

Tober, Silke; van Treeck, Till

**Research Report**

## Inflation: Die überschätzte Gefahr im Euroraum

IMK Report, No. 57

**Provided in Cooperation with:**

Macroeconomic Policy Institute (IMK) at the Hans Boeckler Foundation

*Suggested Citation:* Tober, Silke; van Treeck, Till (2010) : Inflation: Die überschätzte Gefahr im Euroraum, IMK Report, No. 57, Hans-Böckler-Stiftung, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), Düsseldorf, <https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-20110128648>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/106072>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



## Inflation Die überschätzte Gefahr im Euroraum

Silke Tober und Till van Treeck

In Deutschland herrscht Angst vor Inflation. Als Gründe für die mehr oder minder unterschweligen Befürchtungen werden einerseits die hohe Liquiditätsausstattung im Bankensystem infolge der krisenbedingten geldpolitischen Maßnahmen der Europäischen Zentralbank und andererseits der starke Anstieg der Staatsverschuldung im Zuge der Krise genannt. Diese Inflationssorgen sind jedoch unnötig. Die liquiditätspolitischen Maßnahmen der Zentralbank gehen bisher nicht mit einem kräftigen Anstieg der Geldmenge oder der Kreditvergabe einher. Erst dies könnte über eine zu hohe Güternachfrage stark steigende Preise begründen. Ohne einen kräftigen Aufschwung ist eine Inflationsbeschleunigung daher kaum denkbar. Auch die Gefahr, dass die EZB eine konjunkturelle Überhitzung zulässt mit dem Ziel, über eine Inflationsbeschleunigung die reale Last der Staatsverschuldung zu verringern, ist als sehr gering einzuschätzen. Allerdings könnten schwere wirtschaftspolitische Fehler den Euroraum an den Rand des Kollaps bringen. Dann wäre es theoretisch möglich, dass ein drastischer Vertrauensverlust in den Euro eine Inflationsbeschleunigung in Gang setzt, den die EZB nicht beenden kann, ohne eine wirtschaftliche Krise und die Zahlungsunfähigkeit der Euroraum-Staaten in Kauf zu nehmen. Dann wäre die Frage nicht mehr, ob Vermögen verloren geht, sondern nur noch wie: durch Inflation oder dadurch, dass der Staat seine Schulden nicht anerkennt und es zu einem Schuldenschnitt kommt. Von einem solchen Szenario ist der Euroraum jedoch weit entfernt. Nicht weit entfernt ist er aber von einer Rezession, die den Weg hin zu einem solchen Vertrauensverlust bahnen könnte. Daher ist gegenwärtig in Ländern mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen, und insbesondere in Deutschland, eine weiterhin expansiv ausgerichtete Fiskalpolitik geboten, die einen Aufschwung unterstützt, der es dem Euroraum erlaubt, aus seinen Problemen herauszuwachsen.

In Deutschland herrscht weit verbreitete Angst vor einer künftigen kräftigen Geldentwertung. In den Medien wird eine Inflationsbeschleunigung oftmals als unausweichlich dargestellt, und es werden Strategien zum Schutz des Ersparnis vor Inflation präsentiert.<sup>1</sup> Einer Umfrage zufolge hatten 76 % der Deutschen Mitte 2010 Angst vor einem starken Anstieg der Lebenshaltungskosten.<sup>2</sup> Unter Prognostikern sind die In-

flationserwartungen weit weniger dramatisch. Für den Euroraum, der bisher stets eine höhere Teuerungsrate als Deutschland aufwies, erwarteten Volkswirte mittelfristig eine Inflationsrate von rund 2 %, <sup>3</sup> was in etwa der Definition von Preisstabilität der Europäischen Zentralbank (EZB) entspricht. In diesem Report wird dargestellt, dass die Gefahr, die von der hohen Staatsverschuldung und der expansiven Geldpolitik ausgeht, überschätzt wird.

<sup>1</sup> Vgl. z.B. Focus, 27.09.2010, Titelstory: „Die Zins-Bombe tickt: Notenbanken gefährden den Wohlstand. Was Sparer und Anleger jetzt beachten müssen.“

<sup>2</sup> Umfrage unter 1000 Personen durch die Münchner Unternehmensberatung Progenium (Merkur-online.de, 14.06.2010).

<sup>3</sup> Für die längere Frist von etwa 5 Jahren gehen von der EZB befragte Experten ganz überwiegend, wie auch Consensus Economics und der Eurozone Barometer, von einer Inflationsrate von 2 % oder darunter aus (Europäische Zentralbank 2010b, S. 61f.)

## Wie misst man Inflation?

Berechnet wird die Inflationsrate üblicherweise als Veränderung des Verbraucherpreisniveaus gegenüber dem Vorjahresmonat, sie gibt somit an, um wie viel Prozent die Preise im Durchschnitt gegenüber dem Vorjahresmonat gestiegen sind. Die Preise, deren Veränderung gemessen wird, sind die Preise eines Warenkorb, der rund 700 Waren und Dienstleistungen enthält, die in Deutschland eine nennenswerte Rolle spielen. Monatlich werden vom Statistischen Bundesamt 300 000 Einzelpreise erhoben, indem 600 Preiserheber in 118 Gemeinden die Preise einzelner Produkte in den immer gleichen Geschäften ermitteln. Der Anteil, den die Waren und Dienstleistungen am Warenkorb haben – und damit das Gewicht, das ihre Preise am Preisindex haben – wird auf der Grundlage einer Umfrage ermittelt. Bei dieser im Fünf-Jahres-Rhythmus durchgeführten Einkommens- und Verbrauchsstichprobe werden 60 000 Haushalte über mehrere Monate hinweg zu ihren Ausgaben und Einnahmen befragt. Dem Verbraucherpreisindex liegt ein repräsentativer Haushalt (mit mittlerem Einkommen und 2,3 Personen) zugrunde. Aufgrund der umfangreichen Einkommens- und Verbrauchsstatistik ist es auch möglich, haushaltsspezifische Inflationsraten, z.B. für unterschiedliche Einkommensgruppen, zu berechnen (Tober 2008).<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Auf seiner Homepage stellt das Statistische Bundesamt unter anderem einen Inflationsrechner zur Verfügung, mit dem man durch eine Anpassung der Gewichte einzelner Güter seine individuelle Inflationsrate ausrechnen kann (<http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/DE/Content/Statistiken/Preise/Verbraucherpreise/WarenkorbWaegungsschema/Content75/PersoenerInflationsrechnerUebersicht.psml>).

## Inflation als Prozess sich aufschaukelnder Preise und Löhne

Inflation ist ein deutlicher und anhaltender Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus (Kasten: Wie misst man Inflation?). Steigen die Preise, kann man mit einer Geldeinheit immer weniger kaufen, weshalb Inflation gleichbedeutend mit Geldentwertung ist. Die Europäische Zentralbank (EZB) definiert eine Inflationsrate von knapp 2 % als Preisstabilität und zielt darauf ab, in der mittleren Frist eine Rate von 1,9 % (Inflationsziel) zu gewährleisten.

Zu unterscheiden ist zwischen dem Anstieg des Preisniveaus und der Veränderung relativer Preise. Preise einzelner Güter können steigen oder fallen, ohne dass davon das Preisniveau betroffen wird. Im Falle gewichtiger Güter kann es allerdings zu Preisniveauschüben kommen, denen die Zentralbank machtlos gegenüber steht. Derartige Preisschocks können beispielsweise bei Nahrungsmitteln oder Rohöl auftreten, aber auch im Falle einer Mehrwertsteuererhöhung. Steigt beispielsweise der Importpreis von Rohöl deutlich an, könnte Preisniveaustabilität kurzfristig nur dann erreicht werden, wenn die im Inland bestimmten Preise entsprechend schwächer steigen oder gar sinken. Dies wäre kurzfristig selbst bei einem geldpolitisch induzierten starken Einbruch der Konjunktur nicht zu realisieren. Preise und Löhne reagieren mit einer gewissen Verzögerung und würden im Falle einer geldpolitischen Reaktion auf den Importpreisschock erst dann sinken, wenn dieser bereits vorüber ist. Dem dann zu geringen Anstieg der Inflation müsste die Zentralbank entsprechend mit einer geldpolitischen Expansion begegnen. Eine geldpolitische Reaktion auf einen an-

gebotsbedingten Preisschock würde somit die Schwankungen bei der Inflation und insbesondere bei der Produktion und Beschäftigung erhöhen. Aus diesem Grund ist es sinnvoll, dass Zentralbanken im Allgemeinen nicht auf derartige Preisschocks reagieren, und dies entspricht auch der üblichen Praxis (IMF 2008, S. 114; Tober/Zimmermann 2009). Ein solcher Preisschock bei Rohöl trieb die Inflationsrate 2008 auf 2,6 % und in einzelnen Monaten des Jahres gar auf 3,3 %. Zweitrundeneffekte bei den Löhnen, die erst zu

Abbildung 1



einem fortgesetzten Anstieg der Inflation geführt hätten, deuteten sich allerdings nicht an. Entsprechend hätte die EZB auch nicht reagieren müssen. Sie erhöhte dennoch „vorsorglich“ – inmitten der sich entfaltenden Finanzkrise – die Zinsen (Tober 2009).

