

## Wirtschaftspolitik zwischen Deflation und Inflation

Heinz-Peter Spahn<sup>1</sup>

### Auf einen Blick

**Die Entschlossenheit der Wirtschaftspolitik, sich mit niedrigen Zinsen und fiskalischen Impulsen gegen die Weltwirtschaftskrise zu stemmen, provoziert Inflationsbefürchtungen. Sie beruhen teilweise auf Mißverständnissen hinsichtlich des „Gelddrucks“ der Notenbanken. Die Geldpolitik verfügt über alle Mittel, künftige Preissteigerungen in Grenzen zu halten. Angezeigt ist eine schärfere Regulierung des Banksystems und eine spätere schrittweise Konsolidierung der Staatsfinanzen.**

Vor knapp einem Jahrzehnt überraschte Mervyn King, Gouverneur der Bank von England, die Öffentlichkeit mit dem Bekenntnis, es sei das Ziel, Geldpolitik zu einer möglichst langweiligen Angelegenheit zu machen: „Our ambition at the Bank of England is to be boring.“<sup>2</sup> Im Hintergrund stand dabei die Hoffnung, Notenbankentscheidungen mit Hilfe des neuen Ansatzes wissenschaftlich fundierter Regeln für die Zinspolitik<sup>3</sup> versachlichen zu können. Vielleicht schwang auch ein ähnlicher „Steuerungsoptimismus“ mit, wie er sich zu Beginn der Schiller-Ära der Globalsteuerung verbreitet hatte. Jedenfalls schienen die Notenbanken mit ihrem neuen Instrumentarium gut gerüstet; und die makroökonomischen Resultate, stabile Inflation bei (mäßigerem) Wachstum, ließen die Geldpolitiker darauf hoffen, aus den Schlagzeilen zu kommen.

Wenige Jahre später stürzte die Weltwirtschaft in eine Rezession, die sich nur noch mit der Großen Depression der 1930er Jahren vergleichen lässt.<sup>4</sup> Bei steigender Arbeitslosigkeit erscheint Lohnverzicht einzelwirtschaftlich angemessen, ist aber volkswirtschaftlich fatal. Gehen alle Branchen und Länder diesen Weg, werden alle verlieren, weil in der Deflation das bloße Halten von Geld mehr sichere Rendite verspricht als die Realinvestition. Geld- und Finanzpolitik mussten verhindern, dass die Lohnpolitik in eine solche Defensive gedrängt wird.

Den Absturz in die Deflation vor Augen, die damals wirtschaftliche und politische Prozesse außer

Kontrolle geraten ließ, reagierten zunächst die Federal Reserve und später auch andere Notenbanken mit einem historisch vielleicht einmaligen Programm von expansiven Maßnahmen. Die Zinsen wurden gegen Null gedrückt, die Geldmenge stark ausgeweitet. Hinzu kommt, dass sich weltweit die Staatsschulden schlagartig erhöhen, zum einen, um den vor der Insolvenz stehenden Banken notleidende Wertpapiere abzunehmen, zum anderen, um die Konjunktur zu stützen. Das US-Budgetdefizit wird in diesem Jahr auf über 12% geschätzt (während die Euro-Regularien schon bei 3% die Alarmglocken läuten lassen). Besonders bedrohlich wirkt der mögliche Einstieg in die kooperativ-expansive Geld- und Finanzpolitik: der (bislang in der EWU strikt verbotene) Ankauf von Staatsschuldpapieren durch Notenbanken, was in den Medien gern als „Geld drucken“ beschrieben wird. Erstmals nach den Ölkrisen der 1970er Jahre drohen scheinbar jetzt wieder ernste Inflationsgefahren.

