

Inflation oder Deflation?

Auf die Finanzkrise haben die Zentralbanken und die Regierungen mit ungewöhnlichen Maßnahmen reagiert. Die Geldpolitik senkt die Zentralbankzinsen bis auf die Nullgrenze, die Wirtschaftspolitik ist bemüht, mit riesigen Konjunkturprogrammen die Rezession zu bekämpfen. Diese Maßnahmen könnten inflationäre Prozesse auslösen. Einige Experten sehen sie jedoch als unverzichtbare Instrumente gegen anhaltende Stagnation und halten Deflation für eine wesentlich größere Gefahr. Entscheidend ist der Zeitpunkt im Prozess der konjunkturellen Erholung, an dem die Zentralbanken die reichlich angebotene Liquidität wieder zurücknehmen müssen.

Jörg Hinze, Thomas Straubhaar

Deflation und/oder Inflation? – Schwieriger „Exit“

We conclude that, under a paper-money system, a determined government can always generate higher spending and hence positive inflation. ... sufficient injections of money will ultimately always reverse a deflation.¹

Geldpolitik und Fiskalpolitik kämpfen weltweit mit geballter Kraft gegen die Folgen der Finanzmarktkrise. Mit allen Mitteln sollen ein Absturz in eine Deflation und in eine lang anhaltende wirtschaftliche Depression verhindert werden. Es ist ein Kampf mit hohem Einsatz und großen Risiken. Denn die überall verfolgte Politik des billigen Geldes und der niedrigen Leitzinsen sowie die ausufernde Staatsverschuldung in den OECD-Ländern als Erbe der teuren Konjunkturprogramme führen zu steigenden Inflationserwartungen. Zwar ist das kurzfristig durchaus beabsichtigt. Aus Deflations- sollen Inflationserwartungen werden. Nur so kann eine sich selbst verstärkende, eigendynamische Abwärtsspirale durchbrochen werden. Aber auch

¹ Ben S. Bernanke: Remarks Before the National Economists Club, Washington, D.C., 21. November 2002, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/#fn3>.

viele von denen, die diese Politik für richtig halten, haben Zweifel, dass es den Notenbanken und den Regierungen anschließend gelingt, die ausgeschüttete Liquidität wieder rechtzeitig „einzusammeln“ bzw. die aufgeblähten Staatshaushalte zu konsolidieren.

Kurzfristig deflationäre Tendenzen...

In der jetzigen Phase gibt es für die exzessive Geld- und Fiskalpolitik keine wirkliche Alternative. Die gegenwärtige Rezession ist die tiefste seit der Depression Anfang der 30er Jahre. Deflationäre Tendenzen lassen sich nicht nur bei den Verbraucherpreisen, sondern auch bei den Löhnen erkennen. Umfangreiche Rabattaktionen und andere Preisvergünstigungen sind im Einzelhandel seit einiger Zeit an der Tagesordnung. Im Autohandel werden trotz staatlicher Abwrackprämie zusätzlich hohe Rabatte gewährt. Für Deutschland bewegen sich die Inflationsprognosen für das laufende Jahr nahe Null, für kommendes Jahr überwiegend zwischen 0 und 1%. Sicherlich wird momentan die Inflationsrate durch Sondereffekte zusätzlich

gedrückt – zur Vorjahreszeit waren Öl- und andere Energiepreise auf Rekordfahrt, derzeit kostet Öl weniger als die Hälfte des Vorjahrespreises. Die Kerninflationsrate, die derartige volatile Schwankungen herausfiltert und den grundlegenden Preistrend widerspiegelt, liegt mit 1¼% höher.² Gleichwohl bleibt die Prognose gültig, dass wir uns auf absehbare Zeit weiterhin auf einem sehr hohen Grad von Geldwertstabilität bewegen dürften.

Die deflationären Tendenzen sind in der aktuellen Krise eine makroökonomische Hilfe. Sie stärken die reale Kaufkraft der Einkommen privater Haushalte. Der kräftige Rückgang der Preise von Öl und anderen Energieträgern sowie bei vielen Rohstoffen im Vergleich zum Vorjahr kann ebenso als zusätzliches Konjunkturstützungsprogramm betrachtet werden. Dadurch wird die deutsche Wirtschaft nach heutigem Stand um mehr als 20 Mrd. Euro bzw. fast 1% des Bruttoinlandsprodukts entlastet. Das alles hat zweifelsohne dazu beigetragen, dass trotz steiler konjunktureller Talfahrt hierzulan-

² HWWI-Berechnungen.

de der private Konsum bislang relativ robust geblieben ist. In der Wirtschaft wurden, wenn auch erst vereinzelt, bereits beschlossene Tariflohnanhebungen aufgeschoben oder Beschäftigungssicherungsabkommen bei gleichzeitigem Lohnverzicht vereinbart. Im Vergleich zu alternativen Beschäftigungsverlusten sind aber auch diese Maßnahmen ebenso wie die Kurzarbeit gesamtwirtschaftlich betrachtet konjunkturstützend. So wurde bislang einer sich selbst verstärkenden Abwärtsspirale von Beschäftigung, Einkommen und Nachfrage und schließlich auch der Preise entgegengewirkt.

...längerfristig Inflationsrisiken

„Although inflation seems set to be low for a while, the time will come when the economy has begun to strengthen, financial markets are healing, and the demand for goods and services, which is currently very weak, begins to increase again. At that point, the liquidity that the Fed has put into the system could begin to pose an inflationary threat unless the FOMC (Federal Open Market Committee) acts to remove some of that liquidity and raise the federal funds rate.“³

Auf längere Sicht bergen die starke Liquiditätserhöhung durch die Notenbanken und die ebenfalls kräftige Ausweitung der öffentlichen Ausgaben und Schulden nicht unerhebliche Inflationsgefahren in sich. Für viele stellt sich die Frage nach der geeigneten Exit-Strategie, nämlich wie sich ein einmal entwichener Geist der Inflation, den man heute zu Hilfe ruft, morgen wieder in die Flasche zurücksperren lässt? Wie wird ver-

hindert, dass aus kurzfristig gewollten Inflationserwartungen ein unberechenbarer Flächenbrand wird? Noch zeigt sich die Inflation erst in den Vermögenspreisen. Stabile Verbraucherpreise können durchaus mit inflationären Erscheinungen in anderen Bereichen einhergehen. Die entgegen allem Konjunkturpessimismus in den letzten Monaten zeitweilig gestiegenen Aktienkurse zeugen sowohl von einem Zuviel an Liquidität bei kaum vorhandenen rentablen Anlagealternativen wie auch von der Suche nach inflationssicheren Anlagen. Die Preise für Rohstoffe wie Erdöl, Nickel, Kupfer und Alu-

minium, Bauholz, Soja und Zucker zeigen seit einiger Zeit tendenziell ebenfalls wieder nach oben. Die Asset-Price-Inflation ist also bereits Realität. Wann schwappt sie auf die Verbraucherpreise über?

Vor allem die aus dem Ruder laufenden öffentlichen Schulden in den USA, Japan und Europa verstärken die Inflations Sorgen, umso mehr, wenn sie, wie in den USA und Großbritannien, durch die Notenbanken mitfinanziert werden. Bis zu einem Drittel des Bruttoinlandsproduktes lassen sich die Regierungen die Staatshilfen an konkursgefährdete Banken, notleidende Branchen, Bürgschaften für den Mittelstand, Rettungskonzepte für einzelne Firmen bis hin zu Abwrackprämien für Automobile kosten.⁴ Wie kann eine derartige Explosion der Staatsverschuldung eingedämmt werden?

Inflationäre Entsorgung der Staatsschulden...

Hohe Inflationsraten sind kurzfristig die einfachste, langfristige aber teuerste Option, Staatsschulden zu beseitigen. Immer wieder sind in der Vergangenheit Regierungen der Versuchung erlegen, über die Notenpresse ihre Schulden loszuwerden, denn dadurch verringert sich die reale Belastung nominaler Schulden. Natürlich gibt es Alternativen zu einer inflationären Entsorgung der Staatsschulden. Sie sind jedoch entweder politisch nicht gewollt, weil oftmals nur gegen gewichtige Widerstände durchsetzbar, oder ökonomisch schwerer möglich. Am einfachsten wäre es, endlich Ernst zu machen und die Staatsausgaben herunterzufahren. Das will aber im Moment niemand. Im Gegenteil: noch immer erschallen neue Rufe nach weiteren Konjunkturprogrammen,

Die Autoren des Zeitgesprächs:

Prof. Dr. Thomas Straubhaar, 52, ist Direktor des Hamburgischen WeltWirtschaftsinstituts HWWI und Professor für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Wirtschaftspolitik, an der Universität Hamburg; Jörg Hinze, 56, ist Mitarbeiter am HWWI.

Prof. Dr. Sebastian Dullien, 34, ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Hochschule für Technik und Wirtschaft (HTW) Berlin.

Prof. Dr. Ronald Schettkat, 54, lehrt Volkswirtschaftslehre, insbesondere Wirtschaftspolitik, an der Schumpeter School der Bergischen Universität in Wuppertal.

Prof. Dr. Gerhard Illing, 53, ist Leiter des Seminars für Makroökonomie am Institut für Volkswirtschaftslehre der Ludwig Maximilians Universität München und Forschungsdirektor am Ifo Institut für Wirtschaftsforschung in München.

³ Ben S. Bernanke: Four Questions about the Financial Crisis, Speech At the Morehouse College, Atlanta, Georgia, 14. April 2009, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090414a.htm>.

⁴ Vgl. Gemeinschaftsdiagnose vom 21. April 2009, Tabelle 1.1.

obwohl die bisherigen erst teilweise umgesetzt wurden. Sparen oder gar ein Schuldenabbau passt da überhaupt nicht in die Landschaft. Rentner, Arbeitslose, Beamte, Angestellte des öffentlichen Dienstes, Mitarbeiter in notleidenden Betrieben und die Bevölkerung ländlicher Regionen haben eine politische Stimme. Kindeskinders sind sprachlos. Kein Wunder, dass Regierungen deshalb auf die Wähler von heute hören und nicht auf die Generationen von morgen.

Eine weitere Alternative wäre es, in wirtschaftlich schwierigen Zeiten die Abgabenbelastung von Arbeit und Unternehmen zu senken oder grundsätzlich von direkten zu indirekten Steuern umzuschichten. Denn die Rechnung kann aufgehen: es ist möglich, die individuelle Steuerbelastung zu verringern und dennoch insgesamt höhere Steuereinnahmen zu erzielen. Die Lösung des scheinbaren Widerspruchs liegt in den Leistungs- und Beschäftigungsanreizen, die mit einer geringeren individuellen Steuerbelastung einhergehen. Wird Arbeit von Steuern und Sozialabgaben entlastet, wird sie billiger. Damit kann der bevorstehende Beschäftigungsabbau verlangsamt und verringert werden. Mehr Menschen behalten ihre Jobs und zahlen Steuern und Sozialversicherungsbeiträge anstatt Transferempfänger zu werden. Der Weg, über eine Steuerentlastung für den Einzelnen zu mehr Steuereinnahmen insgesamt und damit weniger Schulden zu kommen, ist somit ökonomisch richtig, aber er ist lang und nicht ohne Risiko.