Demgegenüber muss die Zentralbank reagieren, wenn der erhöhte Anstieg des Preisniveaus nicht Folge einer angebotsbedingten Sonderentwicklung bei einzelnen Gütern ist, sondern ein gesamtwirtschaftlicher Prozess, bei dem sich Preise und Löhne gegenseitig aufschaukeln. Ohne eine geldpolitische Reaktion, d.h. einen Anstieg der kurzfristigen Zinsen, kann es ansonsten zu einem andauernden Anstieg der Preise oberhalb des Inflationsziels der Zentralbank, also zu einer spürbaren Geldentwertung, kommen. Steigen beispielsweise als Folge eines deutlichen Anstiegs des Rohölpreises die Löhne (sogenannte Zweitrundeneffekte) und daraufhin wiederum die Güterpreise, wird aus dem Preisschub ein Inflationsprozess, der den Stabilisierungsbestrebungen der Zentralbank zuwiderläuft. Beispiele hierfür sind die beiden Ölpreisschocks zu Beginn der siebziger und der achtziger Jahre. Bei einer solchen Kosteninflation geht der Impuls von den Kosten (Importpreise, Löhne, Rohstoffpreise etc.) aus. Bei einer Nachfrageinflation geht der Impuls demgegenüber von den Preisen aus, die bei einer im Vergleich zum Güterangebot zu hohen Nachfrage verstärkt zunehmen. Eine solche überschüssige Nachfrage trieb im Zuge des deutschen Vereinigungsbooms zusammen mit der schnellen Lohnangleichung im Osten die Inflation nach oben.

Ob kosten- oder nachfrageinduziert, steigende Inflation kann immer auch als Resultat eines Verteilungskonfliktes zwischen den Beziehern von Lohn- und Gewinneinkommen verstanden werden: Die Entwicklung der Reallöhne der Arbeitnehmer ergibt sich aus dem Zusammenspiel von Nominallohnentwicklung und

Inflation. Während die Arbeitnehmer bzw. die Gewerkschaften bemüht sind, steigende Preise durch höhere Nominallöhne auszugleichen (Inflationsausgleich) sowie höhere Reallöhne durchzusetzen, sind die Unternehmen bestrebt, ihre Gewinnmargen durch höhere Preise zu verteidigen bzw. zu erhöhen. Wenn der Verteilungskonflikt eskaliert, schaukeln sich Löhne und Preise immer weiter auf, und die Inflationsrate steigt immer weiter an. Dabei berührt Inflation nicht nur die Verteilung zwischen Arbeitnehmern und Unternehmen, sondern auch jene zwischen Schuldnern und Gläubigern, weil (unerwartete) Inflation den Realwert von Schulden bzw. Vermögen sowie (zumindest zeitweise) die reale Verzinsung senkt.

Neben einer Zinserhöhung der Zentralbank gibt es verschiedene andere wirtschaftspolitische Möglichkeiten, auf einen (drohenden) Inflationsanstieg zu reagieren: Zum einen können kooperative Lösungen zwischen den Tarifpartnern befördert werden (Einkommenspolitik), zum anderen kann die Preissetzungsmacht der Unternehmen (Wettbewerbspolitik) geschwächt werden. Zinserhöhungen sind insofern eine drastischere Methode zum Brechen von Inflationstendenzen, als eine restriktive Geldpolitik die aggregierte Nachfrage reduziert und die Arbeitslosigkeit erhöht und erst dadurch die Preis- und Lohnsetzungsmacht schwächt. Im Rahmen der gängigen geldpolitischen Strategie sind Zentralbanken bemüht, den geldpolitischen Leitzins mit Blick auf die zu erwartende Inflationsentwicklung so zu setzen, dass ein Inflationsprozess infolge einer Überauslastung der Kapazitäten erst gar nicht in Gang kommt. Diese Strategie wird Inflation Targeting genannt (Svensson 2008).

Ohne eine akkommodierende Geldpolitik ist ein Inflationsprozess nicht möglich (Kasten: Inflation aus keynesianischer und monetaristischer Sicht). Bei steigenden Preisen benötigt die Volkswirtschaft für Trans-

### Inflation aus keynesianischer und neoklassisch-monetaristischer Perspektive

Keynesianisch	Neoklassisch-monetaristisch
Die Marktwirtschaft ist instabil und weist Schwankungen der wirtschaftlichen Aktivität und der Inflation auf: Der Staat kann fiskal- und geldpolitisch stabilisierend wirken.	Die Marktwirtschaft ist an sich stabil: Konjunkturelle Bewegungen und Inflation werden vom Staat bzw. der Zentralbank verursacht.
Ausgelöst wird ein Inflationsprozess durch eine überschüssige Nachfrage oder einen Kostendruck (z.B. Energiepreise).	Am Anfang eines Inflationsprozesses steht eine Ausweitung der Geldmenge.
Die modernen Ansätze der <b>neukeynesianischen</b> und <b>neoklassischen</b> Theorien basieren auf rationalen Erwartungen (und effizienten Märkten) mit der Folge, dass Inflationserwartungen den Platz der Lohn-Preis-Spirale einnehmen. Die unterschiedliche Sicht der Marktwirtschaft als inhärent instabil bzw. stabil zeigt sich auch in diesen Ansätzen, allerdings kann keiner von beiden die jüngste Krise erklären (Krugman 2009).	

aktionen mehr Geld. Gibt es dieses Geld nicht, können die Transaktionen nicht in dem gewünschten Umfang durchgeführt werden. Auf diese Weise wird Preissteigerungen die Grundlage entzogen. In der Praxis wirken Zentralbanken dabei nicht, indem sie die Geldmenge direkt steuern, sondern über die kurzfristigen Zinsen, zu denen sie den Banken Liquidität zur Verfügung stellen. Eine Erhöhung der geldpolitischen Zinsen induziert in der Regel einen allgemeinen Zinsanstieg, der die wirtschaftliche Entwicklung schwächt und dadurch die Inflation bremst. Notwendige Bedingung für einen Inflationsprozess ist somit, dass die Zentralbank ihn durch eine zu lockere bzw. nicht ausreichend restriktive Zinspolitik zulässt. Dies allein reicht aber nicht aus, um Inflation zu erzeugen. Dazu bedarf es noch einer kräftigen Wirtschaftsentwicklung, bei der die zur Verfügung stehende Liquidität auch nachgefragt wird.

## Hohe Liquidität und Staatsschulden als mögliche Inflationstreiber?

### Keine Wiederholung der Geschichte

In der deutschen Geschichte des vergangenen Jahrhunderts finden sich zwei Episoden einer außergewöhnlich starken Geldentwertung: die Hyperinflation 1923 (Kasten: Hyperinflation) und die unterdrückte Inflation – gekennzeichnet durch Preiskontrollen, Warenmangel und hohe Schwarzmarktpreise bzw. Tauschhandel – nach dem Zweiten Weltkrieg (Kasten: Inflation: Definitionen). Während im ersten Fall das Geldvermögen vollständig entwertet wurde – einer Inflationsrate von 1025 % im Jahr 1922 folgte 1923 eine Inflationsrate von 106 Mrd. % –, verlor die Bevölkerung mit der Währungsreform 1948, die die unterdrückte Inflation beendete, ihr Geldvermögen zu 90 %. In beiden Fällen war der Staat nicht in der Lage, seine Ausgaben zu tätigen und Schulden zu bedienen, ohne die Notenpresse anzuwerfen, d.h. der Staat erhielt finanzielle Mittel dadurch, dass die Zentralbank einen erheblichen Teil der Staatspapiere direkt übernahm.

Es ist die Kombination aus stark steigenden Staatsschulden, einer sehr expansiven Geldpolitik als Reaktion auf die Finanzkrise und dem diesjährigen Beschluss der EZB, Staatspapiere aufzukaufen (Europäische Zentralbank 2010a), die gegenwärtig erneut Befürchtungen einer Inflationsbeschleunigung bis hin zur Hyperinflation wecken. Sind diese Befürchtungen berechtigt? Im Folgenden werden die expansive Geldpolitik und die erhöhte Staatsverschuldung infolge des starken wirtschaftlichen Einbruchs 2008/2009 im Hinblick auf die mit ihnen verbundenen Inflationsgefahren analysiert.

