

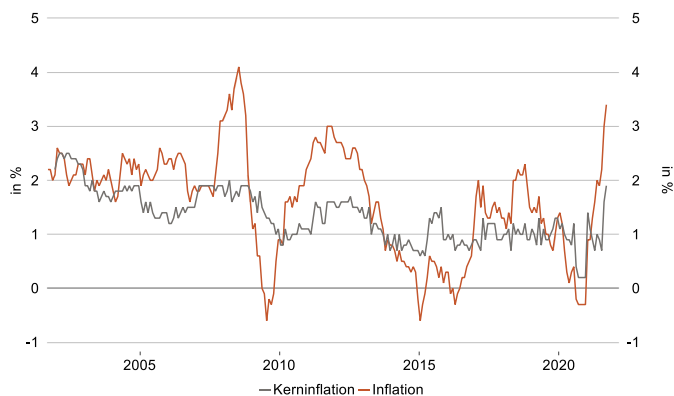


### INFLATION, STAGFLATION UND MMT

Dr. Jörn Quitzau

Die Inflation ist in aller Munde. Diesseits und jenseits des Atlantiks zeigt der Preistrend nach oben. Für Deutschland wurde gerade bestätigt, dass die Preise im September um 4,1 % höher lagen als im September des Vorjahres. In der Eurozone betrug die Inflationsrate im September 3,4 %. Für die USA wurde für den gleichen Zeitraum gar ein Preisanstieg um 5,4 % gemeldet. Das ist zugleich der höchste Wert seit Juli 2008 (damals: 5,5 %). Ein Teil des globalen Inflationstrends kann mit den im Vergleich zum Vorjahr deutlich gestiegenen Energiekosten erklärt werden. Der Ölpreis hat sich auf Jahressicht nahezu verdoppelt. Doch auch die um die schwankungsanfälligen Energiepreise bereinigte Kerninflation steigt deutlich an.

Abb. 1: Inflation Eurozone



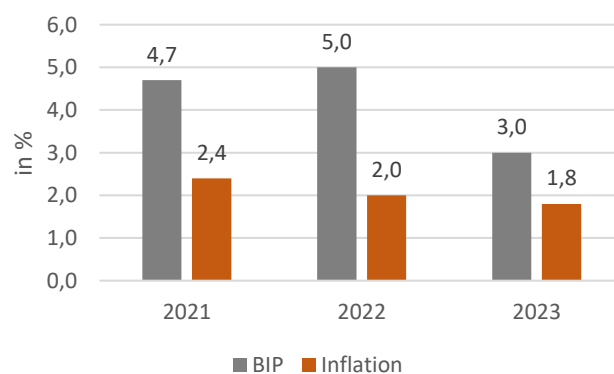
Quelle: Macrobond

Die Inflationsprognosen mussten in diesem Jahr bereits mehrfach deutlich nach oben korrigiert werden. Zudem droht die Inflation nicht auf ihr niedriges Vorkrisenniveau zurückzufallen, wenn die temporären Preistreiber ihren Einfluss verloren haben. In dieses Umfeld mischen sich nun auch noch Konjunktursorgen. Engpässe auf der Angebotsseite (Vorprodukte, Arbeitskräfte) nehmen dem Aufschwung seine Dynamik. Der bevorstehende Winter rückt die Pandemie erneut in den Blickpunkt. Muss die wirtschaftliche Aktivität wieder zurückgefahren werden, um eine weitere Infektionswelle zu verhindern? Und schließlich sorgen sich die Finanzmarktakteure um die Stabilität Chinas.

Sinkende wirtschaftliche Dynamik und Inflation – schon macht sich die Sorge vor einer Stagflation breit. Eine Stagflation bringt die wirtschaftspolitischen Akteure in Bedrängnis. Ihnen fehlen gute Instrumente, um die Wirtschaft aus einer Stagflation zu befreien. Eine straffere Geldpolitik wirkt zwar dem Preisauftrieb entgegen, doch gleichzeitig schwächt sie die ohnehin schon lahme Konjunktur. Eine expansive Fiskalpolitik würde zwar die Konjunktur beleben, aber gleichzeitig die Preise weiter nach oben treiben.