...oder Schuldenabbau durch Wachstum?

Der beste Weg des Schuldenabbaus bestünde in einer raschen Rückkehr auf einen steilen Wachstumspfad. Dann kann es gelin-

gen, aus der Staatsverschuldung herauszuwachsen. Boomt die Wirtschaft, sprudeln die Steuereinnahmen. Sozialleistungen und Subventionen können zurückgefahren werden. Dort, wo sie unverzichtbar bleiben, steht bei einer wachsenden Wirtschaft mehr Geld zur Verfügung. Ist die Hoffnung auf Wachstum realistisch? Für die kurze Frist kaum. Die Finanzmarktkrise und deren Folgen verbauen noch für längere Zeit diesen Weg. Es ist bereits ein bescheidener Erfolg, wenn die Wirtschaft in den großen OECD-Ländern nächstes Jahr nicht mehr schrumpfen wird. Die erforderlichen Anpassungsprozesse in der Wirtschaft und die Rückführung von Geld- und Fiskalpolitik in wieder „normalere“ Bahnen lassen in den kommenden Jahren ein allenfalls moderates Wirtschaftswachstum erwarten. Das reale Bruttoinlandsprodukt dürfte kaum vor 2013 wieder das Niveau vor Ausbruch der Krise erreichen. Der Weg, über mehr Wachstum die Schuldenberge abzutragen, ist deshalb vorerst mehr Hoffnung als Wirklichkeit.

Wiederholt sich Geschichte und werden auch dieses Mal die Regierungen den Weg des scheinbar geringsten politischen Widerstands einschlagen und sich über Inflation ihrer Schulden entledigen? Für die USA ergeben sich die größten Sorgen. Die amerikanische Notenbank hat mit ihrer Geldpolitik gleichzeitig zwei Zielvorgaben zu verfolgen: Preisniveaustabilität und hohe Beschäftigung. Das kann angesichts der dramatisch verschlechterten Arbeitsmarktentwicklung in den USA für die Preisstabilität nichts Gutes heißen. Die Notenbankgeldmenge zeigt, wohin die Reise gehen wird. Die Geldbasis ist seit Herbst 2008 um etwa 1 Billion US-\$ auf gut 2 Billionen ausge-

weitert worden.⁵ Im laufenden Jahr dürfte sie weiter anschwellen. Das liefert die notwendige, wenn auch noch nicht hinreichende Bedingung für Inflation. Die in den USA auf wohl 100% des BIP hoch geschnellte Staatsverschuldung wird das Übrige tun.⁶

Bleibt die EZB der Stabilitätsgarant?

In der Euro-Zone sind die Inflationserwartungen gedämpft. Die Europäische Zentralbank ist nach den EU-Verträgen zuallererst der Preisniveaustabilität verpflichtet. Erst wenn dieses vorrangige Ziel gesichert ist, darf sie ihre Geldpolitik an anderen makroökonomischen Größen orientieren. Es gibt klare Belege und Aussagen des EZB-Boards und seines Vorsitzenden, dass sich die EZB vertragstreu verhalten wird und der Preisniveaustabilität uneingeschränkte Priorität beimisst. Dennoch kann die EZB nicht im luftleeren Raum agieren. In einigen Euroländern wie der Slowakei, Slowenien, Griechenland und Irland, aber wohl auch in Portugal, Spanien oder Italien droht die öffentliche Zahlungsunfähigkeit. In diesen Ländern werden die Kreditkosten steigen, weil höhere Risikoprämien zu bezahlen sind. Das führt dazu, dass die Wachstumsdynamik geringer wird und die Arbeitslosigkeit in den schwächeren Euro-Ländern stärker ansteigt.

Aber auch in den anderen Euro-Ländern werden die Folgen der Krise, allen voran die Verschlechterung der Arbeitsmarktsituation und die erhöhte Staatsverschuldung, nicht so schnell überwunden werden. Damit aber dürfte – aller Un-

⁵ Vgl. Federal Reserve System: Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet, 22. Juli 2009, http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_fedsbalancesheet.htm.

⁶ IMF: World Economic Outlook, April 2009, S. 203 (Tabelle A8).

abhängigkeit zum Trotz – der politische Druck auf die EZB zunehmen. Zwar ist es der EZB – wie früher auch der Deutschen Bundesbank – verboten, staatliche Budgetdefizite direkt zu finanzieren. Auf indirekte Weise kann sie natürlich trotzdem zu inflationären Tendenzen beitragen. Beispielsweise, indem sie die Leitzinsen zu spät anhebt. Angesichts der beträchtlichen Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern der Euro-Zone wird die EZB einen Kompromiss finden müssen, der mehr Inflation als wünschenswert, aber doch weniger als mancherorts gefürchtet in Kauf nehmen wird. Sie wird noch bei einer Politik des billigen Geldes und der tiefen Zinsen bleiben, selbst wenn die wirtschaftliche Entwicklung bereits wieder an Fahrt gewinnt und eigentlich eine Zinsanhebung vonnöten wäre. Höhere Inflationsraten für alle sind dann ein Teil der Kosten der wirtschaftlich stärkeren Euro-Länder mit dem ein auch für sie wesentlich teureres Auseinanderbrechen der Europäischen Währungsunion verhindert werden kann.

Frage nach optimaler Exit-Strategie

Angesichts der Inflationsrisiken stellt sich die Frage, wie die Gratwanderung zwischen Deflation und Inflation ohne Absturz überlebt werden kann. Die ideale Exit-Strategie – zumindest bezogen auf die Preisstabilität – wäre, wenn die Notenbanken in dem Maße wie die Konjunktur wieder anspringt die geldpolitischen Zügel anziehen.⁷ Ähnliches gilt für die Konsolidierung der Staatsfinanzen; auch hier müsste im Zuge einer wirtschaftlichen Besserung das strukturelle

Defizit vermindert werden, vornehmlich über die Ausgabenseite.

Für die Geld- wie für die Fiskalpolitik bedeutete ein solches Vorgehen allerdings einen deutlich restriktiveren Kurs als den derzeitigen. Die konjunkturelle Erholung würde demzufolge tendenziell gedämpft und die Unterauslastung der Produktionskapazitäten nur allmählich abgebaut. Die Inflationsrisiken wären in diesem Fall gering – allerdings zu Lasten des wirtschaftlichen Wachstums. Ein Produktionsniveau wie vor Ausbruch der Krise würde erst in mehreren Jahren wieder erreicht werden. Die Arbeitslosigkeit würde vorläufig weiter ansteigen und wohl lange Zeit auf einem hohen Niveau bleiben.

Das zu befürchtende hohe Niveau an Arbeitslosigkeit und der daraus entstehende politische Handlungsdruck hält vor dem Hintergrund der Erfahrungen aus der Vergangenheit, dass Geld- und Fiskalpolitik eher verzögert und damit häufig zu spät reagieren, die Inflationsrisiken hoch. Fairerweise muss man aber auch die Entscheidungsprobleme der wirtschaftspolitisch Handelnden bedenken. Viele wichtige Konjunkturdaten liegen erst mit zeitlicher Verzögerung vor und insbesondere konjunkturelle Wendepunkte sind erst nach geraumer Frist mit relativer Sicherheit zu determinieren. Es wäre für die Geld- und Fiskalpolitik riskant, schon bei den ersten positiven Konjunktursignalen auf „Exit“ umzuschalten. Ein zu frühzeitiges Umschwenken der Wirtschaftspolitik würde die Gefahr in sich bergen, erste Erholungstendenzen der Konjunktur im Keim abzuwürgen und die Wirtschaft in einen neuen Abschwung zu stürzen. Es ist daher schon jetzt absehbar, dass es über den richtigen Zeitpunkt für einen wirtschaftspolitischen Stra-

tegiewechsel zu heftigen Diskussionen zwischen den politischen Interessengruppen, aber auch zwischen Ökonomen kommen wird.

Geld- und Finanzpolitik in großer Verantwortung

Angesichts des sich anbahnenden Zielkonflikts zwischen Wachstum und Arbeitsmarkt auf der einen Seite und Geldwertstabilität auf der anderen sowie der zeitadäquaten Analyse- und Entscheidungsprobleme stehen Geld- und Finanzpolitik in großer Verantwortung. Unter diesen Bedingungen ist die Wahrscheinlichkeit, dass die geld- und finanzpolitische Konsolidierung der Wiederbelebung der Wirtschaft nur „mit zeitlichem Abstand“ folgen wird, recht groß. Solange die Kapazitäten noch unterausgelastet sind, bleiben die Preiserhöhungsspielräume gering. Die Unterauslastung der Kapazitäten verringert sich aber auch dadurch, dass bei schwacher Investitionstätigkeit, wie sie in solchen Phasen üblich ist, die vorhandenen Ausrüstungen mit der Zeit teilweise obsolet werden, das Produktionspotential also sinkt. Der Zeitpunkt, zu dem die Kapazitäten wieder Normalauslastung erreichen oder sogar überschreiten und die Inflationsrisiken virulent werden, könnte dann selbst bei gemäßigter Erholung der Konjunktur relativ bald akut werden. Dies gilt umso mehr, wenn externe Inflationsanstöße hinzu kommen. Das könnte etwa durch Rohstoffpreise, die bei einer Trendwende der Weltkonjunktur wieder in die Höhe schießen, geschehen. Die Gefahr, dass Preisanstöße von Seiten der Lohnkosten kommen und eine Lohn-Preis-Spirale auslösen könnten, dürfte aufgrund der auf absehbare Zeit relativ hohen Arbeitslosigkeit hingegen gering bleiben.

⁷ Vgl. Federal Reserve System: Monetary Policy as the Economy Recovers, in: Monetary Policy Report to the Congress, 21. Juli 2009.

Wie weit die Inflationsrisiken sich tatsächlich zu stärker steigenden Verbraucherpreisen entwickeln, wird also nicht zuletzt von der Geld- und Fiskalpolitik

abhängen. Das Szenario einer Politik, die mit billigem Geld und der Inkaufnahme von Inflation und Preisblasen die Probleme in die Zukunft verschiebt, kann sich

durchaus wiederholen. Aber auch eine sanfte Landung kann gelingen, wenn die geldpolitischen Weichen rechtzeitig gestellt werden.