## Inflation: Definitionen

Preisstabilität (EZB)	Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von nahe, aber unter 2 % gegenüber dem Vorjahr
Schleichende Inflation	Geringe jährliche Preisniveau-Steigerung von bis zu 5 %
Trabende Inflation	Bis zu 50 % im Jahr
Galoppierende Inflation	Mehr als 50 % im Jahr
Hyperinflation	Mehr als 50 % im Monat
Versteckte Inflation	Verringerte Qualität der Güter bei gleichen Preisen
Unterdrückte Inflation	In Wirtschaften mit staatlich festgelegten Preisen auftretender Gütermangel bei zugleich steigenden Schwarzmarktpreisen

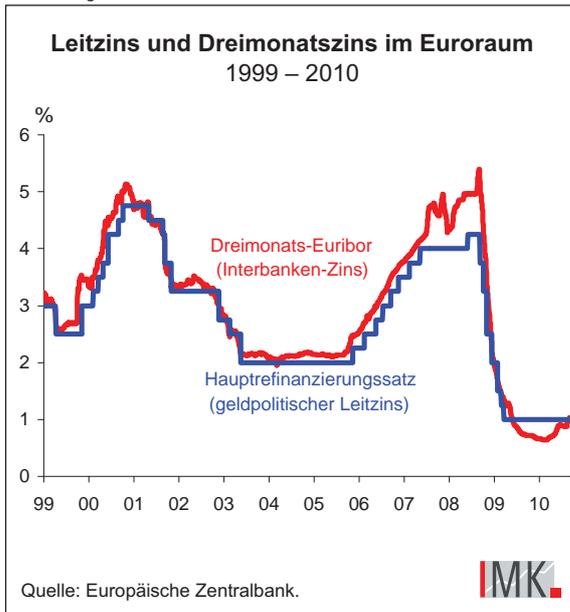
## Hohe Liquidität, niedriges Zinsniveau und Wertpapierkäufe der EZB

Seit Oktober 2008 hat die EZB den Leitzins sukzessive nach unten geschleust, und zwar von 4,25 % auf 1 %, wo er seit Anfang Mai 2009 liegt (Abbildung 2). Ebenfalls seit Oktober 2008 stellt die EZB den Banken so viel Liquidität zur Verfügung, wie diese sich mittels einer vorübergehenden Übertragung von Wertpapieren auf die EZB zum Leitzins leihen möchten. Von Juli 2009 bis Juni 2010 kauften die nationalen Zentralbanken im Euroraum zudem Pfandbriefe (quantitative Lockerung) und erhöhten damit die Liquidität zusätzlich. Mit den im Mai dieses Jahres beschlossenen Interventionen am Markt für Staatsanleihen ist die EZB wie im Falle der Pfandbriefe bemüht, den Markt zu stabilisieren. Das führt aber nicht zu zusätzlicher Liquidität: Die Zentralbank schöpft über einwöchige Termin-einlagen eben jene Liquidität ab, die sie durch den Kauf von Staatsanleihen hinein gibt. Durch das höhere Volumen der Offenmarktgeschäfte und die Wertpapierkäufe hat sich die Bilanzsumme des Eurosystems gegenüber Juni 2007 um rund 17 % erhöht (Abbildung 3).<sup>5</sup>

All diese liquiditätspolitischen Maßnahmen hat die Zentralbank ergriffen, um die Banken und damit die Kreditvergabe vor dem Kollaps zu bewahren. Sie können im Prinzip rasch zurückgefahren bzw. in ihrer Wirkung neutralisiert werden. Sollte die EZB im Laufe der Zeit zu der Auffassung gelangen, dass die Märkte für Pfandbriefe bzw. Staatsanleihen keine Unterstützung

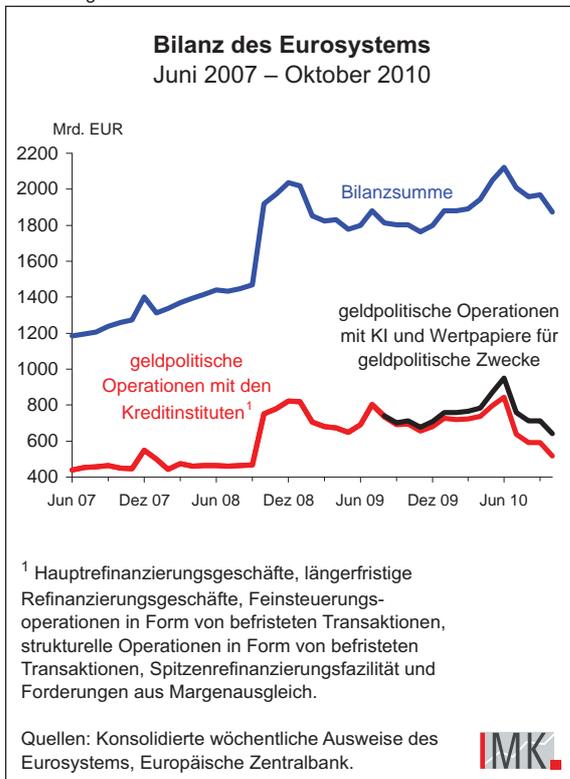
<sup>5</sup> Insgesamt hat sich die Bilanzsumme zwischen dem 22. Juni 2007 und dem 22.10.2010 um 58 % erhöht. Einen hohen Anteil hatte dabei die Neubewertung von Aktiva, insbesondere von Gold, die sich in einem entsprechenden Passivposten niederschlägt (Beitrag zum Anstieg: 14,4 Prozentpunkte).

Abbildung 2



mehr benötigen, so kann sie diese Papiere wieder verkaufen. Gegenwärtig hält sie Pfandbriefe im Wert von 61 Mrd. Euro und aus geldpolitischen Gründen erworbene Staatspapiere im Wert von knapp 63 Mrd. Euro. Ob sie beim Verkauf dieser Papiere künftig einen Kursgewinn erzielen wird, ist a priori nicht eindeutig, sondern hängt vom Kurs beim Kauf, der weiteren Ent-

Abbildung 3



wicklung des Vertrauens in die betreffenden Staatsanleihen und vom geldpolitischen Zinsniveau zum Zeitpunkt des Verkaufes ab.

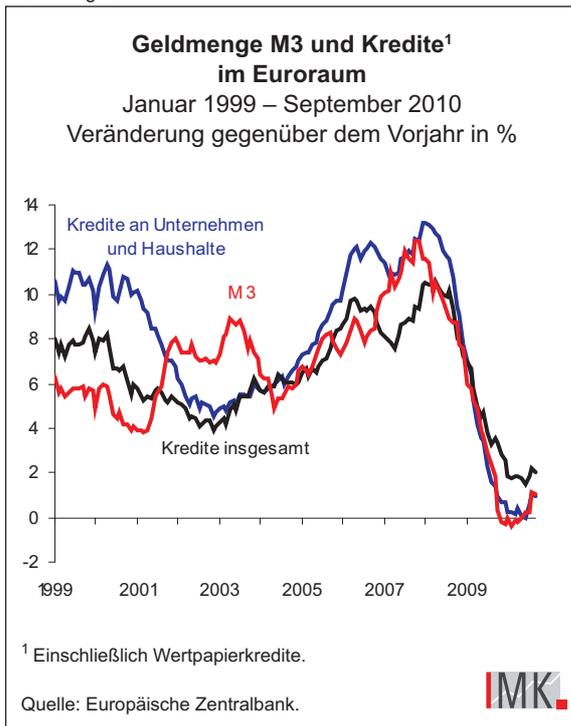
Auch die Offenmarktgeschäfte mit den Geschäftsbanken können bei Bedarf verringert werden. Anfang Oktober 2008 war die über Offenmarktgeschäfte zugeleitete Liquidität sprunghaft angestiegen. Zeitweise überstieg sie das Vorkrisenniveau um 90 %. Ausschlaggebend war das mangelnde Vertrauen der Banken untereinander, das dazu führte, dass die Banken Liquiditätsüberschüsse und -engpässe nicht untereinander am Geldmarkt ausglich. Daher übernahm die EZB ab Oktober 2008 weitgehend die Funktion des Geldmarktes. Im September 2010 überschritt die über Offenmarktgeschäfte zugeleitete Liquidität das Vorkrisenniveau noch um 34 %; im Oktober um 28 %.<sup>6</sup>

Die großzügigere Liquiditätsbereitstellung der EZB ging aber nicht mit einer verstärkten Kreditvergabe einher (Abbildung 4). Erst diese könnte infolge der erhöhten Nachfrage überhaupt eine Inflationsbeschleunigung begründen. Die Kreditvergabe (Buch- und Wertpapierkredite) der Banken an Nichtbanken nahm zuletzt (September 2010) mit einer Rate von 2,0 % zu, wobei Kredite an den Privatsektor um 0,9 % stiegen, die an den Staat um 7,1 %. Angesichts der schwachen Konjunktur ist die Buchkreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften weiterhin rückläufig, wenn auch mit -0,6 % weniger stark als zuvor. Auch in der Geldmengenentwicklung spiegelt sich die hohe Liquiditätsbereitstellung der EZB nicht wider: Die Ausweitung der Geldmenge M3 schwächt sich seit Beginn der Krise ab, war im Laufe dieses Jahres überwiegend leicht rückläufig und nahm zuletzt mit einer Rate von 1 % zu. Dies steht in Einklang damit, dass den gesamten liquiditätszuführenden Operationen des Eurosystems ganz überwiegend liquiditätsabsorbierende Operationen gegenüberstanden, so dass es zwar zu einer erheblichen Bilanzverlängerung der Zentralbank kam, nicht aber zu einer auch nur annähernd entsprechenden Ausweitung der Liquiditätsposition der Banken.<sup>7</sup> Die Liquidität der Banken wurde insbesondere

<sup>6</sup> Berechnet jeweils für die Erfüllungsperioden September 2010 (11.08.2010-7.09.2010), Oktober 2010 (8.09.2010-12.10.2010) und Juni 2007 (15.05.2007-12.06.2007) auf der Grundlage der von der EZB zur Verfügung gestellten Daten zu den Liquiditätsbedingungen im Euroraum (<http://www.ecb.int/stats/monetary/res/html/index.en.html>).

<sup>7</sup> Die Liquiditätsposition der Banken ist identisch mit den Guthaben der Kreditinstitute auf den Girokonten im Eurosystem. Sie ergibt sich als Saldo der liquiditätszuführenden Maßnahmen (Nettoaktiva des Eurosystems in Gold und Fremdwährung, Refinanzierungsgeschäfte, Nutzung der Spitzenrefinanzierungsfazilität und sonstigen liquiditätszuführenden Maßnahmen, wie dem Kauf von Wertpapieren) und der liquiditätsabsorbierenden Maßnahmen (Nutzung der Einlagenfazilität, Banknoten im Umlauf, Einlagen von Zentralregierungen im Eurosystem und anderen liquiditätsabsorbierenden Maßnahmen, wie Termineinlagen).

