

Finanzmarktkrise - Ausweg Inflation?

Crash, Staatsverschuldung und Inflation: drei Wege aus der Schuldenkrise?

Das Hauptproblem der andauernden Krise ist das übergroße Schuldenvolumen. Zu viele Schuldner sind nicht mehr in der Lage, ihre Schuldenlast in Form von Zins und Tilgung zu tragen. Umgekehrt haben Gläubiger ein Übermaß an Forderungen angehäuft und damit auch ein Übermaß an so genanntem Geldvermögen.¹ Viele Geldvermögensbesitzer müssen aufgrund der Krise vorherige Annahmen zum Wert ihres Geldvermögens erheblich revidieren, so hartnäckig sie sich solcher Einsicht auch widersetzen. Erst wenn diese Bereinigung stattgefunden hat, knüpfen Wirtschaftsleistung und Wohlstand an das Vorkrisenniveau an.

Zu einer Wirtschaftskrise der gegenwärtigen Art käme es nicht, wenn Schuldenlast und Geldvermögen sich von allein rechtzeitig an veränderte wirtschaftliche Gegebenheiten anpassen. Der Markt sorgt zwar bei Vermögensobjekten wie Aktien und Immobilien dafür, dass Über- und Untertreibungen der Preisentwicklung früher oder später von selbst korrigiert werden, aber bei Schulden und Geldvermögen geschieht nichts Vergleichbares. Wer Geld verleiht, fordert Zins und Tilgung in vereinbarter Höhe und zu vereinbarten Fristen ein, ganz unabhängig davon,

welche Marktpreiskorrekturen bei anderen Vermögensobjekten stattfinden.

Dass die Höhe des tragbaren Zins- und Tilgungsdienstes im Vorfeld dieser Krise allgemein überschätzt wurde, war unter anderem am Boom der Unternehmensübernahmen erkennbar. Bei Beteiligungsunternehmen und Banken galt es als ein fast sicheres Geschäft, mit geringem Kapitaleinsatz Unternehmen aufzukaufen, den Kaufpreis zum allergrößten Teil mit Krediten zu finanzieren und diese Kredite dem aufgekauften Unternehmen aufzubürden. Für die betroffenen Unternehmen bedeutete dies, dass sie zwar weniger Gewinn, aber umso mehr Zins und Tilgung erwirtschaften mussten. Für den Kapitalmarkt bedeutete es, dass aus einstmaligem Eigenkapital größtenteils Geldkapital wurde. Den vormaligen Eigentümern nämlich wurde der Kaufpreis in Geld ausgezahlt, und dieses Geld wurde nicht als Eigenkapital in andere Unternehmen reinvestiert. Es wurde größtenteils zu Geldkapital, also an Schuldner verliehen. Unternehmensübernahmen trugen auf diese Weise dazu bei, den gesamtwirtschaftlichen Schuldenstand zu erhöhen.

Wenn solche und andere Praktiken dazu führen, dass viele Schuldner nicht mehr ihre ganze Schuldenlast tragen können, dann muss es irgendwann zu einer tiefgreifenden Bereinigung kommen. Dieser Prozess kann auf zweierlei Weise erfolgen. Der eine Weg ist, dass die Unerfüllbarkeit von Schuldverhältnissen mit größtmöglicher Klarheit offengelegt

¹ S. hierzu die entsprechende Diagnose in *Finanzmarktkrise und Wirtschaftszyklus – die Kurzanalyse* oder in *Finanzmarktkrise – die Gesamtanalyse*, beide in www.reformforum-neopolis.de.

wird und dass Schuldner aller Art, Unternehmen, Privatpersonen und äußerstfalls auch Staaten, vom unerfüllbaren Teil ihrer Schulden befreit werden. Dies wäre nicht nur eine gerechte, sondern auch die wirtschaftlich vernünftigste Konsequenz aus der Krise. Schulden und Geldvermögen würden genau da untergehen, wo dies am effizientesten wäre.

