichtert, sich zu verschulden. Gleichzeitig wurde durch die Staatsanleihekaufprogramme massiv Geld in den Markt gepumpt. Das befeuerte die Inflation. Eine rasche Umkehr ist notwendig, dem Markt muss wieder Geld entzogen werden. Auch dies trägt zur Senkung der Inflationsrate in der Eurozone bei.

— **Gezielte Hilfe statt Gießkanne:** Es ist wichtig, ärmere Bevölkerungsschichten angesichts der hohen Inflationsraten nicht im Regen stehen zu lassen. Der österreichische Staat reagierte allerdings mit sehr breitflächigen Hilfsprogrammen, die allein im Jahr 2022 ca. 6,8 Milliarden Euro gekostet haben.<sup>24</sup> Die jeweilige Bedürftigkeit spielte bei den Förderungen fast keine Rolle. Das verschlingt nicht nur sehr viel Geld, es heizt auch die Inflation weiter an. Bestes Beispiel ist der Anti-Teuerungs- und Klimabonus in Höhe von 500 Euro, den jeder Erwachsene in Österreich bekam. In der Fachliteratur bezeichnet man so etwas als Helikoptergeld. Richtig wäre es, nur die ärmsten Haushalte und diese ganz gezielt zu unterstützen. Damit hielte sich die Belastung für den Staatshaushalt in Grenzen und die Inflation würde nicht mehr angeheizt als unbedingt notwendig. Dazu kommt: Mit den steigenden Zinsen wird die Neuverschuldung immer teurer, weshalb der Bund noch genauer auf jeden ausgegebenen Euro schauen muss.

— **Keine Symptombekämpfung:** Es ist wichtig, die Inflation an ihrer Wurzel zu packen und nachhaltig in den Griff zu bekommen, anstatt nur die Symptome zu bekämpfen. Maßnahmen wie die Strompreisbremse mögen zwar rein rechnerisch die Inflationsrate in einem bestimmten Zeitraum senken. Doch das wird mit viel Geld erkaufte und ist sozial nicht treffsicher. Richtig wäre stattdessen die Inflation mit einem Ausstieg aus den Staatsanleihen sowie einer Leitzinserhöhung zu bekämpfen und die Bevölkerung mit gezielten Hilfszahlungen zu entlasten.

<sup>23</sup> Die Energiepreise sinken besonders stark, da der Euro im Vergleich zum US-Dollar aufwerten kann und Öl traditionell in US-Dollar gehandelt wird (vgl. Ider et al., 2022).

<sup>24</sup> Vgl. Fiskalrat (2022).

## Literatur:

- Blanchard, O. (2022).** Why I worry about inflation, interest rates, and unemployment. Online verfügbar unter: <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/why-i-worry-about-inflation-interest-rates-and-unemployment> (abgerufen am: 30.01.2023)
- Ederer, S., Glocker, C. (2022).** Weltweiter Konjunkturabschwung erfasst Österreich. WIFO-Konjunkturprognose 4/2022. Online verfügbar unter: [https://www.wifo.ac.at/jart/prj3/wifo/resources/person\\_dokument/person\\_dokument.jart?publikationsid=70406&mime\\_type=application/pdf](https://www.wifo.ac.at/jart/prj3/wifo/resources/person_dokument/person_dokument.jart?publikationsid=70406&mime_type=application/pdf) (abgerufen am 30.01.2023).
- European Central Bank (2020).** Decision (EU) 2020/440 of the European Central Bank of 24 March on a Temporary Pandemic Purchase Programme (ECB/2020/17). OJ L 91. 1-4. Online verfügbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32020D0440> (abgerufen am 30.01.2023).
- European Central Bank (2022).** Eurosystem Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area. 12/2022. Online verfügbar unter: [https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202212\\_eurosystemstaff~6c1855c75b.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202212_eurosystemstaff~6c1855c75b.en.html) (abgerufen am 30.01.2023).
- Fiskalrat (2022).** Bericht über die öffentlichen Finanzen 2021-2026. Online verfügbar unter: <https://www.fiskalrat.at/dam/jcr:548c221c-2807-4687-8fac-dfc-596c0187a/Jahresbericht-2022.pdf> (abgerufen am 03.02.2023).
- Heinemann, F., Kemper, J. (2021).** The ECB Under the Threat of Fiscal Dominance – The Individual Central Banker Dimension. *Economists' Voice* 18(1), 5–30. Online verfügbar unter: [https://ftp.zew.de/pub/zew-docs/div/ZEW\\_Fiscal%20Dominance\\_20210906.pdf](https://ftp.zew.de/pub/zew-docs/div/ZEW_Fiscal%20Dominance_20210906.pdf) (abgerufen am 30.01.2023).
- Ider, G., Kriwoluzky, A., Kurcz, F. (2022).** EZB kann Kraftstoff- und Heizkosten mit Zinserhöhung senken, riskiert aber wirtschaftliche Erholung. *DIW-Wochenbericht* 14/2022, 219–225. Online verfügbar unter: [https://doi.org/10.18723/diw\\_wb:2022-14-1](https://doi.org/10.18723/diw_wb:2022-14-1) (abgerufen am 30.01.2023).
- Wollmershäuser, T., Ederer, S., Fourné, F., Glocker, G., Lay, M., Lehmann, R., Links, S., Möhrle, S., Ragnitz, J., Rathje, A.-C., Šauer, R., Sauer, S., Schaching, M., Zarges, L. (2022).** Ifo Konjunkturprognose 2022-2024: Inflation und Rezession. *ifo Schnelldienst Sonderausgabe Dezember*, S. 1–53.

**Agenda Austria**  
**Türkenstraße 25/1/10**  
**1090 Wien**  
**Austria**

**T +43 1 361 99 61-0**  
**office@agenda-austria.at**

**Herausgegeben von der Denkfabrik**



[www.agenda-austria.at](http://www.agenda-austria.at)

**Herausgeber**  
Dr. Franz Schellhorn

**Autoren**  
Dr. Marcell Göttert  
PD Dr. Gerhard Reitschuler

**Lektorat**  
MMag.a Judith Kreiner

**Infografiken**  
Ksenia Pogorelova, MA