Abbildung 4



geschmälert durch den stark steigenden Banknoten-umlauf außerhalb des Bankensystems, die Nutzung der Einlagenfazilität des Eurosystems durch die Banken und „andere Faktoren“, zu denen auch der Ausgleichsposten aus Neubewertung zählt.

Verbessern sich die Lage am Interbankenmarkt sowie die Eigenkapitalausstattung der Banken und zeichnet sich wider Erwarten ein starker Aufschwung im Euroraum ab, so wäre die aktuelle Liquiditätssituation der Banken und insbesondere der nur durch die zu hinterlegenden Sicherheiten begrenzte Zugang zu Zentralbankgeld in der Tat eine potenzielle Inflationsquelle, da sie ein erhebliches Kreditschöpfungspotenzial darstellt. Die EZB kennt diesen Zusammenhang allerdings und würde die Liquiditätsbereitstellung entsprechend zurückführen. Dies könnte sie auf verschiedene Weise erreichen, und zwar durch

- eine geringere Zuteilung bei Offenmarktgeschäften, also die Zurücknahme der vollen Zuteilung und damit eine verringerte Liquiditätsbereitstellung,
- eine erhöhte Verzinsung der Einlagenfazilität,
- eine Höherverzinsung der Termineinlagen und eine Verlängerung ihrer Laufzeit,
- den Verkauf von Wertpapieren oder anderen Aktiva, wie beispielsweise Gold,

wobei mit den letzten drei Maßnahmen die Absorption von Liquidität erhöht wird.

Verbessert sich nicht nur die Lage im Bankensystem, sondern auch die konjunkturelle Lage, so müsste

die Zentralbank die Leitzinsen erhöhen, um Liquidität zu absorbieren.<sup>8</sup>

Aus heutiger Sicht birgt allerdings auch das niedrige Zinsniveau keine Inflationsgefahr. Bisher hat es zusammen mit den Konjunkturprogrammen dafür gesorgt, dass die Wirtschaft anders als in der Weltwirtschaftskrise der 30er Jahre nicht in eine große Depression glitt. In einem kräftigen Aufschwung wäre das anders. Dann würde ein niedriges Zinsniveau eine ohnehin hohe Nachfrage weiter ankurbeln und so über kurz oder lang zu Überhitzungserscheinungen führen. Die Preise würden infolge von Engpässen steigen und damit auch die Gewinne (Gewinninflation), was gegebenenfalls weitere Investitionen und eine stärkere Arbeitsnachfrage nach sich ziehen würde. Die Arbeitnehmer würden wegen der erhöhten Inflation bzw. erhöhter Inflationserwartungen und ihrer stärkeren Verhandlungsmacht bei steigender Arbeitsnachfrage höhere Löhne fordern (Preis-Lohn-Spirale). In einer solchen Situation befinden sich gegenwärtig weder Deutschland noch der Euroraum insgesamt. Die Kapazitäten sind trotz der zuletzt hohen Wachstumsraten in Deutschland immer noch deutlich unterausgelastet, das gesamtwirtschaftliche Produktionsniveau liegt immer noch unter dem Vorkrisenniveau, und die Arbeitslosigkeit in Deutschland, die die Unterbeschäftigung nicht einmal voll erfasst, dürfte in diesem Jahr bei 3,2 Mill. Personen liegen, mit weiteren 450.000, die auf Kurzarbeit sind (Arbeitskreis Konjunktur 2010, S. 8). Das derzeit niedrige Zinsniveau wirkt der Nachfrageschwäche, die die aktuelle Krise kennzeichnet, lediglich entgegen. Ein Inflationspotential staut sich damit nicht auf, und der Leitzins kann, wenn sich ein sich selbsttragender Aufschwung abzeichnet, rasch wieder angehoben werden, um eine Überhitzung zu vermeiden.

Verschiedentlich wird der Anstieg von Vermögens- und Rohstoffpreisen als Inflation bzw. als Vorbote einer Inflation interpretiert. Allerdings herrscht hier ein Missverständnis vor: Eine Vermögenspreis-inflation kann Begleiterscheinung eines Inflationsprozesses sein und letzteren verstärken. Analog kann eine Vermögenspreisdeflation eine Deflation begleiten und verstärken. Ein Anstieg der Vermögenspreise ohne anziehende Konsumentenpreise kann aber schwerlich in Zusammenhang mit Inflation gebracht werden. Richtig ist,

<sup>8</sup> Auch ohne eine Erhöhung der Leitzinsen würden die Refinanzierungszinsen steigen, wenn die EZB die Refinanzierungsgeschäfte mengenmäßig begrenzt. Die Banken würden sich überbieten und der Zuteilungssatz würde in die Nähe des Satzes der Spitzenrefinanzierungsfazilität steigen. Wollte die EZB den Anstieg der Refinanzierungszinsen angesichts einer labilen Konjunktur verhindern, müsste sie die Leitzinsen entsprechend senken.

dass der Anstieg der Vermögenspreise über den Vermögenseffekt den Konsum (und auch die Investitionen) anregen kann. Damit es dadurch aber zu einer Inflation kommt, muss es zunächst zu einer Überhitzung der Wirtschaft kommen. Und bereits bevor es zu einer solchen Überhitzung kommt, kann die Zentralbank geldpolitisch gegensteuern. Von einer Überhitzung ist der Euroraum weit entfernt. Die Kerninflationsrate – gemessen am harmonisierten Verbraucherpreisindex ohne Energie, Alkohol, Nahrungsmittel und Tabak – liegt seit Anfang dieses Jahres bei bzw. unter 1 %. In den USA ist es gegenwärtig gerade wirtschaftspolitisches Ziel, über steigende Vermögenspreise die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anzuregen, um von dem hohen Niveau der Arbeitslosigkeit herunter zu kommen. Inwieweit stark steigende Vermögenspreise ein stabilitätspolitisches Risiko darstellen können, ist eine andere Frage. Handelt es sich um Vermögensmarktblasen, droht mit deren Platzen allerdings keine Inflation, sondern ein wirtschaftlicher Abschwung.

### Staatsverschuldung und Inflation

Infolge der Wirtschaftskrise, der Konjunkturprogramme und der Bankenrettung dürfte es gegenüber 2008 zu einem Anstieg des Anteils der deutschen Staatsverschuldung am Bruttoinlandsprodukt um rund 15 Prozentpunkte kommen, so dass er 2010 knapp unter und 2011 knapp über 80 % des BIP liegen wird (AMECO-Datenbank). Die beim Soffin abgerufenen Garantien stellen zudem Eventualverbindlichkeiten dar, die diese Schuldenquote um 6 Prozentpunkte erhöhen könnten. In welchem Zusammenhang steht der Anstieg der Staatsschulden mit der Möglichkeit künftiger Inflation?

Von einer bestehenden Staatsverschuldung kann kein direkter Inflationsdruck ausgehen, da die Ausgaben bereits in der Vergangenheit – inmitten der Krise – erfolgt sind. Die noch ausstehenden Ausgaben im Rahmen des Konjunkturpaketes II tragen wie auch das niedrige Zinsniveau lediglich dazu bei, die konjunkturpolitisch induzierte Erholung zu stützen. Allerdings sind zwei Szenarien denkbar, in denen die Staatsschulden zu einem Auslöser einer steigenden Inflation werden könnten, wobei beiden Szenarien eine äußerst geringe Wahrscheinlichkeit zuzumessen ist.

In einem ersten Szenario sind die Regierungen nicht gewillt oder nicht in der Lage, die Schulden zu bedienen, und die EZB springt ihnen – entgegen ihren Statuten – mit einer übermäßig expansiven Geldpolitik zur Seite. Voraussetzung für das Eintreten dieses Szenarios ist es, dass hinreichend viele Regierungen des Euroraums eine inflationäre Geldpolitik wünschen und dass die EZB sich entweder nötigen lässt oder selbst

zu der Auffassung gelangt, dass eine Phase höherer Inflation positiv zu bewerten ist. Eine weitere Bedingung ist, dass eine Aufschwung in Gang kommt, der eine Erhöhung der Inflation ermöglicht. Das Beispiel Japan zeigt, dass dies eine schwer zu überwindende Hürde sein kann. Auf den ersten Blick entlastet eine höhere Inflation dann tatsächlich den Staatshaushalt. Da der überwiegende Teil der Staatsverschuldung nicht inflationsindexiert ist und eine fixe Verzinsung (Kupon) aufweist, sinkt die Schuldenlast im Zuge der Inflation: Die realen Zinsausgaben verringern sich und werden gegebenenfalls negativ, und der Schuldenstand sinkt relativ zum nunmehr stärker steigenden nominalen Bruttoinlandsprodukt. Zugleich nehmen die Steuereinnahmen stärker zu, da die Steuerzahler auf ihr inflationsbedingt höheres Einkommen mehr Steuern zahlen, auch wenn sich das reale Einkommen nicht verändert hat („kalte Progression“). Werden die Transferzahlungen des Staates nun auch noch verzögert an die Inflation angepasst, kommt es zu einer weiteren Entlastung durch relativ geringere Staatsausgaben.