Wir halten die Angst vor einer Stagflation für übertrieben. Die Konjunktur wird im nächsten Jahr wieder an Dynamik gewinnen, weil die Verbraucher immer noch über hohe Ersparnisse verfügen und nach der Pandemie immer noch einen erheblichen Nachholbedarf beim Konsum haben. Zunächst müssen sich aber die Engpässe auf der Angebotsseite auflösen. Zudem erwarten wir, dass die Inflationsraten im kommenden Jahr selbst ohne Zutun der Notenbanken von ihrem derzeit hohen Niveau wieder etwas herunterkommen

Abb. 2: BIP und Inflation in der Eurozone - Prognosen



Quelle: Berenberg

#### Risikoszenario: Verfestigte Inflation

Doch was wäre, wenn sich die Inflation auf einem höheren Niveau einpendelt als es die meisten Beobachter und Prognostiker derzeit erwarten? Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat in seinem „Global Economic Outlook“ gerade vor dem Risiko einer anhaltend hohen Inflation gewarnt. Zwar sieht der IWF in seinem Hauptszenario die

Inflationsspitze in den letzten Monaten des laufenden Jahres, doch es gebe eine Reihe von Gründen, die für dauerhaft höhere Inflationsraten sprechen: der IWF nennt unter anderem anhaltende Lieferengpässe, Rohstoff- oder Immobilienpreisschocks und ein Entankern der Inflationserwartungen, was letztlich zu einer sich selbst erfüllenden Inflationsspirale führen könnte.

Die Notenbanken würden in einem solchen Risikoszenario noch stärker zu dem Kunststück gezwungen, die Geldpolitik zu straffen, ohne dabei den Wiederaufschwung abzuwürgen. Schon jetzt sieht es bei mehreren Notenbanken danach aus, als würden sie die geldpolitische Wende früher einleiten als noch vor kurzem von den Beobachtern erwartet. Die Bank of England könnte schon im Dezember oder im Februar die Zinsen anheben. Die amerikanische Federal Reserve Bank könnte im November das Volumen der Wertpapierkäufe reduzieren („Tapering“) und im kommenden Jahr zweimal die Leitzinsen anheben. Selbst die EZB dürfte etwas früher aktiv werden, als sie es selbst bisher signalisiert. Wir erwarten die Leitzinswende in der Eurozone im Jahr 2023. Für die Geldpolitiker ist es nach den vielen Krisen der vergangenen Jahre, die sie immer wieder zu unkonventionellen Maßnahmen gezwungen haben, schwierig genug, den Weg aus dem Krisenmodus zu finden. Hartnäckig hohe Inflationsraten würden die Arbeit der Notenbanken zusätzlich erschweren.

### Was hat die „Modern Monetary Theory“ zu bieten?

Oder gibt es unkonventionelle Wege aus einem Inflationsszenario. Hält vielleicht die „Modern Monetary Theory“ (MMT) das richtige Rezept bereit? Diese vom geldpolitischen Mainstream abweichende Denkrichtung hat in den vergangenen Jahren für einige Schlagzeilen gesorgt. Aufmerksamkeit hat sie zunächst vor allem deshalb auf sich gezogen, weil in den USA Politiker aus dem linken Flügel der Demokraten (Bernie Sanders, Alexandria Ocasio-Cortez) die Ideen der „Modern Monetary Theory“ in den Präsidentschaftswahlkampf einbrachten. Darüber hinaus wurde diese Denkrichtung in den letzten Jahren wohl auch deshalb stärker beachtet, weil ihre Thesen zur Wirkungsweise der Geldpolitik von der Praxis anscheinend bestätigt wurden.

MMT-Befürworter sehen in hohen Staatsschulden, die von den Notenbanken finanziert werden, kein Problem – im Gegensatz zu Vertretern der „Mainstream-Ökonomie“. Weder die Solidität der Staatsfinanzen noch die Geldwertstabilität seien in Gefahr, wenn die Notenbanken Ausgabenprogramme der Regierungen finanzieren.<sup>1</sup> Da ein Staat mit einer eigenen Währung jederzeit von seiner Notenbank mit den benötigten Finanzmitteln ausgestattet werden kann, wird er seinen Verpflichtungen gegenüber Gläubigern immer nachkommen können. Die Notenbank wird damit zum Erfüllungsgehilfen des Staates.

Inflation drohe nicht, solange der Staat mit den von der Notenbank bereitgestellten Mitteln ungenutzte volkswirtschaftliche Ressourcen aktiviere. Wenn durch staatliche Programme beispielsweise Arbeitslose in den Arbeitsmarkt integriert werden und sie zusätzliche Waren und Dienstleistungen produzieren, vergrößert sich das gesamtwirtschaftliche Angebot. Der höheren – und nach traditioneller Theorie potenziell inflationstreibenden – Geldmenge steht also ein entsprechend höheres gesamtwirtschaftliches Angebot gegenüber. Es gibt keinen Nachfrageüberhang und somit keinen Grund für ein steigendes Preisniveau.