Sebastian Dullien

Gefährliche Angst vor der Inflation

Während die tatsächlichen Preisdaten in Deutschland im Juli einen leichten Verfall der Verbraucherpreise anzeigten, warnen Ökonomen in der öffentlichen Debatte zuletzt immer häufiger vor vermeintlichen Inflationsgefahren. Finanzminister Peer Steinbrück blies dabei in das gleiche Horn wie der Präsident des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW), Klaus Zimmermann oder der Präsident des Hamburgischen WeltWirtschaftsinstituts (HWWI), Thomas Straubhaar, und der US-Ökonom Martin Feldstein. Am konkretesten wurde dabei HWWI-Präsident Straubhaar. Die große Ausdehnung von Geldmenge und Notenbankkrediten der vergangenen Monate werde zu einer „starken Inflation“ führen, wenn nichts getan werde. Aber „selbst wenn rechtzeitig gegengesteuert wird“, müsse man „nach dem Jahr 2010 Inflationsraten von über 5 Prozent“¹ erwarten. Laut Zimmermann, Steinbrück und Feldstein schaffen auch die enormen Staatsdefizite und der damit einhergehende Anstieg der Staatsverschuldung Inflationsdruck.

Ein alternativer, etwas subtilerer Argumentationsstrang läuft über mögliche Fehleinschätzungen des

¹ Alle Zitate aus dem Interview auf INVESTMENT.COM mit Thomas Straubhaar vom 20.7.2009: „Wirtschaftsexperte Straubhaar: ‚Inflationsraten ab 5 Prozent aufwärts‘“, zugegriffen auf der Webseite des HWWI am 29.7.2009.

Produktionspotenzials und mögliche langfristige Folgen der Finanz- und Wirtschaftskrise und wird derzeit von einigen Investmentbanken vertreten.² Nach dieser Argumentation hat die Finanz- und Wirtschaftskrise langfristig das Wachstumspotenzial in den OECD-Ländern beschädigt, ähnlich wie der Ölpreisschock der 1970er Jahre damals zu Angebotsverwerfungen und rückläufiger Produktivität führte. Angesichts eines solchen niedrigeren Produktionspotenzials bestehe die Gefahr, dass die großen Notenbanken bei dem Versuch, auf den früheren Wachstumspfad zurückzukehren, zu lange eine expansive Politik betreiben, was wie in den 1970er Jahren dann zu einem Inflationsschub führen werde.

Bei näherer Betrachtung sind allerdings all diese Argumente wenig stichhaltig. Für die nächsten Jahre scheint immer noch eine deflationäre Entwicklung das größere Risiko zu sein als eine kräftige Inflation.

Entwicklung der Geldmenge

Sehen wir uns zunächst das Geldmengenargument näher an: Tatsächlich haben seit den ersten Verspannungen am Geldmarkt Mitte 2007 und verstärkt nach der Pleite von Lehman Brothers

² Siehe etwa J. Fels, M. Pradhan, S. Andreopoulos: Global QE, Global Inflation, The Global Monetary Analyst vom 1.7.2009, Morgan Stanley.

im Sommer 2008 die großen Notenbanken Liquidität im Wert von vielen Hundert Milliarden Euro in den Geldmarkt gepumpt. Weltweit hat eine Reihe von Notenbanken Maßnahmen angeschoben, die unter das Stichwort „Quantitative Easing“ („Quantitative Lockerung“) fallen – die Ausdehnung der Geldbasis über den direkten Aufkauf von Wertpapieren mit längerer Laufzeit. Die EZB etwa hat angekündigt, im Volumen von 60 Mrd. Euro sogenannte „covered bonds“ aufzukaufen, wozu etwa Pfandbriefe gehören.³ Bis Ende Juli 2009 hatte sie dabei bereits Transaktionen von etwas mehr als 1 Mrd. Euro getätigt.⁴

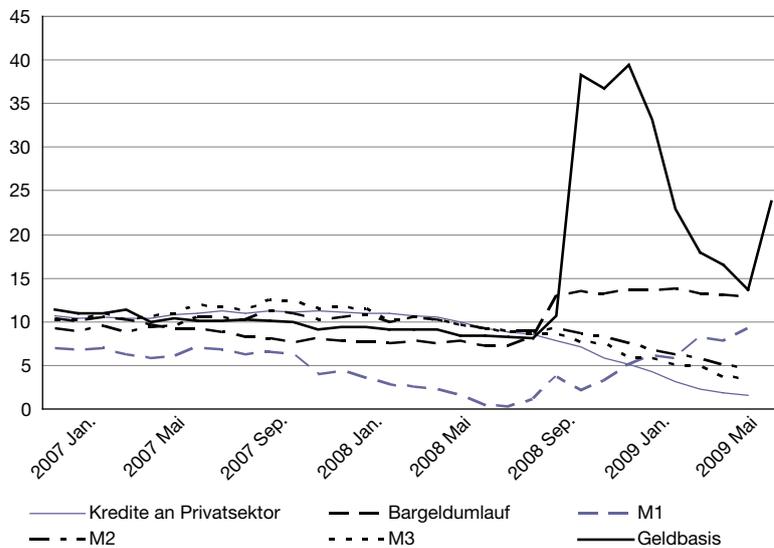
Nicht nur durch den Aufkauf von Bonds, sondern auch durch eine Ausweitung der Refinanzierungsgeschäfte ist die Geldbasis in der Euro-Zone – also umlaufendes Bargeld plus Einlagen der Geschäftsbanken bei der Europäischen Zentralbank (EZB) – zwischen Juli 2007 und Juli 2009 um beeindruckende 35% auf nun 1100 Mrd. Euro gestiegen. Ein nicht ganz so starker Anstieg war bei der Geldmenge M1 zu verbuchen, die neben der

³ Zu Details siehe: EZB: Purchase programme for covered bonds, Presseerklärung vom 4.6.2009. Diese Maßnahmen werden gemeinhin als „Quantitative Easing“ bezeichnet, auch wenn EZB-Präsident Jean-Claude Trichet sich bemüht, diese Verbindung zu vermeiden.

⁴ Vgl. T. Bayer, M. Schrörs: EZB dreht auf beim Anleihekauf, in: Financial Times Deutschland vom 21.7.2009, S. 19.

Wichtige Geldmengenaggregate im Euro-Raum

(Veränderungsraten zum Vorjahreszeitraum)



Quelle: EZB.

Bargeldhaltung auch noch Übernachteinlagen bei den Geschäftsbanken, anders als die Geldbasis aber nicht die Einlagen der Geschäftsbanken bei der Notenbank beinhaltet. Dieses Geldmengenaggregat stieg zuletzt mit einer Jahresrate von rund 9%, vor allem angetrieben durch ein Wachstum des Bargeldumlaufes von etwas mehr als 12%. Wesentlich langsamer wuchsen dagegen die breiteren Geldmengenaggregate M2 und M3, die auch noch Verbindlichkeiten des Bankensektors gegenüber Unternehmen und Haushalten mit längerer Laufzeit enthalten. M2 legte so im Juni 2009 mit 4,8% zu, M3 sogar nur noch mit 3,5%, so langsam wie noch nie seit Bestehen der europäischen Währungsunion (siehe Abbildung).

Diese Daten zeigen damit ein sehr klares Bild: Während die Zentralbank zwar ihre Kredite gegenüber den Geschäftsbanken (und über den Kauf von Bonds de facto gegenüber dem Privatsektor) ausgeweitet hat, haben die Ge-

schäftsbanken ihre Kreditexpansion gegenüber dem Privatsektor deutlich zurückgefahren. Die Kreditsumme der Banken gegenüber dem übrigen Privatsektor stieg zuletzt mit einer mageren Jahresrate von nur noch 1,5%. Die Notenbank hat also mit ihrer Politik versucht, das Verhalten der Geschäftsbanken zumindest zum Teil zu konterkarieren.

Wie entsteht Inflation?

Um zu verstehen, warum diese Politik kaum zu Inflation führen sollte, ist es notwendig, sich noch einmal die üblichen Kanäle vor Augen zu führen, wie Inflation entsteht: Im Grunde gibt es drei Wege, über die ein Geldmengenwachstum auf die Preise für Güter und Dienstleistungen durchschlagen kann.

- Erstens kann eine Geldmengenexpansion zu einer steigenden Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen führen. Bei gegebenem Angebot kommt es zu sich beschleunigender Inflation, wenn die gesamtwirtschaftliche

Nachfrage das Angebot übersteigt.

- Zweitens kann eine Geldmengenexpansion zu einer Verunsicherung der Anleger führen, sodass diese aus monetären Anlageformen wie Bargeld, Sichteinlagen und Bonds in Sachwerte wie Grundstücke oder Edelmetalle flüchten, was die Preise für diese Güter in die Höhe treibt und über Mieten oder Vorleistungskosten das allgemeine Preisniveau antreibt.
- Und drittens könnte eine Geldmengenexpansion zu einem Anstieg der Inflationserwartungen bei den Tarifparteien führen, die sich in höheren Nominallöhnen niederschlägt und damit über höheren Kostendruck die Inflation selber in die Höhe treibt.

Derzeit sind alle drei dieser Kanäle irrelevant. Zunächst ist ein starker Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage durch die Expansion der Geldbasis zurzeit nur schwer vorstellbar. Die Geschäftsbanken versuchen derzeit alles, um nach den Abschreibungen auf problembelastete Wertpapiere der vergangenen zwei Jahre ihre Eigenkapitalbasis zu reparieren. Da es derzeit für die Banken sehr schwierig ist, neues Eigenkapital etwa durch die Ausgabe neuer Aktien zu bekommen, läuft die Korrektur der Eigenkapitalquote in erster Linie über ein „De-Leveraging“: Die Banken versuchen, ihre Bilanzsumme zu verkürzen und Fremdkapital zurückzufahren. Dies wiederum erfolgt über das Zurückfahren der Kreditvergabe sowohl an andere Banken als auch an Unternehmen und Privathaushalte. Eine reduzierte Kreditvergabe aber bedeutet weniger Investitionsnachfrage der Unternehmen, was über die gesamtwirtschaftlichen Multiplikatoren zu weniger

Beschäftigung und weniger Konsumnachfrage führt. Trotz der Ausweitung der Geldbasis ist deshalb derzeit eine Schwäche der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zu beobachten, keine Überschussnachfrage.

Aus dem gleichen Grund ist auch in der Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Kreditsumme durch steigende Staatsschulden keine unmittelbare Inflationsgefahr abzuleiten. Der Staat hat durch seine großen Defizite lediglich Kredite und Nachfrage – zumindest zum Teil – ersetzt, die unter normalen Umständen vom Privatsektor an den Privatsektor vergeben bzw. getätigt worden wären.