Verschiedene Faktoren sprechen jedoch dagegen, dass eine Phase vorübergehend höherer Inflation den Staatshaushalt nennenswert entlastet. Erstens hat ein Teil der Staatsverschuldung nur eine relativ kurze Restlaufzeit; in Deutschland beispielsweise haben die ausstehenden, handelbaren Bundeswertpapiere gegenwärtig zu 68 % eine Restlaufzeit von sechs Jahren und weniger (BRD-Finanzagentur 2010, eigene Berechnung). Die fällig werdenden Schulden müssen neu aufgenommen werden und zwar zu den dann geltenden Zinsen, die nicht nur einen Inflationsaufschlag beinhalten werden, sondern wahrscheinlich zusätzlich noch einen Risikoaufschlag.

Zweitens würde die Europäische Zentralbank nach einer mehrjährigen Inflationsphase wieder bestrebt sein, ihr Inflationsziel zu erreichen.<sup>9</sup> Ein Inflationsprozess, der mehrere Jahre andauert und das Inflationsziel verletzt, entwickelt aber eine Eigendynamik. Insbesondere verfestigen sich die Inflationserwartungen, die ihren Ausdruck auch in Lohnabschlüssen und den Kapitalmarktzinsen finden. Um diese Inflationserwartungen wieder zu brechen, muss die EZB die Zinsen deutlich über die Inflationsrate heben. Ein solcher

<sup>9</sup> Bekanntlich liegt dieses gegenwärtig bei nahe, aber unter 2 %. Die Frage, ob ein höheres Inflationsziel – beispielsweise von 4 % wie von Blanchard et al. (2010) erwogen – den geld- und fiskalpolitischen Spielraum erhöhen und gegebenenfalls auch die Überwindung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte im Euroraum erleichtern würde, wird an dieser Stelle vernachlässigt, und das Inflationsziel der EZB als gegeben angenommen. Die folgende Argumentation gilt aber ebenfalls im Falle der Stabilisierung eines etwas höheren Inflationsziels. Der Staat würde dann durch die unerwartete Erhöhung der mittelfristigen Inflationsrate eine gewisse Entlastung erfahren, die allerdings durch eine erhöhte Risikoprämie geschmälert werden könnte.

Renditeanstieg verteuert die Refinanzierung fällig werdender Staatsschulden erheblich. Wenn eine Lohn-Preis-Spirale in vollem Gange ist, ist zudem eine nur kurzwährende Erhöhung der Zinsen womöglich nicht ausreichend, um die Inflationserwartungen in Einklang mit dem Inflationsziel zu bringen. Sofern die Bedingungen für eine erfolgreiche Einkommenspolitik nicht gegeben sind, ist eine deutliche konjunkturelle Abschwächung mit steigender Arbeitslosigkeit erforderlich, um die Preis-Lohn-Spirale zu durchbrechen. Die geldpolitisch induzierte Anpassungsrezession wirkt sich ihrerseits ungünstig auf die Staatsverschuldung aus: Wegbrechende Einnahmen und steigende Ausgaben infolge geringerer wirtschaftlicher Aktivität und höherer Arbeitslosigkeit belasten dann die öffentlichen Haushalte. So stieg beispielsweise die Zahl der Arbeitslosen im Zuge der Disinflation Anfang der 80er Jahre um 1,4 Millionen und verharrte auf hohem Niveau, weil die konjunkturelle Schwäche nicht von kurzer Dauer war, sondern über mehrere Jahre anhielt. Der Anteil der Staatsverschuldung am BIP stieg um 10 Prozentpunkte.

Im Ergebnis dürften weder Zentralbank noch Regierungen ein Interesse an einer über das Inflationsziel hinausgehenden Teuerungsrate haben.

In einem zweiten Szenario wirken nicht die Regierungen bewusst auf eine Inflationierung hin, sondern die Anleger verlieren das Vertrauen in die Wertbeständigkeit der Staatsanleihen, sei es weil, sie befürchten, dass der Staat seinen Zins- bzw. Tilgungsverpflichtungen nicht nachkommt oder weil eine inflationäre Geldpolitik erwartet wird. In diesem Fall würden die Anleger versuchen, die Staatsanleihen zu verkaufen, was zu einem Rückgang der Kurse und infolge von Kapitalexporten auch des Wechselkurses führen würde. Die Abwertung bewirkt über die Importpreise einen Preisniveauschub. Setzt zudem eine Flucht in Sachwerte ein, so steigen die Preise als Reaktion auf die steigende Nachfrage. Mit einer deutlichen Zinserhöhung könnte die EZB die Abwertung und die Flucht in Sachwerte verhindern; wahrscheinliche Folge wäre allerdings ein erneuter wirtschaftlicher Einbruch mit weiter steigenden Schulden, auch infolge von Bankenzusammenbrüchen. Dies ist ein Grund, warum die EZB dem Vertrauen der Märkte so viel Bedeutung zumisst.

Die gegenwärtige Lage im Euroraum rechtfertigt allerdings nicht die Sorgen um eine politisch motivierte Inflationierung bzw. einen Vertrauensverlust in europäische Staatsanleihen. Nur durch schwerwiegende wirtschaftspolitische Fehler könnte der Euroraum auch nur in die Nähe dieser beiden Szenarien gelangen (siehe nächster Abschnitt).

## **Gefahr eines Vertrauensverlustes durch einseitigen Fokus auf Haushaltskonsolidierung**

Die Staatsverschuldung Deutschlands beträgt gegenwärtig etwas weniger als 80 % des BIP. Rechnet man den Staatsschulden das Geldvermögen des Staates gegen, so schrumpft die Schuldenquote auf etwa 50 % des BIP. Würde man darüber hinaus die Vermögensgüter des Staates berücksichtigen, so errechnete sich ein Reinvermögen bzw. eine (Rein)Verschuldung von nahezu Null.<sup>10</sup> Zudem verfügt Deutschland über ein funktionsfähiges Steuersystem mit erheblichem Spielraum zur Erweiterung der Steuerbasis und Erhöhung der Steuersätze. In einer solchen Situation wäre eine bewusste Inflationierung zur Entlastung des Staatshaushalts nicht nur unnötig, sondern wirtschaftspolitisch unverantwortlich (vgl. hierzu auch Kasten: John Maynard Keynes: Ein Inflationsgegner).

Wie ist es aber, wenn man einen Blick auf die mögliche Inanspruchnahme des deutschen Staates bei Garantien und auf mögliche Kreditausfälle wirft? Man stelle sich beispielsweise vor, dass alle Länder des Euroraums, wie derzeit geplant, auf einen Konsolidierungskurs einschwenken und der davon ausgehende restriktive Impuls nicht durch einen expansiven (beispielsweise eine kräftige Exportnachfrage außerhalb des Euroraums) kompensiert wird. In diesem Fall dürfte das Wachstum im Euroraum in den kommenden Jahren schwach ausfallen; in einigen südeuropäischen Volkswirtschaften dürfte es sogar erneut zu einer Rezession kommen. Sollte es infolgedessen zu Zahlungsschwierigkeiten und einer vollen Inanspruchnahme von Garantien kommen, die die Bundesregierung jüngst gegeben hat, könnte sich die Schuldenlast deutlich erhöhen. Zu den 22,4 Mrd. Euro an Garantien für Griechenland kämen bis zu 148 Mrd. Euro aus dem Euro-Rettungspaket. Zusammen entspräche dies einem Anstieg der Schuldenquote um 7 Prozentpunkte. Infolge einer durch die Zahlungsschwierigkeiten ausgelösten erneuten Krise dürften darüber hinaus aber auch die Banken in Schwierigkeiten geraten, mit der Folge, dass auch hier Kredite vom Staat notleidend würden, Garantien in Anspruch genommen und weitere Staatshilfen erforderlich wären. Auch für Verluste der EZB müsste Deutschland wohl zumindest anteilmäßig aufkommen.<sup>11</sup>

<sup>10</sup> Berechnungen entsprechend der Daten von Destatis (2010) und Deutsche Bundesbank (2010), wobei die über das Anlagevermögen und Bauland hinausgehenden Vermögensgüter mit knapp 200 Mrd. Euro angesetzt wurden.

<sup>11</sup> Die Frage einer Verlustübernahme ist vertraglich nicht geregelt, die Nachschusspflicht dürfte sich aber aus dem Kapitalanteil ergeben.

## John Maynard Keynes: ein Inflationsgegner

In seinem „Tract on Monetary Reform“ von 1923 spricht sich John Maynard Keynes klar gegen die „Inflationssteuer“ als Mittel der staatlichen Haushaltskonsolidierung aus. Er befürwortet vielmehr andere wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Begrenzung von staatlicher und privater Verschuldung. Der bewusste Einsatz der Inflationssteuer, welche die Vermögenden belastet und Schuldner inklusive des Staates entlastet, sei nur im äußersten Notfall zu erwägen. Dann nämlich, wenn die Regierung zu schwach ist, eine als zu ungleich empfundene Einkommens- und Vermögensverteilung bzw. eine zu hohe Verschuldung von Staat oder Privaten auf anderem Wege zu bekämpfen. Keynes sah die Gefahr, dass eine hohe Ungleichheit von Einkommen und Vermögen bzw. eine hohe Staatsverschuldung negativ auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung wirkt, indem sie den privaten Massenkonsum und den fiskalpolitischen Spielraum des Staates einschränken und somit sogar Deflationsgefahren hervorrufen kann. In diesem Zusammenhang sah Keynes Inflation lediglich als „die Form der Besteuerung, die am schwersten zu umgehen ist und die selbst von der schwächsten Regierung durchgesetzt werden kann, die ansonsten nichts durchsetzen kann“ (Keynes 1963, S. 104; Übersetzung der Autoren).