### Wiederholung des Fehlers zu laxer Geldpolitik?

Der nahezu bedingungslos expansiv erscheinende Kurs der Notenbanken provoziert auch Befürchtungen, es werde damit der Weg für die nächste Vermögenspreisblase bereitet. In diesem Zusammenhang ist zunächst festzuhalten, dass ein überschlägig berechneter Taylor-Zins wegen des starken Nachfrageeinbruchs gegenwärtig tatsächlich bei oder unter Null liegt; insoweit verhalten sich die Notenbanken „regelkonform“. Zudem lässt sich bestreiten, dass zu niedrige Zinsen tatsächlich die eigentliche Ursache der Finanzkrise waren.<sup>5</sup>

Im Kern handelte es sich um ein Phänomen des „overbanking“: Die Arbeitsteilung im Finanzsektor wurde zu weit getrieben (und dieser ist damit zu stark gewachsen), weil die Transaktionskosten (Eigenkapital- und Reservehaltungspflichten) zu niedrig waren. Ein immer größerer Fremdfinanzierungshebel wurde zur Gewinnsteigerung angesetzt (und hier erwiesen sich die niedrigen Zinsen natürlich als hilfreich). Werden Finanzinvestitionen fast vollständig fremdfinanziert und sind keine sicheren Reserven vorhanden, entsteht eine labile Kette von Gläubiger-Schuldner. Ein „großer“ Schock, d.h. der Ausfall einer bestimmten Gruppe von Forderungen, muss dann diese Akteure wie eine Reihe von Dominosteinen umwerfen. Dabei ist die Entste-

hung dieses großen Schocks wiederum endogen, weil die Aussicht auf Weiterverkauf von Forderungen den Fehlanreiz zum Eingehen von Klumpenrisiken produziert. Letztlich brach das internationale Bankensystem deshalb zusammen, weil es ihm nicht gelang, ausreichend viele „toxische“ Forderungen aus dem System heraus an die Sparrer weiterzuverkaufen, die Verluste innerhalb ihrer Nettovermögensposition ohne systemisches Risiko verkraften können.

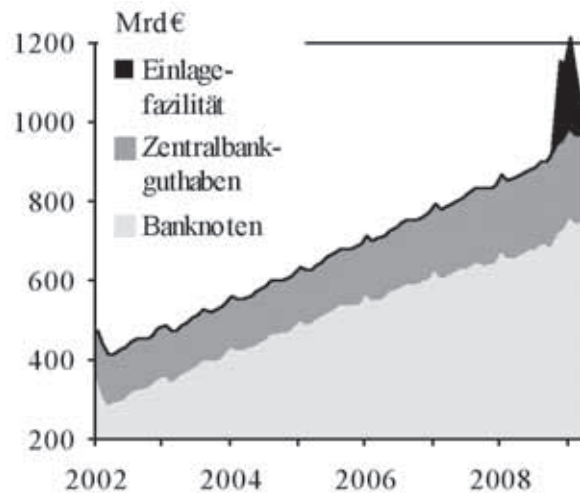
So addiert sich nun der Abschreibungsbedarf bei den Banken laut IWF auf 4.100 Mrd. Dollar<sup>6</sup>; es wird aber selten darauf hingewiesen, dass dies eine Bruttosumme ist, die zum überwiegenden Teil aus Forderungen innerhalb des Finanzsektors besteht. Eine Saldierung könnte den Abschreibungsbedarf auf die Kernprobleme (Immobilien, Kreditkarten etc., aber auch zunehmend konjunkturelle Risiken) reduzieren. So übersteigt das Volumen der gehandelten und nun ebenfalls „kritischen“ Credit Default Swaps, die den Ausfall von Unternehmensanleihen versichern, das Basisvolumen dieser Papiere um etwa das Zehnfache.<sup>7</sup> Eine genaue Berechnung des Nettoproblems und die Rückabwicklung des Geflechts von wechselseitigen Forderungen und Verbindlichkeiten ist wegen der komplizierten Wertpapierstrukturen aber nicht praktikabel. Die einzige Möglichkeit ist der Tausch der „bad assets“ gegen Staatsschuldpapieren, um die Bankbilanzen zu bereinigen und den möglichen Vermögensverlust abzuwarten. Andernfalls droht ein Jahrzehnt „japanischer“ Stagnation, weil belastete Banken wenig neue Kreditrisiken eingehen wollen und damit die Investitionen von der Finanzierungsseite behindern.