Auch der zweite Kanal, die Flucht der Anleger in Sachwerte, scheint derzeit nicht besonders relevant. Zwar gab es zu Beginn der Finanzkrise – wie sich im Bank Run auf den britischen Hypothekenfinanzierer Northern Rock zeigte – Tendenzen der Anleger, ihr Geld aus dem Bankensystem abzuziehen, eine Flucht auch aus dem Bargeld in Sachwerte war allerdings nicht zu beobachten. Angesichts hoher Transaktionskosten beim Kauf und Verkauf von Grundstücken oder Kunstgegenständen ist bei den derzeitigen sehr niedrigen Inflationsraten und bei den staatlichen impliziten und expliziten Garantien für Bankeinlagen kaum eine Flucht in Sachwerte zu erwarten.

Ebenso wenig relevant scheint derzeit die Gefahr, dass die Tarifparteien mit kräftigen Nominallohnabschlüssen die Lohnstückkosten soweit in die Höhe drücken, dass es dadurch zu Inflationsgefahren kommt. Zwar sind rechnerisch die Lohnstückkosten in Deutschland zuletzt stark gestiegen. Dieser Anstieg kommt allerdings in erster Linie dadurch zustande, dass die Produktion stark eingebrochen ist,

die Unternehmen aber ihr Personal noch nicht abgebaut haben. In den nächsten Monaten ist mit einer Korrektur dieses Anstiegs zu rechnen, sobald die Kurzarbeit ausläuft und die Beschäftigung in Deutschland kräftiger sinkt. Zudem gibt es derzeit keinerlei Anzeichen, dass die Gewerkschaften in der aktuellen Lage kräftige Lohnerhöhungen fordern könnten – im Gegenteil: Die Arbeitgeber in Deutschland haben bereits Lohnsenkungen gefordert⁵ und die Gewerkschaften dürften in den kommenden Monaten damit beschäftigt sein, diese Forderungen abzuwehren. Angesichts steigender Arbeitslosigkeit ist die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer einfach zu gering, um hohe Lohnabschlüsse durchzusetzen.

Wie kann die zusätzliche Liquidität abgeschöpft werden?

Was aber ist mit der Gefahr, dass die Zentralbank nicht schnell genug die Liquiditätsversorgung wieder zurückfahren kann, wenn die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anspringt? Auch dieses Risiko scheint derzeit eher gering. Zwar haben die großen Notenbanken – und auch die EZB – den Anteil längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte nach oben gefahren. Allerdings haben bei der EZB auch die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte lediglich eine Laufzeit von einem Jahr. Um die zusätzliche Liquidität wieder aus dem Markt zu nehmen, braucht die EZB deshalb nur die Refinanzierungsgeschäfte auslaufen zu lassen. Die Geschäftsbanken müssen dann die Liquidität zurückgeben und bekommen ihre als Sicherheiten hinterlegten Wertpapiere zurück. Sollte die Notenbank es für notwendig erachten, vor Ablauf der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte die Liquiditätsversorgung

zurückzufahren, könnte sie zudem einfach das Volumen der üblichen wöchentlichen Refinanzierungsgeschäfte zurückfahren. Auch ein Verkauf der im Rahmen des „Quantitative Easing“ angekauften Papiere ist jederzeit möglich, womit die Liquidität aus dem Bankensektor wieder abgeschöpft würde.

Zudem ist derzeit das Problem des Bankensektors, dass dieser weniger durch einen Mangel an Liquidität als durch einen Mangel an Eigenkapital an einer kräftigeren Kreditvergabe gehindert wird. Die Eigenkapitalsituation der Banken allerdings dürfte sich in den kommenden Monaten und Jahren nur allmählich bessern, wenn die Banken künftige Gewinne nach und nach thesaurieren. Ein plötzliches Emporschnellen der Kreditvergabe an den Unternehmens- und Haushaltssektor, das dann zu sprunghaft mehr Nachfrage führen könnte, scheint deshalb wenig plausibel.

Im Prinzip plausibler wäre das von einigen Bankanalysten vorgebrachte Argument, dass die Notenbanken möglicherweise nicht schnell genug den Ausstieg aus ihrer expansiven Politik einleiten, weil sie von überhöhten Schätzungen des vorhandenen Produktionspotenzials ausgehen und so versehentlich eine Expansion der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage über das gesamtwirtschaftliche Angebot hinaus auslösen. Es ist durchaus nachvollziehbar, dass die aktuelle Krise das Produktionspotenzial der betroffenen Volkswirtschaften verringert hat, wie es die Forschungsinstitute in der Gemeinschaftsdiagnose im Frühjahr 2009 aufgezeigt haben.⁶ So sind nicht nur wegen der stockenden

⁵ A. Dehmel, B. Marschall: Hundt provoziert Gewerkschaften, in: Financial Times Deutschland vom 29.7.2009, S. 9.

⁶ Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose: Im Sog der Weltrezession – Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2009.

Kreditvergabe während der Finanzkrise, sondern auch wegen der unterausgelasteten Kapazitäten Investitionen unterlassen worden, so dass der verfügbare Kapitalstock heute kleiner ist als er es ohne die Krise gewesen wäre. Viele jener Menschen, die jetzt im Abschwung arbeitslos werden, verlieren bei längerer Arbeitslosigkeit einen Teil ihrer Fähigkeiten, weil ihr Wissen ohne Anwendung veraltet.

Dieses Argument verkennt aber, dass derzeit vieles darauf hindeutet, dass auch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage über die kommenden Jahre schwach bleiben könnte. Dies gilt für alle wichtigen Nachfragekomponenten: Wenn sich die Banken tatsächlich mittel- und langfristig mit der Kreditvergabe zurückhalten, bleibt die Investitionsnachfrage schwach. Nach dem kräftigen Anstieg der Staatsverschuldung und den nun deutlich höheren Defiziten werden die großen Industriestaaten in den kommenden Jahren einen harten Konsolidierungskurs fahren müssen. Durch diese Faktoren dürfte auch die Arbeitslosigkeit bestenfalls langsam sinken, was auch den Spielraum für Konsumwachstum beschränkt. Dem möglicherweise gefallenem Produktionspotenzial steht deshalb auch eine über längere Zeit niedrigere Nachfrage gegenüber.

Zudem haben die Notenbanken nicht nur aus 1929, sondern auch aus 1973 gelernt. Gerade aus Angst vor einem Aufblähen der Inflation bereitet eine ganze Reihe von Notenbanken derzeit bereits den Ausstieg aus der extrem lockeren Geldpolitik vor.⁷ Zudem sind die heute üblicherweise angewandten Methoden zur Berechnung des Wachstumspotenzials

so angelegt, dass sie in einer Phase nach einem Nachfrageeinbruch – wie wir ihn in den vergangenen Monaten erlebt haben –, das Produktionspotenzial eher unter- als überschätzen. Tatsächlich wird – zumindest mit den statistischen Verfahren zur Potenzialschätzung – nämlich mitnichten das Potenzial direkt geschätzt, sondern vielmehr einzig ein Trend des Wirtschaftswachstums berechnet, der dann als Potenzialwachstum interpretiert wird. Eine implizit zugrunde liegende Annahme dieses Ansatzes ist, dass sich jede Produktionslücke relativ zügig schließt. Dies ist derzeit aber gerade nicht der Fall. Selbst optimistische Schätzungen gehen davon aus, dass es mehrere Jahre dauert, bis die deutsche Wirtschaft wieder das Produktionsniveau von Anfang 2008 erreicht hat. Durch diese Annahme kommt es in einer Situation wie der aktuellen zu einer schnellen Abwärtsrevision der Potenzialschätzungen. Der weit verbreitete Hodrick-Prescott-Filter räumt den jüngsten Datenpunkten ein sehr hohes Gewicht ein. Wie die Institute in der Gemeinschaftsdiagnose vorrechnen, fällt so die Schätzung für das mittelfristige Trendwachstum der wichtigsten Industrieländer bereits um rund einen ganzen Prozentpunkt (oder um mehr als ein Drittel) geringer aus, wenn man nur den starken Produktionseinbruch von 2009 mit in die Schätzung einbezieht. Da auch (wenn auch nicht ausschließlich) die Notenbanken die mit den statistischen Methoden berechneten Potenzialschätzungen in ihre Zinsentscheidung mit einbeziehen und zudem gerade in einer außergewöhnlichen Situation wie der derzeitigen die Inflationsentwicklung sehr genau beobachten werden, ist es eher unwahrscheinlich, dass es über einen längeren Zeitraum unbeab-

sichtigt zu einer überexpansiven Geldpolitik kommt.

Fazit

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Gefahr einer deflationären Entwicklung derzeit immer noch größer ist als die eines kräftigen Inflationsschubs. Zwar gibt es seit einigen Wochen eine Reihe von Erholungssignalen in den konjunkturellen Frühindikatoren. Allerdings existieren gleichzeitig enorme ungenutzte Kapazitäten in den Unternehmen, so dass auch bei einem Anziehen der Nachfrage zunächst ein Abwärtsdruck auf die Preise weiter bestehen wird. Wegen der steigenden Arbeitslosigkeit gilt Ähnliches für die Löhne und damit für die Lohnstückkosten. Da insbesondere in Deutschland die Unternehmen bislang die Nachfrageschwäche noch mit dem Kurzarbeitergeld überbrückt haben und in anderen europäischen Ländern Entlassungen oftmals nicht unmittelbar möglich sind, stehen die großen Entlassungswellen noch bevor. Ebenfalls noch nicht voll auf die Wirtschaft durchgeschlagen haben die Folgen einer möglichen Kreditbeschränkung aufgrund verschlechterter Bilanzsituationen bei den Unternehmen. All das belastet eine mögliche Expansion. Wie die Erfahrung Japans nach dem Platzen der dortigen Immobilienblase in den 1990er Jahren zeigt, ist die Konjunktur in einer solchen Situation äußerst fragil und damit die Gefahr einer verfrühten Straffung von Geld- und Finanzpolitik und einem Rückfall in die Rezession groß. Die These der drohenden Inflation ist von daher nicht nur analytisch fragwürdig, sondern sogar volkswirtschaftlich gefährlich, weil sie die Notenbanken dazu bewegen könnte, verfrüht die Zinsen wieder anzuziehen.

⁷ Vgl. C. Mai: Zeit, dass sich was dreht, in: Financial Times Deutschland vom 31.7.2009, S. 21.

Ronald Schettkat

Wer zu früh bremst, ...