Nur in einem solchen Fall könne Inflationierung ein zwar sehr unbefriedigendes aber doch legitimes Mittel einer Regierung sein, die sich zugunsten der Gesamtwirtschaft „gegen den Rentier“ wenden muss:

„Es zeigt sich, dass Inflation ungerecht und Deflation unzweckmäßig ist. Von beiden ist Deflation, sofern man übertriebene Inflationsphasen wie in Deutschland außer Acht lässt, das schlimmere Übel, weil es in einer verarmten Welt schlimmer ist, Arbeitslosigkeit hervorzurufen als den Finanzinvestor zu enttäuschen. Aber wir sollten nicht das eine Übel gegenüber dem anderen abwägen. Es ist einfacher, Einigkeit darüber zu erzielen, dass beide Übel gemieden werden sollten“ (Keynes 1963, S. 103; Übersetzung der Autoren).

In einem Land wie Deutschland mit funktionierender Steuerverwaltung ist es in der gegenwärtigen Situation deutlich sinnvoller, die staatliche Schuldenstandsquote durch höhere Steuern auf hohe Einkommen und Vermögen zu begrenzen und zugleich mit höheren Staatsausgaben die konjunkturelle Entwicklung zu befördern und deflationären Gefahren entgegenzuwirken. Wie von Keynes für die 1920er Jahre beschrieben, stehen viele Länder auch heute wieder vor der dreifachen Herausforderung, die Ungleichheit von Einkommen und Vermögen zu korrigieren, die Staatsverschuldung abzubauen und Inflation zu vermeiden.<sup>12</sup>

<sup>12</sup> Für den Zusammenhang zwischen steigender Ungleichheit von Einkommen sowie Vermögen und den großen Wirtschaftskrisen von 1929 und 2008 vgl. Galbraith (1954), Horn/van Treeck (im Erscheinen).

Eine Überschuldung eines Staates oder einer Staatengruppe ist als Möglichkeit nicht gänzlich auszuschließen. Die Wirtschafts- und Finanzmarktkrise hat zudem gezeigt, wie rasch Budgetdefizite emporschnellen können. Ebenso können Naturkatastrophen oder andere Schocks, wie auch die fehlgeschlagene Rettung eines anderen Staates, dazu führen, dass der Staat seine Schulden nicht bedienen kann.

Die Wahrscheinlichkeit einer Überschuldung ist umso geringer, je stabiler die Ausgangssituation ist. Dabei reicht ein Blick auf die öffentlichen Defizite und den Schuldenstand nicht aus (Brecht et al. 2010; Horn et al. 2010). Dies hat der Fall Spaniens jüngst eindrucksvoll gezeigt: Vor Beginn der Krise hatte Spanien eine relativ geringe Staatsverschuldung (36 % des BIP im Jahr 2007) und erzielte 2005-2007 staatliche Budgetüberschüsse. Nur zwei Jahre später hatte der Schuldenstand 53 % des BIP erreicht und das öffentli-

che Defizit schlug mit 11,2 % zu Buche (AMECO-Datenbank, EU-Kommission 2010). In den Jahren vor Ausbruch der Krise hatte sich nämlich der private Sektor stark verschuldet, und die Stabilisierungsmaßnahmen im Zuge der Krise ließen die öffentlichen Defizite nach oben schnellen; die Alternative wäre wohl eine tiefe Depression gewesen. Das spanische Beispiel zeigt, dass hinter der gegenwärtigen Krise des Euroraums nicht in erster Linie die mangelnde Ausgabendisziplin der Regierungen steht, sondern das Problem gravierender Leistungsbilanzungleichgewichte (vgl. Horn et al. 2010).<sup>13</sup>

<sup>13</sup> Im Vergleich etwa zu Spanien und Irland, die seit Beginn der Europäischen Währungsunion die 3 %-Obergrenze für das staatliche Haushaltsdefizit aus dem Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt nie verletzt haben, wies Deutschland vor Ausbruch der Krise sowohl höhere Haushaltsdefizite als auch eine höhere staatliche Schuldenstandsquote auf. Dennoch gelten deutsche Staatsanleihen nicht zuletzt wegen der positiven Außenhandelsposition als besonders sicher (vgl. Horn et al. 2010).

Heute ist die Ausgangslage problematischer, und eine erneute Rezession in den Ländern mit angeschlagenen Staatsfinanzen könnte in der Tat zu schweren Verwerfungen auf dem Markt für Staatsanleihen führen. Auch Deutschland wäre dann kaum in der Lage, über die eigenen Verbindlichkeiten hinaus die Schulden einer Vielzahl anderer Euroraum-Länder zu übernehmen. Daher ist es so immens wichtig, dass eine erneute Rezession im Euroraum verhindert wird und insbesondere die Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten und hohen Schuldenständen aus ihrer Verschuldungssituation herauswachsen können.

Die Konjunktursorgen in den USA, die hartnäckige Weigerung Chinas, eine deutliche Aufwertung des Renminbi zuzulassen und die Ankündigung der chinesischen Regierung, einer Immobilienblase entschlossen entgegenzutreten, lassen es wenig wahrscheinlich sein, dass ein ausreichender außenwirtschaftlicher Impuls einen robusten Aufschwung im Euroraum in Gang setzt. Der Euroraum muss daher „aus eigener Kraft“ einen Wachstumsprozess erzeugen und aufrechterhalten.

In dieser Situation muss insbesondere das Überschussland Deutschland, das seit Jahren erhebliche Leistungsbilanzüberschüsse aufweist und damit definitionsgemäß unter seinen Verhältnissen gelebt hat,<sup>14</sup> die Konsolidierung hinausschieben und zunächst die Rolle der Konjunkturmotors im Euroraum übernehmen. Ansonsten könnte der Euroraum über Jahre hinweg in eine Stagnation oder gar eine Deflation geraten, wodurch sich auch die Verschuldungsproblematik der Staaten verschärfen würde.

Eine weitere Gefahr besteht in diesem Zusammenhang darin, dass die EZB zu früh beginnt, die geldpolitischen Zügel zu straffen – auch aus Furcht vor einem Verlust ihrer Glaubwürdigkeit.<sup>15</sup> Dabei war die Zinserhöhung vom Juli 2008 – inmitten von Rezession und Finanzkrise – ominös, wie auch die Tatsache, dass die EZB zuließ bzw. bewirkte, dass die Geldmarktzinsen im Euroraum seit Mai dieses Jahres wieder steigen (Abbildung 2).

Wachstum allein wird den hohen Schuldenstand als Anteil am BIP einiger Euroländer in den kommen-

den Jahrzehnten nicht auf ein nachhaltiges Niveau, geschweige denn auf die im EU-Vertrag geforderten 60 % bringen. Eine Verbreiterung der Steuerbasis ist daher erforderlich, wobei die Steuererhöhungen zunächst möglichst konjunkturneutral ausfallen und private Investitionen und privaten Konsum möglichst wenig belasten sollten. Die Steuererhöhungen sollten daher auf die Finanzbranche sowie auf einkommensstarke und vermögende Privathaushalte konzentriert werden. Wenn zusätzlich zu einer Finanzmarkttransaktionssteuer und einer vorübergehenden Finanzaktivitätssteuer eine ggf. ebenfalls vorübergehende, aber nennenswerte Vermögenssteuer im gesamten Euroraum eingeführt würde, könnte ein erhebliches zusätzliches Aufkommen erzielt werden, das den hoch verschuldeten Ländern den Schuldenabbau erleichtern würde und Deutschland die Finanzierung von Infrastrukturmaßnahmen und anderen Investitionen insbesondere in Bildung und Umweltschutz, die nicht nur die Konjunktur anregen, sondern auch die Produktivität in Deutschland mittelfristig erhöhen würden.<sup>16</sup> Durch die skizzierten steuerpolitischen Maßnahmen könnte auch die Schieflage in der Einkommens- und Vermögensverteilung korrigiert werden, welche eine Ursache der jüngsten Weltwirtschaftskrise war (vgl. Horn et al. 2009; IMF 2010, S. 9ff.).<sup>17</sup>

Wenn also die Wahrscheinlichkeit einer länderübergreifenden Staatsschuldenkrise im Euroraum verringert werden soll, so bedarf es gerade weder eines zügigen Ausstiegs aus der expansiven Geldpolitik durch die EZB noch drastischer Ausgabenkürzungen durch die Regierungen, insbesondere in Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen wie Deutschland. Dies gilt umso mehr, als der Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik insbesondere die Defizitländer treffen würde, die sich – anders als der deutsche Bankensektor – gegenwärtig mangels Alternativen sehr stark bei der Zentralbank refinanzieren und zudem einen hohen Bestand an Staatsschuldtiteln aufweisen.

<sup>16</sup> Vergleiche zu den übrigen EU-Ländern sowie detaillierte Bedarfsstudien beziffern den zusätzlichen Bedarf an öffentlichen Investitionen auf 37 bis 75 Milliarden Euro bzw. auf zwischen 1,5 % und 3 % des BIP pro Jahr (Truger 2009, S. 245 und die darin genannten Quellen).