Der richtige Weg, die Wiederholung derartiger Finanzmarktblasen zu verhindern, kann nicht darin bestehen, die Zinsen prophylaktisch hoch zu halten, sondern nur darin, die Finanzmarktakteure vom Aufbau übertrieben langer Gläubiger-Schuldner-Ketten über eine effiziente Regulierung abzuhalten (drastische Heraufsetzung des Eigenkapitals, Pflicht zur Haltung sicherer Reserven, Verbot der Verbriefung von Kreditforderungen, Managerentlohnung nach langfristigem Erfolg). Die Notenbankzinsen sollten vielmehr zunächst niedrig bleiben, auch um den Banken eine ausreichende Zinsmarge zu ermöglichen, damit sie aufgelaufene Verluste abarbeiten können (der Aufbau dieser Zinsmarge über höhere Kreditmarktzinsen würde die Kreditnachfrage abschrecken).

## Geldentwertung durch „Gelddrucken“?

Man sollte erwähnen, dass Notenbanken natürlich auch bei normalen Refinanzierungskrediten an die Geschäftsbanken „Geld drucken“. Prinzipiell unterscheidet sich diese Form der Geldschöpfung, bei der die Banken zumeist Staatsschuldpapiere als Pfand hinterlegen müssen, nicht von einem direkten Kauf dieser Papiere durch die Notenbank am Kapitalmarkt. Die Fristigkeit der Geschäfte ist unterschiedlich: Refinanzierungskredite werden in der EWU bereits nach einer Woche zurückgezahlt, wobei das geschaffene Zentralbankgeld wieder vernichtet wird. Allerdings schließt sich der folgende Refinanzierungskredit zumeist reibungslos an; es handelt sich um einen immer wieder revolvingen Kredit (zu wechselnden Konditionen). Der direkte Kauf von Staatspapieren verlängert dagegen die Notenbankbilanz zunächst unbefristet; jedoch kann die Geldschöpfung auch hier jederzeit durch den Wiederverkauf der Papiere revidiert werden. In politisch-ökonomischer Optik erscheint die Notenbank bei diesen Offenmarktaktionen als unmittelbarer Financier des Staates, wohingegen im anderen Fall die Geschäftsbanken ein zwingendes Motiv zum Kauf von Staatspapieren haben, weil diese als zu hinterlegende Sicherheiten bei den Refinanzierungskrediten benötigt werden.

Die quantitative Zunahme der Geldschöpfung durch die Zentralbanken war in der Tat bemerkenswert. Die Basisgeldmenge (Noten und Zentralbankeinlagen) hatte in den letzten Monaten in der EWU um 30% zugenommen, in den USA hat sie sich sogar verdoppelt. Die Abbildung zeigt aber auch, dass die zusätzliche Euro-Geldmenge den Banksektor gar nicht verlassen hat: Um die Jahreswende 2008/09 hatten sich die Geschäftsbanken ca. 300 Mrd. € von der EZB geliehen – um diese Mittel sogleich wieder als Sondereinlage bei der EZB einzuzahlen. Zu erklären war dies durch die außergewöhnliche Unsicherheit im Bankensektor; sie schlug sich (nun in abnehmendem Maße) in einer Liquiditätsvorhaltung nieder, deren Beschaffung sich die Banken einiges kosten ließen (die Zinsdifferenz zwischen dem zu zahlenden Refinanzierungszins und dem Guthabenzins der Einlagefazilität). Auch in den USA ist die Haltung von überschüssigen Mitteln im Banksektor im Zuge der gestiegenen Geldschöpfung gewachsen. Festzuhalten ist, dass die Geldmengenentwicklung in einer Nettobetrach-



tung (also nach Saldierung von Geldschöpfung und Überschussreserven) im üblichen Rahmen bleibt.