Diese Sichtweise scheint gut zu den geldpolitischen Erfahrungen der vergangenen Dekade zu passen. Viele Mainstream-Ökonomen hatten als Folge der expansiven Geldpolitik eine kräftige Verbraucherpreisinflation erwartet. Tatsächlich ist diese Inflation bis zum letzten Jahr ausgeblieben – trotz einer zuweilen ultra-expansiven Geldpolitik und trotz in einigen Ländern ausufernd hohen Staatsschulden (z.B. Japan). Auf den ersten Blick scheint die „Modern Monetary Theory“ also einen besseren Erklärungsgehalt zu haben. Wir halten diesen Schluss für voreilig, wollen hier aber nicht tiefer in die Analyse einsteigen. Stattdessen wollen wir kurz betrachten, was die „Modern Monetary Theory“ gegen steigende Inflationsraten empfiehlt. Denn auch im Rahmen des MMT-Konzepts kann Inflation entstehen, zum Beispiel wenn die gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsgrenzen überschritten werden.

Gemäß „Modern Monetary Theory“ ist der Staat steuerpolitisch gefragt, wenn die Inflation anzieht. Mit höheren

<sup>1</sup> Zu den Grundlagen der MMT vgl. Broders/Quitau (2019), [Modern Monetary Theory – Ein Allheilmittel für die Weltwirtschaft?](#), Berenberg Makro vom 23.08.2019 oder Beck/Prinz (2019), [Wie revolutionär ist die Modern](#)

[Monetary Theory?](#), in: Wirtschaftsdienst, Heft 6/2019, S. 415-420. Eine kritische Analyse bietet Mankiw (2019), *A Skeptic's Guide to Modern Monetary Theory*, Harvard University.



Steuern soll der Staat Liquidität aus dem Wirtschaftskreislauf ziehen und damit die Inflation wieder einfangen. Doch was würde das für die aktuelle Situation bedeuten? Aufgrund der gestiegenen Inflationsraten würden die Regierungen höhere Steuern beschließen müssen, um Kaufkraft abzuschöpfen. Dafür wären Steuererhöhungen nötig, die die breite Masse der Bevölkerung treffen – also die Mehrwertsteuer oder die Einkommensteuer. Besonders effektiv wäre die Steuerpolitik, wenn sie Bürger mit einer hohen Konsumquote belastet. Vermögensteuern oder Einkommensteuern, mit der höhere Einkommensklassen stärker getroffen werden, hätten hingegen eine vergleichsweise geringe Wirkung auf den Konsum.

Damit ist klar: In einer MMT-Welt wäre der Kampf gegen die Inflation sozial unausgewogen und massive politische Widerstände wären zu erwarten. Wenn die Einkommen der Bürger durch die Inflation angegriffen werden (wie es derzeit der Fall ist), dann ist es kaum vorstellbar, dass Steuererhöhungen, mit der die Kaufkraft weiter abgeschöpft werden soll, politisch umsetzbar wären. Ähnlich wie die antizyklische Fiskalpolitik von John Maynard Keynes hat die „Modern Monetary Theory“ offenkundig einen Schwachpunkt, wenn es um kontraktive Maßnahmen geht. Sie birgt damit un kalkulierbare Risiken. Und sie weist leider keinen unkonventionellen Weg aus einem Inflationsszenario. Die Notenbanken werden also um die Gratwanderung nicht herumkommen, bei der auf der einen Seite die Inflation droht und auf der anderen Seite ein abgewürgter Aufschwung und nervöse Märkte lauern.



## Makro-Team

### Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt  
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

### Hamburg

Dr. Jörn Quitzau  
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

### London

Guidogiorgio Bodrato  
+44 20 3753 - 3273 | guidogirogio.bodrato@berenberg.com

### Salomon Fiedler

+44 20 3753 -3067 | salomon.fiedler@berenberg.com

### Kallum Pickering

+44 20 3465 -2672 | kallum.pickering@berenberg.com

### New York

Dr. Mickey Levy  
+1 646 949 -9099 | mickey.levy@berenberg.com

## Themenseite Volkswirtschaft

<https://www.berenberg.de/volkswirtschaft/>

Berenberg Makro erscheint  
zu folgenden Themen:

Geld & Währung  
Konjunktur

► Trends

[www.berenberg.de/publikationen](http://www.berenberg.de/publikationen)

Wichtige Hinweise: Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 27.09.2021

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[info@berenberg.de](mailto:info@berenberg.de)