<sup>17</sup> Die relative Einkommensarmut zwischen 1998 und 2008 ist um etwa 40 % gestiegen (Grabka/Frick 2010). Zwischen 2000 und 2005 sind Armut und Ungleichheit in keinem der OECD-Länder so stark gestiegen wie in Deutschland (OECD 2008). Rund 11,5 Millionen Menschen lagen 2008 unter der Armutsrisikoschwelle – dies entspricht rund 14 % der Gesamtbevölkerung. Selbst die Mittelschicht hat in dieser Zeit reale Einkommensverluste hinnehmen müssen (das reale Medianeinkommen ist um knapp 2 % gefallen). Die Ungleichheit bei den privaten Vermögen hat ebenfalls stark zugenommen. Schon im Jahr 2002 verfügte das reichste Zehntel der Bevölkerung über knapp 58 % des gesamten Privatvermögens. Im Jahr 2007 waren es sogar etwa 61 %. Die unteren 70 % der Bevölkerung hielten 2007 nur 6 % des gesamten Vermögens, die unteren 80 % nur etwa 11 % (Frick/Grabka 2009).

<sup>14</sup> Verschiedentlich wird fälschlicherweise behauptet, Deutschland habe über seine Verhältnisse gelebt: Dies kann auf ein Land, das deutlich mehr produziert als es ausgibt, aber gar nicht zutreffen, sondern nur auf Länder, die mehr ausgeben als sie produzieren.

<sup>15</sup> Blanchard (2008, S. 21) bemerkt in einem Überblick über den Stand der makroökonomischen Forschung, dass die Rolle der Erwartungen im nekeynesianischen Modell möglicherweise überschätzt wird und es an einem schlüssigen Konzept mangelt, das erklären könnte, warum die Verankerung von Inflationserwartungen so wichtig ist; ein Problem, das auch die Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsforschungsinstitute – wenn auch in einer Fußnote – aufgreift (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2008, S. 76).

## Fazit

Die Gefahr einer künftigen Inflationsphase in Deutschland und dem Euroraum ist sehr gering. Insofern sind die Inflationsängste in Deutschland überzogen. Die Lage ist keineswegs so dramatisch, wie sie auf den ersten Blick erscheinen mag. Die hohe Liquidität des Bankensystems steht in keinem Zusammenhang mit Inflation, sondern ist primär Ausdruck des Vertrauensverlustes zwischen den Banken im Zuge der Finanzkrise; die Verschuldung der Staaten im Euroraum ist zwar hoch, aber tragbar, und die EZB ist eine von den Regierungen unabhängige Zentralbank, die in der Lage und bestrebt ist, eine Inflationsbeschleunigung zu vereiteln.

Die eigentliche Gefahr besteht darin, dass eine zu restriktive Geldpolitik der EZB sowie Kürzungen der

öffentlichen Investitionen ein kräftiges Wachstum und somit den Rückgang der Staatsverschuldung im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung verhindern. Im günstigsten Fall würde der Euroraum infolgedessen über Jahre hinweg in eine Stagnation geraten. Käme es jedoch erneut zu einem starken wirtschaftlichen Einbruch, wäre eine länderübergreifende Staatsschuldenkrise im Euroraum wahrscheinlich und eine Entwertung des ersparten Vermögens wohl unausweichlich. Allerdings wäre selbst in diesem Fall eine trabende oder galoppierende Inflation deutlich weniger wahrscheinlich als eine geordnete Herabsetzung der entsprechenden Staatsschuldtitel. Die Wirtschaftspolitik kann und sollte ein solches Szenario verhindern.

---

## Hyperinflation 1923

Die heutige Situation ist mit der Ausgangslage vor der Hyperinflation in Deutschland 1923 kaum vergleichbar. Erstens war die zu schulternde Staatsverschuldung Deutschlands im Verhältnis zum Steueraufkommen wesentlich höher, zweitens war der geldpolitische Sachverstand weniger ausgeprägt, und drittens war der Charakter der Liquidität ein anderer: Der deutschen Hyperinflation ging zum einen der Erste Weltkrieg voraus, der in allen beteiligten Ländern zu einem erheblichen Anstieg der Staatsverschuldung und auch der Bankeinlagen geführt hatte. Die deutsche Staatsverschuldung betrug 1919 156 Mrd. Mark gegenüber 4,8 Mrd. Mark 1913 (Deutsche Bundesbank 1976, S. 313). Der Bargeldumlauf war – auch in Folge einer Monetisierung der Staatsschulden durch die Zentralbank – von 6,6 Mrd. Mark auf 50,1 Mrd. Mark gestiegen (ebenda, S. 14). Die fiskalischen Belastungen waren immens. Neben den üblichen Staatsausgaben mussten nicht nur die Zinszahlungen aufgebracht werden, die sich bereits 1918 auf 8-10 % des Volkseinkommens beliefen, sondern es mussten auch Unterstützungszahlungen an Kriegsoffer geleistet werden, die mit 5 % des Volkseinkommens veranschlagt werden (Haller 1976). Zusammen entsprachen allein diese beiden Ausgabenpositionen etwa der Vorkriegs-Steuereinnahmenquote von 13 %. Ein breiteres Steuersystem, das unter normalen Umständen wohl tragfähig gewesen wäre, wurde erst 1920 eingeführt (Haller 1976). Trotz bereits relativ hoher Inflationsraten nahm die Staatsverschuldung, die 1913 nur 9 % des Sozialproduktes betragen hatte, nicht nur nominal, sondern auch in realer Rechnung bis 1918/1919 rapide zu. Das Produktionsniveau war zu diesem Zeitpunkt deutlich niedriger als vor dem Krieg, der Produktionsapparat war zudem auf eine Kriegswirtschaft ausgerichtet, und es mussten Reparationszahlungen in Naturalien beglichen werden. Hinzu kam, dass die Alliierten monetäre Reparationszahlungen forderten, deren Höhe 1921 mit 33 Mrd. US-Dollar (132 Mrd. Goldmark) festgesetzt wurde, was zwar 252 % des Bruttoinlandsproduktes im Jahre 1913 entsprach, aber in 66 Jahresraten zu zahlen war und damit eine jährliche Belastung in Höhe von knapp 4 % des 1913er Bruttoinlandsproduktes darstellte.

Diese Ausgangsbedingungen, kombiniert mit einer fehlenden wirtschaftspolitischen Einsicht der Zentralbank, waren ausschlaggebend für das Drama, das sich 1921-1923 entfaltete. Kurz nachdem die Höhe der Reparationszahlungen im Frühjahr 1921 bekannt wurde, kam es infolge eines Vertrauensverlustes zu einer Abwertung der Mark. Die Reichsbank interpretierte die daraus resultierende Inflationsbeschleunigung

## Fortsetzung Hyperinflation 1923

als eine Situation, in der ein Anstieg des binnenwirtschaftlichen Geldbedarfs zu verzeichnen war, den es zu befriedigen galt.<sup>18</sup> Da ein erheblicher Teil der Staatsausgaben über Notenbankkredite finanziert wurde und auch die Unternehmen vor dem Hintergrund hoher Inflationserwartungen und niedriger Zinsen kräftig Kredite aufnahmen, gab es eine erhebliche Überschussnachfrage, die die Preise in die Höhe trieb. Eine sich ständig verstärkende Preis-Lohn-Spirale wurde in Gang gesetzt.

Bis 1922 war die wirtschaftliche Entwicklung durch hohe Investitionen und einen hohen Beschäftigungsstand gekennzeichnet; allerdings verlor die Mittelschicht einen Großteil ihres Vermögens durch die Inflation, und die Lohnempfänger büßten ihr Einkommen gegenüber dem Vor-Inflationsniveau um mehr als die Hälfte ein (Pfleiderer 1979, S. 354), weil die Entwicklung der Löhne hinter der der Preise zurückblieb. Lag die Inflationsrate 1920 noch bei 113 % und 1921 bei 28 %, so stieg sie 1922 auf 1025 % an. Die Mark hatte bereits ab Herbst 1921 ihre Funktion als Wertaufbewahrungsmittel verloren, Ende 1922 verlor sie auch zunehmend die Funktion als Recheneinheit – Preise und Löhne wurden mit Bezug auf den US-Dollar fixiert (Robinson 1938). Damit beschleunigte sich die Eigendynamik der Inflation erheblich. Die Besetzung der Ruhr durch Frankreich wegen ausbleibender Reparationszahlungen und die Notenpressen-finanzierte Unterstützung des passiven Widerstandes dürften diesen Prozess lediglich verstärkt haben (Galbraith 1976). Die Reichsbank erhöhte nun zwar auch den Leitzins – von 6 % im Juli 1922 auf 30 % im August 1923 und 90 % im Oktober 1923, die Realzinsen blieben aber weiterhin deutlich negativ. Inflation und Inflationserwartungen waren ohnehin so hoch, dass eine zinspolitische Stabilisierung zu diesem Zeitpunkt nicht mehr möglich war. Im Jahr 1923 betrug die Inflationsrate 106 Mrd. %. Da die Mark niemals gänzlich ihre Funktion als Zahlungsmittel verlor, gab es eine immer wiederkehrende Knappheit an Bargeld. Notenpressen liefen Tag und Nacht, und jeder versuchte, das Geld so schnell wie möglich wieder loszuwerden. Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes nahm rasant zu.