Inflation or Deflation, tell me if you can“, lautet der Refrain eines gleichnamigen Songs des unter amerikanischen Wirtschaftswissenschaftlern zum Star avancierten „Country-Sängers“ Merle Hazard,¹ und er fährt fort: „Will we become Zimbabwe or will we be Japan?“ Kann die expansive Geldpolitik der Notenbanken mit einem Zins nahe Null und unkonventionellen Aufkäufen von Wertpapieren die Gefahr der Deflation, der Stagnation bei fallendem Preisniveau wie im Japan der 1990er Jahre, verhindern oder führt sie geradewegs in die Hyperinflation – Zimbabwe? In Deutschland ist – einige meinen kulturell bedingt, andere verweisen auf die Erfahrung der Hyperinflation in der Weimarer Republik – die Inflationsphobie traditionell stark ausgeprägt: „Lieber 8% Arbeitslosigkeit, statt 3% Inflation“, spotten einige Kollegen. An die Adresse von Fed-Chairman Ben Bernanke – einem akademisch erstklassig ausgewiesenem Geldpolitikexperten – ging von der deutschen Bundeskanzlerin Merkel die Ermahnung, auf einen Kurs restriktiver Geldpolitik einzuschwenken, und sie forderte die EZB auf, sich doch bitte nicht dem internationalen Druck zu lockerer Geldpolitik zu beugen. War es „nur“ ein unglücklich formulierter Redetext der Bundeskanzlerin, der in der Vielzahl zu absolvierender Reden nicht rechtzeitig abgefangen wurde, oder war es die bewusste Anmahnung einer die Preisstabilität über alles huldigenden Geldpolitik?

In die Forderung zu restriktiver Geldpolitik seitens der Bundes-

¹ <http://www.youtube>.

kanzlerin passt allerdings ein weiteres Ereignis, das die Negierung makroökonomischer Zusammenhänge in Deutschland² zeigt: Mitten in der tiefsten Rezession der Nachkriegszeit verkündete der Fraktionschef der SPD zusammen mit dem CDU-Ministerpräsidenten von Baden-Württemberg stolz, dass es der Föderalismuskommission gelungen sei, sich auf eine Neuverschuldungsgrenze der öffentlichen Haushalte von Null zu einigen. In den USA wurden ähnliche Vorstöße der Republikaner nach massiver öffentlicher Intervention zahlreicher Nobelpreisträger der Wirtschaftswissenschaften – unter ihnen: Kenneth Arrow, Robert Solow, Joseph Stiglitz – abgewehrt. Unter Deutschlands Ökonomen war keine hörbare Gegenreaktion zu vernehmen, die Nullverschuldungsgrenze passierte Bundestag und Bundesrat und erlangte Gesetzeskraft. Man kann deshalb wohl vermuten, dass die Aufforderung der Bundeskanzlerin zu restriktiverer Politik kein Patzer war, sondern sehr wohl eher Ausdruck der deutschen Inflationsphobie ist. Aber wieso wird die weltweite Deflationsgefahr so unterschätzt, wieso werden Preisstabilität und Neuverschuldungsgrenze der öffentlichen Haushalte Priorität über Wachstum und Beschäftigung eingeräumt? Droht uns gegenwärtig tatsächlich eine Inflationswelle oder sollten besser alle verfügbaren Instrumente genutzt werden, um die wirtschaftliche Entwicklung

² R. M. Solow: Die Beschränktheit der makroökonomischen Diskussion überwinden, in: R. Schettkat, J. Langkau (Hrsg.): Aufschwung für Deutschland. Plädoyer international renommierter Ökonomen für eine bessere Wirtschaftspolitik, Bonn 2007, S. 35-48.

zu stabilisieren, um zu Wirtschaftswachstum zurückzukehren?

Die Vorsitzende des Council of Economic Advisers der Obama-Administration, Christina Romer, – wie Fed-Chairman Bernanke eine ausgewiesene Kennerin der Großen Depression – warnt eindringlich vor zu frühem Bremsen durch restriktivere Geld- und Fiskalpolitik in der hoffentlich bald eintretenden Erholungsphase. Denn auch die Erholungsphase nach der großen Depression wurde durch frühzeitige Konsolidierung der öffentlichen Haushalte seitens der Roosevelt-Administration gebremst.³ Riskieren wir riesige Wohlfahrtsverluste und hohe Arbeitslosigkeit, wenn wir aus übertriebener Furcht vor Inflation die ökonomische Aktivität zu früh bremsen oder pendelt sich die Ökonomie sowieso bei einem „natürlichen“ Aktivitätsniveau ein, auch ohne aktive Wirtschaftspolitik?

Im Folgenden wird kurz auf mögliche Ursachen von Inflation und Deflation eingegangen, und die jeweiligen Gefahren inflationärer und deflationärer Entwicklungen werden bewertet. Mit Hilfe eines USA-Deutschland-Vergleichs wird gezeigt, welche hohen Preis Deutschland bezahlen musste, weil Aufschwungphasen aus Furcht vor möglicher Inflation frühzeitig gebremst wurden.

Ursachen von Inflation

Inflation, also ein anhaltender Druck auf das Preisniveau, sei stets ein monetäres Phänomen hatte der

³ C. Romer: Lessons from the Great Depression for Economic Recovery in 2009, paper presented at the Brookings Institutions, Washington, D.C., 9. März 2009, Council of Economic Advisers.

intellektuelle Führer der Monetaristen, Milton Friedman, anknüpfend an die Quantitätstheorie verkündet. Eine Expansion der Geldmenge, die über die Wachstumsrate des Potenzials hinausgeht, führt danach zu proportionalen Preissteigerungen, zeigt aber allenfalls kurzfristig realwirtschaftliche Effekte. Langfristig ist Geldpolitik neutral. Bekanntlich setzt diese Aussage voraus, dass die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (relativ) konstant ist, das Produktionsvolumen exogen gegeben ist und die Geldmenge von der Zentralbank gesteuert werden kann.

Aber welches Geldmengenkonzept ist relevant? Bradford DeLong zeigt anhand der Entwicklungen unterschiedlich definierter Geldmengen, dass durch die Geldmengenargumentation die Politik des zunächst vergötterten, heute häufig zum Alleinschuldigen erklärten ehemaligen Fed-Chairman Alan Greenspan entweder als expansiv oder als restriktiv dargestellt werden kann.⁴ Da es, so DeLong, keine theoretischen Gründe für die Bevorzugung des einen oder anderen Geldmengenkonzepts gebe, sei der Realzins die relevante Größe, die für die Beurteilung der Geldpolitik herangezogen werden muss. Heute haben es mit Ausnahme der EZB praktisch alle Notenbanken aufgegeben, Geldmengenziele zu definieren (die auch von der monetaristisch orientierten Bundesbank immer verfehlt wurden, was rhetorisch mit mittel- bis langfristiger Orientierung zu kitten versucht wurde) und setzen auf eine Steuerung des Nominalzinses, was auch zu einer Abkehr vom traditionellen IS-LM-Schema geführt hat.⁵ Dennoch hat die Quantitätstheorie noch immer

⁴ B. DeLong: *Vulgar Monetarism*, 2002 (<http://www.j-bradford-delong.net>).

⁵ H. P. Spahn: *Geldpolitik. Finanzmärkte, neue Makroökonomie und zinspolitische Strategien*, München 2006.

zahlreiche Anhänger, was die oben angesprochenen Äußerungen der Bundeskanzlerin zeigen.

Wenn die Geldmengenausweitung nicht direkt in die Inflation führt, aus welchen Gründen kann es denn dann zu Inflation kommen? Verteilungskämpfe zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern können zu einer Preis-Lohn-Preis-Spirale führen, aber bei hoher und zu erwartender noch steigender Arbeitslosigkeit sowie langandauernder Umverteilung zugunsten der Kapitaleigner, dürfte diese Inflationsursache absehbar nicht relevant sein. Keynes hat die „General Theory“ vor dem Hintergrund der Großen Depression geschrieben, in der Kapazitätsengpässe irrelevant waren, weshalb er die Preiseffekte expansiver Wirtschaftspolitik vernachlässigen konnte. Keynes war kein Inflationist, sondern erkannte sehr wohl, dass bei überausgelasteten Kapazitäten Preisreaktionen statt quantitativer Reaktionen dominieren können.⁶ Bei gravierender Unterauslastung der Kapazitäten aber ist keine oder nur eine sehr geringe Preisreaktion zu erwarten, weshalb in dieser Situation die Mengen-Effekte dominieren.⁷

Ursachen von Deflation

Ein starker Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und damit unterausgelastete Kapazitäten sind nahezu immer für ein sinkendes Preisniveau verantwortlich.⁸ Sie führen zu verschärftem Preiswettbewerb zwischen den Unternehmen um Anteile in einem schrumpfenden Markt. Mikroökonomisch rational versuchen die Unternehmen, durch Preissen-

⁶ J. M. Keynes: *How to Pay for the War? A Radical Plan for the Chancellor of the Exchequer*, London 1940.

⁷ R. M. Solow, a.a.O.

⁸ B. Bernanke: *Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here*, Federal Reserve 2002 (<http://www.federalreserve.gov>).

kungen mehr Nachfrage auf sich zu ziehen, was gelingt wenn ein einzelnes Unternehmen diese Strategie anwendet, was aber scheitern muss, wenn alle Unternehmen sich so verhalten. Kommt es in Folge des Preiswettbewerbs zu Lohnsenkungen, so kann sich eine deflationäre Spirale herausbilden, die zum Rückgang der Konsumnachfrage, weiteren Preissenkungen usw. führt (Kostensenkungsdeflation). Deflation geht auch mit erhöhter Unsicherheit seitens der Konsumenten und Produzenten einher, die nun versuchen ihre Verbindlichkeiten abzubauen (Fishers Schuldendeflation) oder Ersparnisse zu bilden (Keynessches Sparparadox). Gleichzeitig nehmen die Kreditrisiken zu, was die Banken zur vorsichtigeren Kreditvergabe und eventuell sogar zum Abbau von Krediten und Kreditlinien veranlasst (Kreditdeflation).⁹

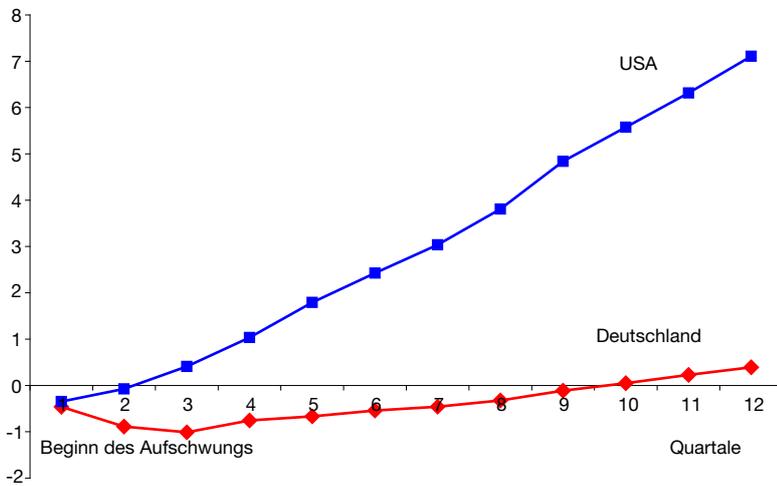
Deflationsprozesse beruhen auf Koordinierungsproblemen und einer sich selbst verstärkenden Verunsicherung der wirtschaftlichen Akteure,¹⁰ die eventuell irgendwann ihr Ende finden mag, die aber zwischenzeitlich sehr hohe Kosten verursacht und sehr lange andauern kann. Das Vertrauen auf eine automatische Stabilisierung durch Marktkräfte ist unzureichend, ja fehlleitend, denn es sind ja gegenwärtig nicht zuletzt die Vermögenswerte, durch die die gegenwärtigen Deflationstendenzen – verstärkt durch individuelle Reaktionen – hervorgerufen werden. Zur Überwindung einer Deflationsspirale bedarf es der Koordination individueller ökonomischer Aktivitäten, die nur durch den Staat und die Notenbanken zu leisten ist.