Eine derartige Lösung des Schuldenproblems scheidet aber an praktischen Problemen. Sie scheidet daran, dass die Abgrenzung zwischen tragbaren und untragbaren Schulden in den meisten Fällen strittig und dass eine Klärung daher nicht in überschaubaren Zeiträumen und mit überschaubarem Aufwand möglich wäre. Gerade dann, wenn die untragbar erscheinenden Schulden ein so gewaltiges Ausmaß angenommen haben wie in der gegenwärtigen Krise, kann solche Bereinigung nicht kurzfristig, nicht in Monaten und auch nicht in ein oder zwei Jahren gelingen. Und selbst wenn eine solche umfassende Schuldenbereinigung zügig gelänge, hätte sie doch einen jähen und tiefen Absturz der gesamten Wirtschaft zur Folge. Damit würden zwar die denkbar besten Voraussetzungen für einen nachfolgenden soliden Wirtschaftsausschwung geschaffen, aber politisch kann ein solcher Absturz aus naheliegenden Gründen dennoch nicht gewollt sein. Politisch gewollt und daher politisch unterstützt ist die Alternative eines langen, sich über Jahre hinschleppenden Bereinigungsprozesses, in dessen Verlauf Forderungen in kleinen Schritten wertberichtigt werden, Geldvermögen entsprechend langsam schwindet und damit Schuldenlasten ebenso langsam abgebaut werden.

Auch und besonders für Staaten gilt, dass sie möglichst wenig mit Schulden belastet sein sollten, und für verschuldete Staaten gilt, dass sie früher oder später entschuldet werden sollten. Dies ist eine Binsenweisheit, und doch wurden in dieser Krise gegenteilige Überzeugungen wiederbelebt. Es wurde fast zum politischen Konsens, dass eine hohe staatliche Neuverschuldung zur Krisenentschärfung notwendig sei. Fast alle wirtschaftlich bedeutenden Staaten handelten nach dieser Überzeugung, erhöhten massiv ihre Schulden oder setzten zumindest begonnene Entschuldungsprozesse auf absehbare Zeit aus. Dies war zum Teil unabwendbar, um die Folgen vorausgegangenen eigenen Versagens, des Versagens insbesondere bei der Bankenaufsicht, zu mildern, um u.a. Banken zu rekapitalisieren und damit die Funktionsfähigkeit des Geldverkehrs und des Kreditwesens zu sichern. Der Rückgriff auf alte keynesianische Ideologien aber, vor allem die Rechtfertigung einer hohen Neuverschuldung zum Zweck der Konjunkturglättung, war reiner politischer Opportunismus. Schuldenfinanzierte Konjunkturprogramme lenken zwar vorübergehend von dem Staatsversagen ab, das die Krise ermöglicht hat. Sie tragen aber auch erheblich dazu bei, die Rendite von Geldvermögen auf einem überhöhten Niveau zu halten. Der Staat zahlt Geldvermögensbesitzern für Staatsanleihen höhere Renditen, als viele nichtstaatliche Schuldner sie in und nach der Krise würden zahlen können. Die Folge ist, dass Renditen und Zinsen nicht auf ihr eigentliches marktkonformes Niveau sinken können. Die Gesundung der Wirtschaft und damit die Überwindung der Wirtschaftskrise wird hierdurch erheblich verzögert.

Neuverschuldung des Staates ist daher ebenso wenig ein Königsweg aus der privaten Schuldenkrise wie ein jäher Schuldencrash der gesamten Wirtschaft. Es gibt aber einen dritten Weg, nämlich die Inflation. Auch Inflation vermindert Schulden. Sie tut es zumindest insoweit, als mit der Inflationsrate nicht gleichermaßen die Zinslasten steigen. Inflation erleichtert Schuldner die Zahlung gleichbleibender Zinsen, und sie erleichtert vor allem, da der Wert der Schulden sich durch Inflation verringert, die Schuldentilgung. Je schneller die Inflation kommt und je höher die Inflationsrate, desto stärker werden Schuldner entlastet. Je größer die Krise, desto mehr Inflation ist daher vonnöten und desto rascher sollte sie kommen. Sie kann nicht das alleinige Mittel zur Krisenbewältigung sein, aber sie kann die unvermeidliche Neuverschuldung des Staates ebenso in Grenzen halten wie den unvermeidlichen Schuldenabbau der vielen Einzelfälle. Ohne Hilfe der Inflation wenigstens ist die Rückkehr zu einer unbelasteten Wirtschaftsentwicklung weitaus langwieriger und beschwerlicher.

Sicher hat Inflation, auch wenn sie eine Verschuldungskrise entschärfen hilft, immer unerwünschte Nebenwirkungen. Ihr größtes Manko ist, dass sie alle Schuldner und alle Geldvermögensbesitzer in gleicher Weise trifft. Inflationierung ist keine gezielte Marktbereinigung, keine gezielte Korrektur unerfüllbarer Schuldverhältnisse. Inflation entlastet Schuldner, die es weder nötig hätten noch verdient haben, und sie enteignet alle Geldvermögensbesitzer, kleine und große, reiche und ärmere, leichtsinnige und umsichtige. Dennoch ist Inflation in Ausnahmefällen ein probates wirtschaftspolitisches Mittel.