Die Meinungen über die wirtschaftspolitische Ursache der Hyperinflation gehen stark auseinander. Während Sebastian Haffner (1986) beispielsweise der Auffassung ist, dass die Hyperinflation bewusst in Kauf genommen wurde, um angesichts einer zerrütteten Währung zu zeigen, dass die Reparationsforderungen der Alliierten aus dem Ersten Weltkrieg unerfüllbar waren, argumentieren andere, dass es eine fehlende Einsicht in die makroökonomischen Zusammenhänge war, die die Hyperinflation hervorbrachten. Haller (1976) arbeitet sogar heraus, dass in der Weimarer Republik „geradezu heroische Anstrengungen unternommen (wurden), um zu zusätzlichen Steuereinnahmen zu gelangen und der ‚Pumpwirtschaft‘ Einhalt zu gebieten“ (Haller 1976, S. 144). Bresciani-Turroni betont die Bedeutung der Geldmengenausweitung, während Joan Robinson zeigt, dass „the quantity of money was important, not because it caused inflation, but because it allowed it to continue.“ (Robinson 1938, S. 511).

Deutschland war schon deshalb in einer anderen Situation als die anderen am Krieg beteiligten Länder, weil es den Krieg verloren hatte. Frankreich konnte ohne Vertrauensverlust den Wiederaufbau der Wirtschaft über Staatsverschuldung finanzieren und die Notenpresse anwerfen, weil die Aussicht bestand, dass letztlich Deutschland mittels Reparationszahlungen die Schulden begleichen würde. Deutschland mit seiner neuen, instabilen und von links und rechts bedrängten Weimarer Regierung hatte demgegenüber nicht nur die eigene Staatsverschuldung zu bedienen, sondern auch die Reparationszahlungen zu leisten. Anleihen waren somit kaum unterzubringen; ohne Repudiation der Staatsschuld war die Finanzierung eines Teils der Staatsausgaben über die Notenpresse unumgänglich. Die Abwertungen 1920 und 1921 als Folge der Steuergesetze einerseits und der Bekanntmachung der Höhe der Reparationszahlungen andererseits lösten die Inflation aus, getragen wurde sie durch eine Preis-Lohn-Spirale, steigende Inflationserwartungen und einen zunehmenden Anstieg der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes.

---

<sup>18</sup> Es ist allerdings fraglich, ob unter den gegebenen Bedingungen eine restriktive Geldpolitik, die sich der Abwertung und der Flucht in Sachwerte entgegenstemmte, erfolgreich gewesen wäre. Das Resultat wäre wahrscheinlich eine tiefe Depression gewesen. Wie auch nach dem Zweiten Weltkrieg befand sich Deutschland in einer Situation extremer monetärer Instabilität, die mit traditionellen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen nicht zu bewältigen war. Nach dem Zweiten Weltkrieg war die Situation insofern anders, als die Staatsschuld bereits überwiegend bei den Banken und der Reichsbank war und die privaten Haushalte in entsprechendem Umfang Bankeinlagen hielten. Der immense Geldüberhang (infolge der monetisierten Staatsschulden) wurde 1948 durch eine Währungsreform beseitigt, indem die Reichsmark bei gegebenen Preisen im Verhältnis von 10:1 in D-Mark getauscht wurde (Entwertung des Geldvermögens um 90 %) (Tober 1999). Nach dem Ersten Weltkrieg kam die Währungsreform erst nach der Hyperinflation.

## Literatur

**Blanchard, O./Dell’Ariccia, G./Mauro, P. (2010):** Rethinking Macroeconomic Policy. IMF Staff Position Note, February 12, 2010, SPN 10/03, Washington D.C.

**Blanchard, O. J. (2008):** The state of macro, Working Paper 08-17, Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics, Working Paper Boston.

**BRD-Finanzagentur (2010):** Ausstehende, handelbare Bundeswertpapiere (per 13.08.2010), Frankfurt ([http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material\\_Deutsche\\_Finanzagentur/PDF/Aktuelle\\_Informationen/Ausstehende\\_Bunds.pdf](http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/PDF/Aktuelle_Informationen/Ausstehende_Bunds.pdf)).

**Destatis (2010):** Anlagevermögen nach Sektoren, Arbeitsunterlage, Wiesbaden.

**Deutsche Bundesbank (2008):** Integrierte sektorale und gesamtwirtschaftliche Vermögensbilanzen für Deutschland, Monatsbericht, Januar, S. 31-47.

**Deutsche Bundesbank (2010):** Statistik, Zeitreihen, Geldvermögen des Staates konsolidiert (Zeitreihe CEB0QC); Verbindlichkeiten des Staates konsolidiert (Zeitreihe CEB0CQ), Stand: 28.07.2010.

**EU-Kommission (2010):** AMECO-Datenbank, Stand: 20. April 2010, Brüssel, ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm?CFID=46461&CFTOKEN=2d978369d07ade73-5A015D8A-EEEE7-367D-4D792A8B66FE08EE&jsessionid=240621c73440111e1a11](http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm?CFID=46461&CFTOKEN=2d978369d07ade73-5A015D8A-EEEE7-367D-4D792A8B66FE08EE&jsessionid=240621c73440111e1a11)).

**Europäische Zentralbank (2010a):** EZB beschließt Maßnahmen, um den starken Spannungen an den Finanzmärkten entgegen zu wirken; Pressemitteilung vom 10. Mai 2010, Frankfurt.

**Europäische Zentralbank (2010b):** Ergebnisse des Surveys of Professional Forecasters der EZB für das dritte Quartal 2010; Monatsbericht, August 2010, Frankfurt/M., S. 61-66.

**Deutsche Bundesbank (HG.) (1976):** Deutsches Geld- und Bankwesen in Zahlen 1876 - 1975, Frankfurt.

**Frick, J./Grabka, M. (2009):** Gestiegene Vermögensungleichheit in Deutschland, Wochenbericht des DIW Berlin Nr. 4/2009:

**Grabka, M./Frick, J. (2010):** Weiterhin hohes Armutsrisiko in Deutschland: Kinder und junge Erwachsene sind besonders betroffen, Wochenbericht des DIW Berlin Nr. 7/2010

**Galbraith, J. K. (1954):** The Great Crash 1929, London.

**Haller, H. (1976):** Die Rolle der Staatsfinanzen für den Inflationsprozess, in: Deutsche Bundesbank (HG): Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975, Frankfurt, S. 115-155.

**Arbeitskreis Konjunktur (2010):** Erholung verlangsamt sich. Prognose-Update: Deutsche Konjunktur im Herbst 2010, IMK Report Nr. 55

**Horn, G./Niechoj, T./Tober, S./van Treeck, T./Truger, A. (2010):** Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts: Nicht nur öffentliche, auch private Verschuldung zählt, IMK Report Nr. 51.

**Horn, G./van Treeck, T. (im Erscheinen):** Ungleichheit und außenwirtschaftliche Ungleichgewichte. Eine keynesianische Krisenerklärung, in: Tagungsband zur Tagung der Keynes-Gesellschaft 2010.

**IMF (2008):** World Economic Outlook, International Monetary Fund, Fall, Washington 2008.

**IMF (2010):** The Human Costs of Recessions, in: The Challenges of Growth, Employment and Social Cohesion. Joint ILO-IMF conference in cooperation with the office of the Prime Minister of Norway. International Monetary Fund, International Labour Organization, Discussion Document, Oslo.

**Keynes, J. M. (1923):** A Tract on Monetary Reform, zitiert nach Keynes, J.M. (1963): Essays in Persuasion, New York, London.

**Krugman, P. (2009):** How did economists get it so wrong? New York Times Magazine, 02.09.2009. New York (<http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html>).

**OECD (2008):** Growing unequal? Income distribution and poverty in OECD countries, Paris.

**Pfleiderer, O. (1979):** Two Types of Inflation, Two Types of Currency Reform. Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, 135, S. 352-364.

**Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2008):** Deutschland am Rande einer Rezession. Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2008. IMK Report Nr 32.

**Robinson, J. (1938):** Review of The Economics of Inflation by C. Bresciani-Turroni, Economic Journal 48 (September 1938), S. 507-513.

**Statistisches Bundesamt (1972):** Bevölkerung und Wirtschaft 1872-1972, Stuttgart.

**Svensson, L.E.O. (2008):** What have economists learned about monetary policy over the past 50 years? Speech at the conference: Monetary policy over fifty years, Deutsche Bundesbank, September 21st, Frankfurt am Main.

**Tober, S. (1999):** Die Beendigung extremer monetärer Instabilität, Marburg.

**Tober, S. (2009):** EZB-Politik mit restriktivem Unterton, WSI-Mitteilungen.

**Tober, S./Zimmermann, T. (2009):** Monetary Policy and Commodity Price Shocks. Intereconomics, Vol. 44, Number 4, 2009, S. 231–237.

**Truger, A. (2009):** Die makroökonomische Bedeutung öffentlicher Investitionen und ihre Finanzierbarkeit, WSI Mitteilungen 5/2009, S. 243–250.

---

Herausgeber: Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der Hans-Böckler-Stiftung, Hans-Böckler-Str. 39, 40476 Düsseldorf, Telefon 0211 7778-331, Telefax 0211 7778-266, [IMK@boeckler.de](mailto:IMK@boeckler.de), <http://www.imk-boeckler.de>

**Redaktionsleitung:** Prof. Dr. Gustav A. Horn  
**Pressekontakt:** Rainer Jung, 0211 7778-150

ISSN 1861-3683

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe zulässig.

**Hans Böckler  
Stiftung** 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.