⁹ Siehe ausführlicher P. de Grauwe: *Keynes' savings paradox, Fisher's debt deflation and the banking crisis*, Eurointelligence 2009 (<http://www.Eurointelligence.com>).

¹⁰ G. Akerlof, R. Shiller: *Animal Spirits*, Princeton 2009.

**Kumulierte beschäftigungswirksame Wachstumsraten
in drei Aufschwungsphasen**

(Realisiertes abzüglich potentiell Wachstum in Prozentpunkten)



In der gegenwärtigen Situation des Misstrauens zwischen den Banken, dem immer noch nicht gelösten Problem der toxischen Papiere, kaum veränderter Regulierung und einem Nominalzins nahe Null, ist die Geldpolitik zwar noch nicht am Ende ihres Instrumentariums angelangt, aber Geldpolitik allein wird kaum einen optimistischen Spirit verbreiten können. Dazu bedarf es der Stimulanz durch die Fiskalpolitik, denn der Staat ist die einzige Institution, die das Koordinationsproblem lösen und eine Wende herbeiführen kann, da er als Schuldner hohe Bonität und großes Vertrauen genießt.

Nicht zu früh bremsen

Schwierig genug, aber wenn es so gelingt einen Aufschwung herbeizuführen – bislang scheint lediglich der freie Fall gebremst –, dann darf Geldpolitik nicht voreilig bremsen, denn es braucht kräftige Wachstumsraten, um einen BIP-Rückgang von 7% oder mehr im Laufe des Jahres 2009 auch nur auszugleichen. Hier genau liegt die Gefahr übertriebener Preisstabilitätsorientierung, denn natürlich

erfordert ein kräftiger Aufschwung, der auch Beschäftigung deutlich aufbaut, Wachstumsraten des realen BIP, die deutlich über denen des Potenzialwachstums liegen und eventuell mit Preissteigerungen einhergehen. Der Bundesbank hat es in allen Aufschwungsphasen von 1970 bis 1998 – dem Übergang der geldpolitischen Verantwortung an die EZB – an Mut gefehlt und sie hat aus Furcht vor möglicher Inflation die Aufschwungsphasen frühzeitig abgebremst,¹¹ weshalb es in Deutschland kaum zu einer Erhöhung der Beschäftigung nach Überwindung der Rezessionen von 1974/75, 1981/82 und 1992/93 kam und die Arbeitslosigkeit auf stets höherem Niveau verharrte.

Die Abbildung zeigt die beschäftigungswirksamen Wachstumsraten des BIP – Wachstumsraten des BIP minus Potenzialwachstum – in den USA und in Deutschland im

¹¹ R. Schettkat, R. Sun: Monetary Policy and European Unemployment, in: Oxford Review of Economic Policy, 2009, S. 53-77. R. Schettkat, R. Sun: Nicht zu früh bremsen! Der Einfluss der Geldpolitik auf die langfristige Wirtschaftsentwicklung in Deutschland und den USA, Schumpeter School Discussion Paper, Wuppertal 2009.

Durchschnitt dreier Aufschwungsphasen. Der Beginn einer Aufschwungsphase ist durch positive BIP-Wachstumsraten nach dem Tief der Rezession (zwei aufeinander folgende negative Quartalwachstumsraten des BIP) definiert. Der Verlauf zeigt die Ursachen des phantastischen Beschäftigungswachstums in den USA: Die Wachstumsraten des BIP haben die des Potenzialwachstums deutlich übertroffen, weshalb die US-Arbeitslosenquote jeweils auf Vorrezessionsniveau zurückfiel und sogar ein zunehmender Teil der amerikanischen Bevölkerung in den Arbeitsmarkt integriert werden konnte. Die Fed ließ die amerikanische Wirtschaft deutlich stärker als das Potenzial wachsen. Ganz anders in Deutschland: Hier verlangsamte die Geldpolitik der Bundesbank die wirtschaftliche Expansion in den Aufschwungsphasen. Die Wachstumsraten des BIP überschritten deshalb kaum die Beschäftigungsschwelle und die Arbeitslosenquoten stagnierten auf hohem Rezessionsniveau.¹² In der Folge war Deutschland durch hohe persistente Arbeitslosigkeit gekennzeichnet, und die USA wurden weltweit für ihren Beschäftigungsboom bewundert.

Schlussfolgerungen

Deutschlands wirtschaftliche Erholung bis 2007 beruhte auf Exporterfolgen, die durch die langjährige relative Deflationspolitik basierend auf starker Lohnzurückhaltung begründet war. Bei einem weltweiten Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität wird sich die Bundesrepublik aber nicht auf das Anziehen der Exporte bei binnenwirtschaftlicher Passivität verlassen können, weshalb aktive wirtschaftspolitische Maßnahmen der Fiskalpolitik notwendig sind. Geldpolitik allein kann in der gegenwärtigen Situation, in

¹² Ebenda.

der die Erwartungen der Unternehmen auf Stagnation statt Expansion gerichtet sind, kaum erfolgreich sein, zumal die EZB im Vergleich zu anderen Zentralbanken ja noch immer überaus vorsichtig agiert. Geldpolitik muss aber die Expansionsphase unterstützen und darf nicht frühzeitig den erhofften Aufschwung abbremsen. Zieht eine Inflationsgefahr am Horizont auf? Solange die Kapazitäten derart

unterausgelastet sind wie gegenwärtig, ist kaum von Preissteigerungstendenzen auszugehen, vielmehr droht weltweit noch stets eine Deflationsspirale mit extrem hohen Kosten durch Produktionsausfall, Wohlfahrtsverlusten und hoher Arbeitslosigkeit. Es sind alle Mittel zu mobilisieren, um einen Aufschwung herbeizuführen, der dann, wenn er hoffentlich an Fahrt gewinnt, nicht geldpolitisch aus-

gebremst werden darf. Wenn die Kapazitäten voll ausgelastet sind, wenn Vollbeschäftigung erreicht ist, dann kann die öffentliche Nachfrage zurückgenommen und auch geldpolitisch gegengesteuert werden, um eine Überhitzung zu verhindern. Wer aber zu früh bremst, wird einen hohen Preis in Form von Wohlstandsverlusten und hoher, persistenter Arbeitslosigkeit zahlen müssen.

Gerhard Illing

Zentralbanken im Griff der Finanzmärkte

Seit dem Ausbruch der internationalen Finanzkrise im August 2007, verstärkt nach dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 leiteten Zentralbanken weltweit sehr unkonventionelle Maßnahmen ein: Sie senkten ihren Leitzins massiv – viele praktisch bis auf die Untergrenze von Null; sie weiteten zudem ihre Bilanzen dramatisch aus. In der Öffentlichkeit werden diese Maßnahmen mit großer Besorgnis verfolgt. So kritisierte etwa Bundeskanzlerin Angela Merkel in einer Rede am 2. Juni 2009 die amerikanische und britische Zentralbank in ungewöhnlicher Form direkt: „Die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank muss erhalten bleiben, und die Dinge, die andere Notenbanken jetzt machen, müssen wieder zurückgefahren werden. Ich sehe mit großer Skepsis, welche Vollmachten zum Beispiel die Fed hat und wie sich im europäischen Bereich auch die Bank of England ihre kleinen Linien erarbeitet hat.“¹

¹ A. Merkel: Erfolg mit Verantwortung – made in Germany: Die Soziale Marktwirtschaft, Rede am 2. Juni 2009, Berlin.

Ben Bernanke, der Chef der US-amerikanischen Zentralbank, verwies als Reaktion auf diese Kritik bei einer Anhörung vor dem Kongress dagegen darauf, dass „die Volkswirtschaften in den USA und der ganzen Welt, einschließlich Deutschland, vor einer außergewöhnlichen Kombination einer Finanzkrise ... und einem ernststen Abschwung gestanden haben.“ In so einem Fall sei „starkes Handeln sowohl auf finanzpolitischer als auch auf monetärer Seite gerechtfertigt, um zu versuchen, einen noch schlimmeren Abschwung zu verhindern.“²

Die konträren Positionen von Angela Merkel und Ben Bernanke repräsentieren die große Spannweite der Herausforderungen und das Ausmaß der Unsicherheit, denen Entscheidungsträger momentan gegenüber stehen. Sie befinden sich mit ihren unkonventionellen Politikmaßnahmen auf einem schmalen, unerprobten Grat. Wie kann es gelingen, einen Absturz sowohl in eine deflationäre Spirale als auch in eine Hyperinflation zu

² Die Welt vom 5.6.2009.

verhindern? Voraussetzung für den Erfolg unkonventioneller Maßnahmen ist eine verlässliche Strategie des Übergangs, um weder zu früh noch zu spät zu normaler Geldpolitik zurückzukehren.

Die entscheidende Frage ist, ob wirksame Anreize bestehen, die notwendigen Maßnahmen auch tatsächlich auszuführen. Politische Unabhängigkeit der Zentralbanken allein ist dafür keine hinreichende Bedingung. Die größte Gefahr besteht derzeit vielmehr darin, dass die Handlungen der Zentralbanken von den Interessen der Finanzmärkte bestimmt werden. Zentralbanken laufen Gefahr, mit ihrer Politik den Weg zur nächsten Spekulationsblase zu ebnen, wenn sie nicht von einer stärkeren Regulierung der Finanzindustrie begleitet wird.