Sie ist es vor allem deswegen, weil es in großen Krisen für die eigentlich notwendige gezielte, also einzelfallbezogene Schuldenbereinigung schlicht an Zeit, an Transparenz, an Fachkompetenz, an menschlichen Ressourcen und auch an Einigungsbereitschaft fehlt. Wenn daher Fehlverhalten von Staat und Zentralbank eine Krise einmal hat entstehen lassen, dann sollte die Zentralbank daraufhin die Inflation zeitweilig über deren langfristigen Zielwert hinauschießen lassen.

In solchem Fall muss die Zentralbank, nachdem die Inflation ihren krisenbereinigenden Dienst getan hat, diese natürlich auf schonende Weise zurückführen können. In der Vergangenheit ist dies häufig misslungen, war also die Eindämmung von Inflation mit vermeidbaren Wachstums- und Beschäftigungseinbußen verbunden. In künftigen Desinflationierungsphasen könnten die unerwünschten Nebenwirkungen aber weit geringer gehalten werden, als historische Erfahrung vermuten lässt. Möglich wäre dies, wenn Zentralbanken sich verbesserter Verfahren und Instrumente bedienen als in der Vergangenheit, des Verfahrens beispielsweise einer regelgebundenen Festzinspolitik und des Instrumentes eines Konjunkturgeldes.²

Auch wenn Inflationierung generell Schuldenkrisen überwinden hilft, ist doch eine weitere Einschränkung angebracht. Das Ausmaß der zu erzeugenden Inflation kann aus Sicht verschiedener Sektoren und Regionen eines Währungsgebietes unterschiedlich sein. Die Unterschiede sind umso größer, je

² S. hierzu u.a. „Die Logik der Geldpolitik“ und „Die Logik der Geldpolitik (2) in www.reformforum-neopolis.de.

unterschiedlicher der Verschuldungsgrad und je höher damit der Entschuldungsbedarf. Verliefe die Inflationierung in einem Währungsgebiet homogen, würde sie daher dem Entschuldungsbedarf nicht gleichmäßig gerecht. Verliefe sie dagegen inhomogen, hätte sie Kostensteigerungen unterschiedlichen Ausmaßes zur Folge, was wiederum zu Verzerrungen der Wettbewerbsfähigkeit innerhalb eines Währungsgebietes führen würde. Die Folge ist in beiden Fällen eine langwierige Strukturkrise. Diese Gefahr ist natürlich umso größer, je heterogener ein Währungsgebiet in wirtschaftlicher Hinsicht ist. Im Euroraum ist sie größer als in fast allen anderen Währungsgebieten weltweit. In den Euro-Staaten könnten sich daher - auch bei einer noch so klugen Politik der Inflationierung und Desinflationierung - Schuldenlast und Wettbewerbsfähigkeit so unterschiedlich entwickeln, dass das Festhalten an der gemeinsamen Währung einzelnen Ländern kaum zumutbare Opfer abverlangt. Diese Krise sollte daher auch Anlass sein, die Frage der optimalen Abgrenzung von Währungsgebieten neu zu bedenken.

Moderate Inflation als Krisenvermeidung

Inflation hilft, ein einmal angehäuftes Züviel an Schulden in einem Währungsgebiet abzubauen. Inflation hat aber nicht nur diesen Einmaleffekt. Sie hilft auch auf Dauer. Eine kontrollierte, moderate Inflation hilft der Wirtschaft insbesondere dann, wenn nach Abzug von Inflationsrate und Risikoaufschlägen die Geldvermögensrendite bei null oder noch darunter liegt. Einen Zins unter null nämlich gibt es nicht. Wer Geld anlegt, muss nicht zuzahlen. Banken können für Geldeinlagen keinen Strafzins verlangen. Theoretisch mag

dies möglich sein, aber es funktioniert nicht in der Praxis. Geldvermögensbesitzer können daher ihr Geld zumindest in Friedenszeiten immer irgendwo zu einem Zinssatz von mindestens null sicher anlegen. Wenn keine Inflation herrscht, verliert Geldvermögen daher nicht von allein an Wert.

Die Marktverhältnisse können aber anderes verlangen. Sie können so sein, dass bei stabilem Geldwert, in Abwesenheit von Inflation also, für eine sichere Geldanlage eigentlich zugezahlt werden müsste; dass also sicher angelegtes Geldvermögen von allein weniger wird.