Die Banken könnten nun aber dazu übergehen, ihre Überschussreserven zur liquiditätsmäßigen Absicherung einer kräftigen Kreditausweitung zu verwenden; in diesem Fall würden die entstandenen Euros bzw. Dollars tatsächlich in den Umlauf gelangen. Eine solche Wendung im Bankenverhalten wäre erfreulich: Sie würde das Ende der gegenwärtigen Wirtschaftskrise bedeuten. Die Erwartung einer dann wieder auflebenden konjunkturellen Inflation wäre auch bereits heute hilfreich, weil dadurch der langfristige Realzins sinken und darüber die private Investition gefördert werden kann.

Die rückkehrende Inflation wird vermutlich durch wieder anziehende Rohstoff- und Energiepreise geprägt sein, Produktionsengpässe werden aufgrund der weltweit unterausgelasteten Kapazitäten und der flexiblen Handelsströme keine große preistreibende Rolle spielen. Das Ausmaß der Lohninflation ist schwerer zu prognostizieren; einerseits spricht das weltweit überschüssige Angebot an Arbeit für weiterhin moderate Lohnsteigerungen, andererseits könnten die skandalösen Fehlentwicklungen bei der Einkommensverteilung (im allgemeinen und im Vorfeld der Finanzmarktkrise) einen verständlichen Druck erzeugen, die aufgelaufene „Gerechtigkeitslücke“ durch nachholende Lohnansprüche verringern zu wollen. Die Unterscheidung zwischen einer konjunkturellen, d.h. durch die Expansion der monetären Nachfrage bedingten Kerninflation und angebotsseitigen Sondereffekten wird in einer integrierten Weltwirtschaft immer schwieriger, weil z.B. Ölpreissteigerungen aus deutscher Sicht zwar als exogene Angebotsstörung erschei-

nen, im Weltmaßstab jedoch die steigende Knappheit natürlicher Ressourcen bei anhaltendem Nachfragewachstum widerspiegeln.

Wie auch immer: Kommt es im Zuge der Erholung zu unerwünschten Preissteigerungen, so sind diese wie in der Vergangenheit mit dem bewährten Instrumentarium der Zinspolitik prinzipiell leicht zu begrenzen. Die Fähigkeit der Notenbanken zur Inflationsbekämpfung beruht letztlich auch darauf, dass die Geldschöpfung wie erwähnt auf dem Wege kurzfristiger Refinanzierungskredite erfolgt, die bei ihrer Tilgung automatisch zu einer Geldvernichtung führen. Die Notenbanken könnten demnach schon nur durch Nichtstun, d.h. Nichtverlängerung dieser Kredite, die Geldmenge rechnerisch in wenigen Monaten um 60 bis 90% (USA bzw. EWU) verringern.

### Gefahr der Staatsverschuldung?

Auch Offenmarktverkäufe von Wertpapieren können eingesetzt werden, um Geld aus der Wirtschaft abzuziehen und auf dem Kapitalmarkt Zinssteigerungen zu erzeugen. Allerdings hat die Fed im Zuge der Bankenrefinanzierung auch Papiere mit möglicherweise kritischem Marktwert angenommen, deren Verkauf Probleme bereiten könnte. Hier zeigt sich der quasifiskalische Charakter der Rolle eines „Lenders of Last Resort“.<sup>8</sup> Ein definitiver Wertverfall solcher „toxischen“ Aktiva einer Zentralbank zehrt ihr Eigenkapital auf und zwingt den Finanzminister, ihr Staatsschuldenscheine zum Bilanzausgleich zur Verfügung zu stellen. Derartige Ausgleichsforderungen stellen allerdings keine wirkliche Belastung dar, da die Zinszahlungen auf diese Papiere über den Notenbankgewinn wieder an den Staat zurückfließen. Die Zuweisung dieser Forderungen impliziert auch keine Inflationsgefahr, da damit keine neuerliche Geldschöpfung verbunden ist. Sie ersetzen lediglich wertlose Aktiva, so dass der Umfang der Notenbankbilanz konstant bleibt.

Aber drohen angesichts des hohen Liquiditätsstatus der Banken und Nichtbanken nicht doch Hyperinflation und Währungsreform? Derartige Formen extremer monetärer Instabilität können theoretisch sehr rasch auftreten. Es bedarf dazu nicht einmal einer vorangegangenen übermäßigen Geldmengenerweiterung. Nach einem starken (politischen oder ökonomischen) Schock kann die Bevölkerung das Vertrauen in die heimische Währung verlieren und Bargeld sowie Geldvermögen in Güter und andere Währungen wechseln. Das (bei den EWU-Banken gehaltene) M3-Geldvermögen beträgt gegenwärtig ca. 9.500 Mrd. €, der Notenumlauf nur 750 Mrd. €. Der Versuch, die Bankanlagen abzuziehen, müsste die EZB zu einer starken Notenproduktion zwingen, um die Banken zahlungsfähig zu halten. Ein Zusammenbruch der Bereitschaft, Euros und Euro-Anlagen zu halten, würde den Binnen- und Außenwert des Euro abstürzen lassen. Aber: Es gibt überhaupt keinen Anhaltspunkt für eine solche Katastrophe. Der reale Produktionsapparat ist (im Gegensatz zu einer Nachkriegsphase) intakt, es gibt nicht einmal Anzeichen einer Inflation – und letztlich auch keine andere solide Währung, in die ängstliche Sparer flüchten könnten oder wollten. Auch in Japan hat die Kombination von sehr hohen Staatsschulden und temporären Nullzinsen nicht zu Inflation und Flucht aus der Währung geführt.

Die definitive Zunahme der Staatsverschuldung wird sich erst in einigen Jahren zeigen, wenn der Restwert der vom Staat übernommenen Problempapiere deutlich wird. Für Länder wie die USA oder Deutschland dürfte aber die Staatsverschuldung tragfähig bleiben, sie erfordert allerdings bei wieder steigenden Zinsen eine politisch schmerzhaft Konsolidierung. Man könnte die Prognose wagen, dass die schon vor der weltweiten Finanzkrise kritische Haushaltslage in einigen EWU-Mitgliedsländern langfristig das größere Problem sein wird.

1 Heinz-Peter Spahn ist Professor für Wirtschaftspolitik, Universität Hohenheim.

2 Rede am 14.4.2000, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2000/speech82.htm>.

3 R. Fendel: Perspektiven und Grenzen der Verwendung geldpolitischer Regeln, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 5, 2004, S. 169–192.

4 B. Eichengreen/K. O'Rourke: The World Economy is Tracking or Doing Worse than the Great Depression, *VoxEU*, 6.4.2009.

5 A. Winkler: Geld- oder Finanzsektorpolitik – Wer trägt die Hauptschuld an der Finanzkrise? WISO direkt, Friedrich-Ebert-Stiftung, November 2008; M. K. Brunnermeier: Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008, *Journal of Economic Perspectives*, 23, 1, 2009, S. 77–100.

6 *Die Zeit*, 19, 30.4.2009, S. 29.

7 M. K. Brunnermeier, a.a.O., S. 96 n.

8 Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken, Jahresgutachten 2008/09, Wiesbaden 2008, Zf. 192 ff.; S. G. Cecchetti: Crisis and Responses – The Federal Reserve in the Early Stages of the Financial Crisis, *Journal of Economic Perspectives*, 23, 1, 2009, S. 51–75.