Die Rolle der Geldpolitik beim Entstehen der Immobilienblase

Bereits im Jahr 2004 wurde die amerikanische Zentralbank unter Alan Greenspan von Skeptikern dafür kritisiert, dass sie nach dem Platzen der Internet-Blase

zur Jahrtausendwende allzu lange den Leitzins zu niedrig hielt. Ein wesentliches Motiv für die Zurückhaltung von Greenspan war schon damals die Sorge um die Fragilität des Finanzsystems. Die lange Periode niedriger Zinsen verschärfte jedoch gerade das Problem hoher Fragilität: Die explizite Zusicherung einer „lang anhaltenden Periode außergewöhnlich niedriger Zinsen“ schuf im Schattenbankensektor starke Anreize, die Hebelwirkung hoher Fremdfinanzierung bewusst zu riskanten „Carry Trades“ zu nutzen. Den Vorwurf, die Geldpolitik der Fed sei in dieser Zeit zu lange zu locker, hat der Autor in einem Aufsatz bereits Anfang 2004 so formuliert:

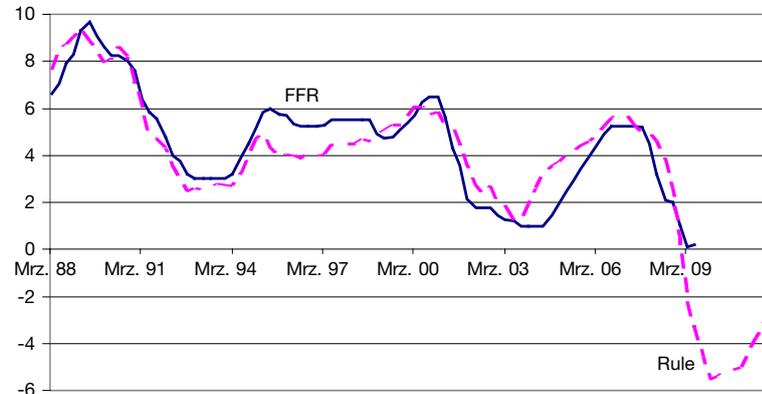
„Die niedrigen Zinsen ermuntern zu exzessiver Verschuldung und bergen so die Gefahr, dass sich strukturelle Ungleichgewichte aufbauen, die in Zukunft eine umso höhere Krisenanfälligkeit der amerikanischen Wirtschaft zur Folge haben. ... Es ist nicht auszuschließen, dass die Fed statt vor einer Liquiditätsfalle nunmehr also vor der umgekehrten Zinsfalle steht – der Gefahr, dass angesichts der Verschuldungsdynamik ein Anstieg der Zinsen gravierende negative Konsumeffekte auslösen könnte und dass somit der Handlungsspielraum für Geldpolitik künftig stark eingeschränkt ist.“³

Die hohe Fragilität des amerikanischen Finanzsystems ist eine direkte Konsequenz laxer Regulierung des Schattenbankensektors, getrieben von einem naiven Glauben an die Zauberkraft unregulierter Finanzmärkte.

So lobte Alan Greenspan etwa im April 2005 die Verbriefung von Subprime-Krediten als innovatives Finanzierungsmodell: „With

³ G. Illing: Geldpolitik in den USA – die Fed in der Zinsfalle?, in: Ifo Schnelldienst, Nr. 6, 2004.

Abbildung 1
Effective Federal Funds Rate (FFR) und
Taylor Rule implied Federal Funds Rate (Rule)
(März 1988 bis März 2012 in %)



Quelle: G. Rudebusch: The Fed's Monetary Policy Response to the Current Crisis, in: FRBSF Economic Letter, Nr. 2009-17, 22. Mai 2009.

these advances in technology, lenders have taken advantage of credit-scoring models and other techniques for efficiently extending credit to a broader spectrum of consumers. ... Where once more-marginal applicants would simply have been denied credit, lenders are now able to quite efficiently judge the risk posed by individual applicants and to price that risk appropriately. These improvements have led to rapid growth in subprime mortgage lending. Indeed, today subprime mortgages account for roughly 10 percent of the number of all mortgages outstanding, up from just 1 or 2 percent in the early 1990s.“⁴

Die Notwendigkeit unkonventioneller Maßnahmen

Im Lauf der letzten 20 Jahre sind Zentralbanken weltweit mit großem Erfolg zu einer regelgebundenen Geldpolitik übergegangen. Gemäß einer von John Taylor von der Stanford University formulierten Regel

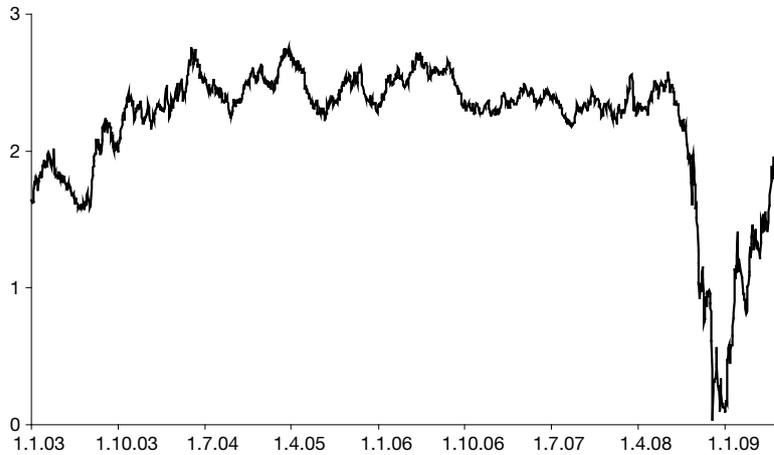
⁴ A. Greenspan: Fourth Annual Community Affairs Research Conference, Washington, D.C., 8. April 2005.

soll die Zentralbank ihre Leitzinsen erhöhen, wenn Inflationsrate und Produktionswachstum über die als normal angesehenen Raten hinaus ansteigen. Die Taylor-Regel beschreibt das tatsächliche Verhalten von Zentralbanken erstaunlich gut. Abbildung 1 vergleicht die von Glenn Rudebusch⁵ geschätzte Taylor-Regel (gestrichelte Kurve) mit der tatsächlichen Entwicklung des Leitzinses der Fed (durchgehende Kurve) seit dem Jahr 1988. Meist liegen beide Kurven eng beieinander; in den Jahren 2004/2005 war der Leitzins jedoch im Vergleich zur Taylor-Regel zu niedrig.

Seit Anfang 2009 legt die von Rudebusch geschätzte Regel einen negativen Leitzins nahe; er sollte auf bis zu minus 5% sinken. Die Verlässlichkeit der konkreten Werte dieser Schätzung ist unter Wissenschaftlern umstritten. Nach Berechnungen von John Taylor selbst, dem Namensgeber dieser Regel, ist der angemessene Leitzins in

⁵ G. Rudebusch: The Fed's Monetary Policy Response to the Current Crisis, in: FRBSF Economic Letter, Nr. 2009-17, 22. Mai 2009.

Abbildung 2
Implizite Inflationserwartungen¹
(in %)



¹ Differenz zwischen nominalen und inflations-indexierten US-Staatsanleihen mit Laufzeit von 10 Jahren.

Quelle: Federal Reserve Statistical Release H.15.

den USA derzeit noch positiv. Taylor basiert seine Schätzung auf der aktuellen Inflationsrate und dem aktuellen Produktionswachstum, gewichtet jeweils mit dem Faktor 0,5. Glenn Rudebusch dagegen verwendet eine „vorausschauende“ Taylor-Regel, in die Prognosen über zukünftige Inflation und Produktionswachstum eingehen; zudem gewichtet er dabei Abweichungen des realen Wachstums vom Potentialwachstum stärker.

Angesichts der hohen Unsicherheit sind solche Schätzungen derzeit durchweg mit Vorsicht zu betrachten; sie verdeutlichen aber den akuten Handlungsbedarf für eine vorausschauende Geldpolitik. Die Entwicklung der Inflationserwartungen, implizit gemessen an der Differenz zwischen nominalen und inflations-indexierten US-Staatsanleihen (TIPS), bestärkt diese Einschätzung: Im Herbst 2009 sind demnach die Inflationserwartungen deutlich eingebrochen (vgl. Abbildung 2). Dank der massiven Stützungsmaßnahmen scheint aber derzeit die Gefahr einer defla-

tionären Spirale gebannt. Trotz der starken Ausweitung der Geldbasis ist auch kein Anstieg der erwarteten Inflationsrate erkennbar.

Drei Maßnahmen

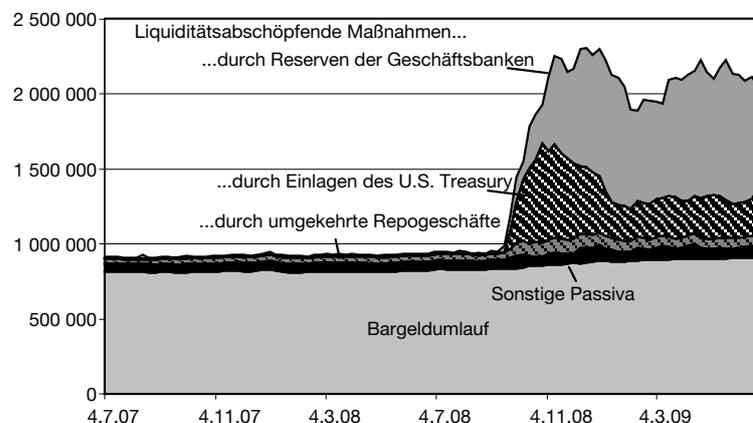
Traditionelle Zinssteuerung stößt derzeit also an Grenzen, weil die Zinsen am Geldmarkt nicht negativ werden können (sonst würden die Anleger ihre Einlagen bei Ge-

schäftsbanken in zinsloses Bargeld umschichten). Um die Wirtschaft auch in einer Liquiditätsfalle zu stimulieren, stehen im Prinzip drei unkonventionelle Maßnahmen zur Verfügung:

1. Die Umschichtung der Vermögenswerte der Zentralbank bei konstanter Bilanzsumme;
2. die Ausdehnung der Zentralbankbilanz durch den Kauf zusätzlicher Vermögenswerte und schließlich
3. der Versuch, Erwartungen über einen künftigen Anstieg der Inflationsrate zu wecken.

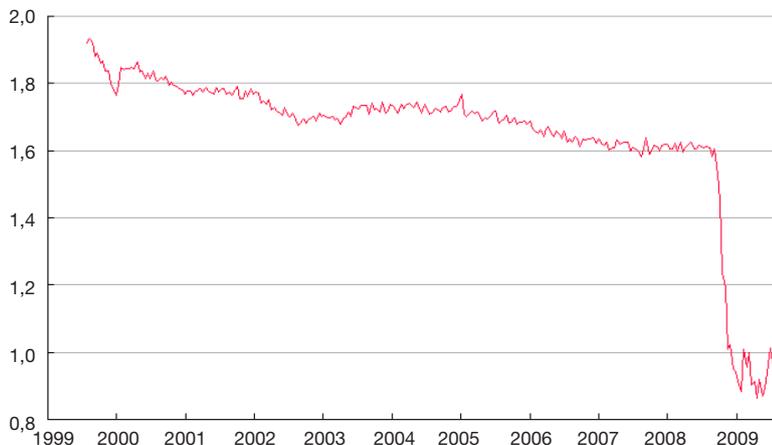
Zwischen August 2007 und Herbst 2008 hat die Fed zunächst die erste Option umgesetzt. Während sie zuvor fast ausschließlich amerikanische Staatsanleihen als Vermögenswerte hielt, tauschte sie mit Hilfe zahlreicher neuer Einlagenfazilitäten einen Großteil dieses Bestands in private Wertpapiere (Unternehmens- und Immobilienanleihen) um. Der Gesamtwert der Bilanzsumme (er entspricht der Geldbasis) blieb aber lange Zeit nahezu konstant. Erst seit Oktober 2008 verfolgte die Fed in Folge der Turbulenzen nach der Lehman-

Abbildung 3
Ausweitung der Bilanz der amerikanischen Zentralbank
(in Mio. US-\$)



Quelle: Federal Reserve Statistical Release H.4.1.

Abbildung 4
Geldschöpfungsmultiplikator in den USA
 (Verhältnis der Geldmenge M1 zur Geldbasis)



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Pleite die zweite Option. Sie hat ihre Bilanzsumme rasant von unter 900 Mrd. US-\$ auf weit mehr als 2 Billionen US-\$ (vgl. Abbildung 3) ausgedehnt.

In normalen Zeiten bedeutet eine Ausweitung der Bilanz automatisch zusätzliche Geldschöpfung (und damit eine potentielle Gefährdung der Preisstabilität). Den Vermögenswerten auf der Aktivseite der Bilanz entspricht ja auf der Passivseite die Geldbasis (sie setzt sich aus Bargeld und den Reserven der Geschäftsbanken zusammen). Die Fed hat aber gerade deshalb ihre Bilanz so stark ausgeweitet, weil wir in ungewöhnlichen Zeiten leben. Geschäftsbanken sind extrem zurückhaltend, verfügbare Liquidität in zusätzliche Kreditvergabe (und damit einen Anstieg der Geldmenge) umzusetzen. Die Fed ermuntert die Geschäftsbanken sogar dazu, überschüssige Reserven wieder bei ihr anzulegen, indem sie Überschussreserven mit dem gleichen Satz verzinst, den sie selbst für ihre Kredite berechnet. Daher kann man nicht ernsthaft von einer Lockerung der Geldmenge sprechen. Abbildung 3 verdeutlicht,

wie stark die Überschussreserven angestiegen sind, die Geschäftsbanken bei der Fed anlegen. Dank solch liquiditätsabschöpfender Maßnahmen ist die effektiv verfügbare Liquidität bislang keineswegs stark angestiegen. Entsprechend ist der Geldschöpfungsmultiplikator (das Verhältnis der Geldmenge M1 oder M2 zur Geldbasis) seit Oktober 2008 stark zurückgegangen (vgl. Abbildung 4).

Welche Absicht steckt hinter dieser Strategie? Warum erhebt die Fed nicht einfach einen negativen Zins auf Überschussreserven (technisch wäre dies kein Problem, wie das Beispiel der Zentralbank von Schweden zeigt), um die Geschäftsbanken dazu zu verleiten, Liquidität nicht zu horten, sondern zur Vergabe dringend benötigter Kredite zu nutzen? Offensichtlich befürchtet sie, dass diese gar nicht bereit sind, hinreichend Kredite zu vergeben. Sie versucht stattdessen, den Markt selbst wieder in Gang zu bringen, indem sie in massivem Umfang direkt neu emittierte verbriefte Anleihen aufkauft. Mit der Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) möchte

die Fed den Markt für verbriefte Anleihen (etwa von Konsumentenkrediten oder Kreditkarten) im Umfang von bis zu 200 Mrd. US-\$ stützen.⁶ Dieser Versuch zeigt bislang bemerkenswerte Effekte: Seit Dezember 2008 haben sich die Zinsaufschläge vieler Anleihen, die zuvor dramatisch angestiegen sind, wieder stark beruhigt.

Ansätze zum Abbau der Zentralbankbilanz

Ob diese Politik der Fed wirklich erfolgreich ist, wird allerdings erst die Zukunft zeigen. Die aktuelle Beruhigung kann zwei ganz unterschiedliche Ursachen haben: Im Idealfall beruhte der rasante Anstieg der Risikoprämien im Verlauf der Finanzkrise auf irrationaler Panik der Märkte, die eine überstürzte Flucht in vermeintlich sichere Staatsanleihen ausgelöst hat. Durch den Aufkauf solch unterbewerteter Papiere soll diese Abwärtsspirale gestoppt werden. Sobald sich die Märkte wieder normalisiert haben, könnte die Fed in diesem Fall sogar riesige Bewertungsgewinne realisieren. Wenn sie die dann im Wert gestiegenen Anleihen wieder verkauft, zieht sie zugleich automatisch überschüssige Liquidität aus dem Markt. Ein Problem dieser Sichtweise liegt allerdings in einer paradoxen Asymmetrie: Während der starke Anstieg der Risikoprämien als Marktversagen in Krisenzeiten interpretiert wird, sieht man den Rückgang der Spreads (mit entsprechendem Anstieg der Aktienkurse) als Resultat des Wirkens effizienter, vorausschauender Kapitalmärkte.

Die alternative, und wohl realistischere, Erklärung liegt darin, dass der Rückgang der Spreads auf massiven staatlichen Stützungs-

⁶ Vgl. J. Hamilton: Concerns about the Fed's New Balance Sheet, in: John D. Ciorciari, John B. Taylor (Hrsg.): The Road Ahead for the Fed, Stanford 2009.

maßnahmen in einem zentralen Bereich moderner Finanzmärkte beruht. Die Beruhigung der Märkte wäre also nur mit Hilfe hoher expliziter und impliziter Subventionen der Finanzindustrie erkaufte worden. Traditionell wird ein Vorteil von Geldpolitik gegenüber der Fiskalpolitik darin gesehen, dass sie mit möglichst wenigen Marktverzerrungen einhergeht. Der Erfolg unkonventioneller Politik setzt aber gerade voraus, dass es gelingt, zentrale Risikoeinschätzungen der Finanzmärkte umzukehren.⁷ Es erscheint zweifelhaft, dass diese Umkehr ohne staatliche Garantien von Bestand sein wird.

Falls diese Einschätzung zutrifft, wird die Rückführung der aufgeblähten Zentralbankbilanz zu einer schwierigen Herausforderung. Die Erholung des Finanzsektors wäre dann nicht Resultat funktionierender Wettbewerbs, sondern Konsequenz verdeckter oder offener Subventionen. Im Prinzip sollten solche Subventionen an strenge Regulierungsvorschriften geknüpft sein. Dann aber könnte es sehr lange dauern, bis die Problemkredite im Finanzsektor abgebaut sind. Es besteht die Gefahr einer langen Phase der Stagnation, vergleichbar mit den Erfahrungen in Japan nach dem Platzen der Aktienblase.

Eine kurzfristig wesentlich attraktivere Strategie zur Stabilisierung des Finanzsektors besteht

⁷ Erstaunlicherweise blenden viele Ökonomen diese Tatsache aus. So rühmt Robert Lucas etwa im Wall Street Journal die Vorteile unkonventioneller Geldpolitik: „There is no other way that so much cash could have been put into the system as fast as this \$600 billion was, and if necessary it can be taken out just as quickly. The cash comes in the form of loans. It entails no new government enterprises, no government equity positions in private enterprises, no price fixing or other controls on the operation of individual businesses, and no government role in the allocation of capital across different activities. These seem to me important virtues.“, vgl. R. Lucas: Bernanke Is the Best Stimulus Right Now, in: Wall Street Journal vom 23.12.2008.

darin, den in der Finanzkrise bislang überlebenden Finanzinstituten die verdeckte Rekapitalisierung über hohe Monopolrenten zu erlauben. Die rasche Gesundung dieser Institute verspricht zugleich auch einen schnelleren Abbau der Zentralbankbilanz. Eine solche Strategie würde aber die Finanzinstitute wieder zu riskanten Investitionen ermuntern, und so die nächste Spekulationsblase nähren – vergleichbar den Erfahrungen nach dem Platzen der Internet-Blase in den USA.

Die Zentralbank befindet sich in einem ernststen Zielkonflikt: Im Interesse funktionierender Marktmechanismen wäre es angebracht, intensiven Wettbewerb durch neue, unbelastete Finanzinstitute zu forcieren, um den Markt durch die Vergabe neuer Kredite wieder in Gang zu setzen. Kurzfristig besteht aber der einfachere Weg zur Stabilisierung des Finanzsektors in der Stützung von Monopolrenten der belasteten Finanzinstitute, auch wenn damit die Gefahr des Aufbaus der nächsten Spekulationsblase verbunden ist.

Nur wenn die Zentralbank ihre Entscheidungen unabhängig von den Interessen der Lobby der Finanzinstitute trifft, kann sie eine verlässliche Strategie zum Abbau der stark ausgeweiteten Zentralbankbilanz verfolgen. Die aufgezeigten Zielkonflikte verdeutlichen aber, dass diese Unabhängigkeit der Zentralbank derzeit nicht gewährleistet ist.

Ein Weg, die Unabhängigkeit zu sichern, könnte darin bestehen, riskante Vermögenswerte aus der Zentralbankbilanz in den Staatshaushalt zu verlagern. Eine Auslagerung der impliziten Risiken dieser Politik hätte mehrere Vorteile: Sie macht zum einen transparent, welche potentiellen Belastungen damit für den Staatshaushalt ver-

bunden sind. Letztlich ist unkonventionelle Geldpolitik ja nur eine besondere Form von Fiskalpolitik: Der Aufkauf riskanter privater Anleihen, finanziert über Staatsanleihen. Zum anderen dient die Auslagerung als Commitment dafür, dass die Zentralbank diese Risiken nicht durch versteckte Inflationspolitik abbauen wird.

Fazit

Die enorme Ausweitung der Zentralbankbilanzen und der starke Anstieg der Staatsverschuldung leisten einen wirksamen Beitrag zur Bekämpfung der Gefahr einer deflationären Spirale. Zugleich wecken sie aber die Befürchtung, dass dies in Zukunft mit hohen Inflationsraten erkaufte werden muss. Die Erfahrungen in Japan zeigen freilich, dass hier kein zwingender Zusammenhang besteht: Trotz des Anstiegs der Staatsverschuldung auf 180% des BIP leidet die japanische Wirtschaft auch heute wieder eher unter der Gefahr von Deflation. Viele Ökonomen argumentieren sogar, dass ein bisschen mehr Inflation momentan gar nicht schaden könnte. Es ist freilich keineswegs einfach, einen kontrollierten Anstieg der Inflationsrate in Gang zu setzen, ohne das Vertrauen in die eigene Glaubwürdigkeit zu verlieren.

Intertemporale Modelle der Makroökonomie verdeutlichen als entscheidende Bedingung für moderate Inflationsraten die glaubwürdige Verpflichtung der Zentralbank zu unabhängiger Geldpolitik, die Staatsausgaben nicht monetär alimentiert. Mit der Ausweitung ihrer Bilanzen geraten Zentralbanken aber immer mehr in die Abhängigkeit von den Interessen der Finanzindustrie. Ernste Gefahr droht deshalb weniger in Form von hohen Inflationsraten als vielmehr in Form der Alimentierung der nächsten Spekulationsblase.