Je mehr Geldvermögen es gibt, desto wahrscheinlicher wird dies. Desto schwieriger nämlich wird es, für alles Geldvermögen eine Verwendung zu finden, bei der die reale, also die um Inflations- und Risikoaufschläge bereinigte Rendite noch positiv ist. Ist das Geldvermögen über längere Zeit rascher gewachsen als die Wirtschaft, dann ist mit einer solchen Konstellation ziemlich sicher zu rechnen. Dann mangelt es an Schuldner, die Geldvermögensbesitzern mehr zahlen könnten als eine Risikoprämie. Dann kann also Geldvermögen allenfalls noch Risikoprämien erwirtschaften, aber keine inflationsbereinigte positive Rendite. In solcher Situation liegt ein Teil des Geldvermögens brach.

Im Vorfeld und im Verlauf der gegenwärtigen Krise ist genau dies geschehen. Das Geldvermögen ist deutlich schneller gewachsen als die Wirtschaftsleistung, und seine marktkonforme Rendite ist daher gesunken. Sie dürfte schon vor Krisenausbruch so weit gefallen sein, dass die marktkonforme Rendite sicher angelegten Geldvermögens nach Abzug

der Inflationsrate unter null lag. Dies wurde in der Vorkrisenzeit nur deswegen übersehen, weil – als Folge kollektiver Täuschung und Selbsttäuschung – Risikoprämien weithin als sichere Rendite missdeutet wurden.

Auch in näherer Zukunft wird die marktkonforme Rendite sicher angelegten Geldvermögens auf sehr niedrigem Niveau bleiben. Anderes wäre nur zu erwarten, wenn die Wirtschaftsleistung wieder schneller wüchse als der Bestand an Geldvermögen. Eine solche Konstellation ist aber nicht absehbar. Gerade in den wirtschaftlich hoch entwickelten Staaten dürfte das Wachstum an Geldvermögen langfristig mit dem Wirtschaftswachstum mindestens Schritt halten. Bürger und Unternehmen nämlich dürften weiterhin einen wachsenden Bedarf an sicher angelegtem Geldvermögen haben, einen Bedarf beispielsweise an sicher angelegter finanzieller Alters- und Risikoversorge. Daher ist damit zu rechnen, dass die marktkonforme Rendite für Geldvermögen längerfristig auf einem sehr niedrigen Stand bleiben wird. Auch längerfristig dürfte demzufolge ein gewisses Mindestmaß an Inflation vonnöten sein, damit ein möglichst großer Teil des Geldvermögens wirtschaftlich produktiv verwendet wird, also Liquidität nicht brachliegt.

Für Zentralbanken bedeutet dies, dass sie sich auch langfristig nicht in erster Linie am Ziel der Preisstabilität orientieren sollten. Sie sollten vielmehr verhindern, dass eine zu niedrige Inflation die reale Rendite von Geldvermögen auf zu hohem Niveau hält. Sie sollten schon vorsorglich eine gewisse Mindestinflation erzeugen, damit das Wachstums-, Wohlstands- und Beschäftigungspoten-

tial auch bei niedrigen Marktrenditen möglichst vollständig ausgeschöpft werden kann. Dass auch der Arbeitsmarkt bei einem Mindestmaß an Inflation reibungsloser funktioniert als bei vollständiger Geldwertstabilität, sollte bei der künftigen Festlegung auf Inflationsziele ebenso eine wichtige Rolle spielen.³

Ein Inflationsziel von deutlich weniger als zwei Prozent, wie es von der europäischen Zentralbank bisher verfolgte wurde, wird diesen Anforderungen zumindest nicht in allen Phasen der Wirtschaftsentwicklung gerecht. Auch diese Lehre sollte aus der gegenwärtigen Krise gezogen werden.

02 - 2009

www.reformforum-neopolis.de

Weitere Beiträge zur Finanzmarktkrise in www.reformforum-neopolis.de u.a.:

- Finanzmarktkrise – die Konzeptionsfehler der Geldpolitik
- Finanzmarktkrise – die Konstruktionsfehler des Bankensystems
- Finanzmarktkrise – theoretische Grundlagen (in Vorbereitung)
- Finanzmarktkrise und Wirtschaftszyklus – die Kurzanalyse
- Finanzmarktkrise – die Gesamtanalyse
- Finanzmarktkrise und Beschäftigung
- Staatsfinanzen und Neokratie

³ S. hierzu auch die Beiträge zur Arbeitsmarkttheorie in www.reformforum-neopolis.de: