

## Finanzmarktkrise und der Streit um das Inflationsziel

Es hat lange gedauert, bis die Finanzmarktkrise auch etablierte Ökonomen ernsthaft über das Inflationsziel hat nachdenken lassen. Im dritten Jahr der Krise hat ausgerechnet der Internationale Währungsfonds, der sonst für alles andere als Kritik an herrschenden wissenschaftlichen Meinungen bekannt ist, den diesbezüglichen Konsens von Ökonomen und Zentralbanken in Frage gestellt. Die Krise sollte Anlass sein, so u.a. der Chefökonom des IWF, Olivier Blanchard, in einem vorsichtig kritischen Aufsatz, über mögliche Vorteile höherer Inflationsziele nachzudenken.<sup>1</sup>

Die weit überwiegenden Reaktionen auf diesen Vorstoß waren erwartungsgemäß entrüstet. Zustimmung kam dagegen von einigen wenigen, insbesondere französischen Ökonomen, die eine höhere Geldentwertungsrate vor allem als probates Mittel einer anstehenden Staatsentschuldung sehen wollten. Staatsschulden lassen sich jedoch nur insoweit durch Inflationsschübe verringern, als die Marktakteure hiervon überrascht werden, kommende Inflationsschübe also in ihren Zins- und Renditeforderungen unberücksichtigt lassen. Dies aber ist umso weniger noch der Fall, je gründlicher der stabilitätspolitische Kurs von Zentralbanken vorausschauend analysiert wird. Der Staatsentschuldungseffekt kann daher nicht mehr als ein unterstützendes Argument für ein erhöhtes Inflationsziel sein.<sup>2</sup>

Der Diskussionsbeitrag Blanchards und seiner Mitautoren argumentierte insofern fundierter. Er führte zunächst zutreffend aus, dass manche Zentralbanken in der Krise ihren Leitzins gern weiter gesenkt hätten, dies aber nicht konnten, weil das mögliche Minimum von null Prozent ganz oder fast ganz erreicht war. Da die Inflationsrate extrem niedrig war, hätten Zentralbanken sich demnach für ihre Ausleihungen einen negativen Realzins gewünscht. Dies aber wäre eben nur bei höherer Inflationsrate bzw. höherer Inflationserwartung möglich.

Einen negativen Realzins können seriöse Zentralbanken nur wollen, wenn dieser einigermaßen marktgerecht ist. Dass dies in und nach der Krise tatsächlich der Fall ist, lässt die gesamtwirtschaftliche Datenlage zumindest stark vermuten. Die verfügbaren Indizien sprechen dafür, dass die inflationsbereinigte Marktrendite für zweifelsfrei risikolose private Geldanlagen zumindest für bestimmte Laufzeiten krisenbedingt unter oder bei null lag. Ein marktgerechter Zins für Zentralbankausleihungen an Banken hätte sich hieran, also ggf. auch an einem negativen Realzins für risikofreie Geldanlagen, zu orientieren. Da ein negativer Realzins aber ein gewisses Mindestmaß an Inflation voraussetzt, ist das Argument der IWF-Ökonomen für eine Revision des Inflationsziels schlüssig.

---

<sup>1</sup> S. hierzu Olivier Blanchard u.a., Rethinking Macroeconomic Policy, IMF Staff Position Note, Feb. 12, 2010.

<sup>2</sup> S. hierzu auch *Finanzmarktkrise - Ausweg Inflation?* in [www.reformforum-neopolis.de](http://www.reformforum-neopolis.de)

---

([http://www.reformforum-neopolis.de/files/finanzmarktkrise\\_-\\_ausweg\\_inflation.pdf](http://www.reformforum-neopolis.de/files/finanzmarktkrise_-_ausweg_inflation.pdf)).

---

### *Wie lässt sich kontrollierte Inflation erzeugen?*

Einer Neubesinnung in Sachen Inflationsziel wäre geboten, aber wer für ein erhöhtes Inflationsziel eintritt, sollte auch erklären, wie kontrollierte Inflation zu erzeugen ist. Nach bisher vorherrschender Ökonomenmeinung ist das eigentliche Problem der Stabilitätspolitik eher die Verhinderung von Inflation als deren Erzeugung. Wie aber eine Inflation zu erzeugen wäre, die eine markt-konforme Realzinsentwicklung auch im negativen Bereich zulässt, ohne dabei unnötig anzusteigen und zu schwanken, ist alles andere als eine triviale Frage.

Zentralbanken riskieren Inflation, wenn sie Banken zu viel Geld leihen. Dies nämlich kann Banken dazu verleiten, ihren Kunden zu viel Kredit zu gewähren, was wiederum die gesamtwirtschaftliche Nachfrage erhöht, dadurch Preiserhöhungsspielräume schafft und so letztlich das Preisniveau steigen lässt. Dieser Prozess ist aber zeitlich und quantitativ sehr schwer kontrollierbar. Zentralbanken wissen weder genau, wann, noch in welchem Ausmaß damit Inflation erzeugt wird. Dass Banken „eigentlich“ mehr Kredit geben könnten, bedeutet nicht, dass sie selbst es auch wollen, und erst recht nicht, dass auch deren Kreditnehmer es wollen. Inwieweit das von Zentralbanken ermöglichte Kreditvolumen tatsächlich ausgeschöpft wird, hängt von herrschenden Rendite- und Risikoeinschätzungen ab und auch immer mehr von der staatlichen Regulierung des Bankensektors. Je restriktiver die Regulierung, desto schwerer lässt sich Inflation noch mit den herkömmlichen Zentralbankinstrumenten erzeugen.

Die Erzeugung von Inflation kann schwierig, aber sie kann mit herkömmlichen Mitteln auch ganz und gar unmöglich sein. Dies ist eben dann der Fall, wenn der Realzins für die herrschenden Marktverhältnisse zu hoch ist,

und wenn er nicht weiter sinken kann, weil die Inflationsrate zu niedrig ist. Um die Inflationsrate steigen und damit den Realzins sinken zu lassen, müsste mehr Kredit vergeben werden, aber mehr Kredit würde unter diesen Bedingungen nur bei geringerem Realzins, also bei höherer Inflation nachgefragt. Die erhöhte Inflation, die zur Absenkung des Realzinses erzeugt werden soll, wäre daher selbst Voraussetzung für ihre Erzeugung. In solcher Situation gibt es aus einem zu hohen Realzinsniveau mit den herkömmlichen Mitteln der Geldpolitik keinen Ausweg. Der Realzins bleibt zu hoch, weil die Inflation zu niedrig bleibt, die Wirtschaft schlingert am Rande einer Deflation, und das Wirtschaftswachstum bleibt gehemmt. Das Beispiel Japan hat in jüngster Zeit gezeigt, dass solcher Zustand jahrzehntelang anhalten kann.

In Japan hat der Staat in der langen wirtschaftlichen Schwächephase den Mangel an privatwirtschaftlicher Nachfrage immer wieder durch Staatsausgaben auszugleichen versucht. Er hat immer mehr Geldkapital aufgesogen, das beim herrschenden Realzinsniveau keine rentierliche privatwirtschaftliche Verwendung fand, und er ist, weil das Problem damit nicht zu lösen war, in eine Staatsverschuldung früher kaum vorstellbaren Ausmaßes hineingeschlittert. Ausgerechnet diesem Beispiel sind dennoch viele andere Staaten in der jüngsten Krise gefolgt.

Aus diesem Dilemma von Wachstumsschwäche, zu wenig Inflation, zu hohem Realzins und Staatsverschuldung gäbe es dann einen glimpflichen Ausweg, wenn geeignete Mittel gefunden würden, um die erwartete Inflationsrate einigermaßen präzise zu steuern. Dies ist sicher unabhängig vom gewählten Instrumentarium eine schwierige Aufgabe, aber es ist zumindest einfacher, als es nach herkömmlichem Verständnis von Zentral-

bankpolitik den Anschein hat. Zentralbanken müssten sich hierfür allerdings auf ziemlich neuartige Instrumente einlassen. Sie könnten sich insbesondere eines in der Höhe variablen, an alle Bürger eines Staates oder Währungsraumes zu verteilendes Konjunkturgeldes bedienen, das am einfachsten als Auskopplung aus einem allgemeinen Bürgergeld realisierbar wäre.<sup>3</sup> Mit einem solchen Konjunkturgeld könnten sie auf direktestmögliche Weise, also ohne Umweg über die Kreditvergabe, auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage einwirken, was wiederum die Preissetzungsspielräume, damit die Inflation und demzufolge auch auf den Realzins auf berechenbarere Weise beeinflussen würde als bei herkömmlicher Geldpolitik.

*Die Alternativen zu mehr Inflation:  
erhöhte Krisengefahr und Crash*

Dass etwas mehr Inflation mehr Spielraum für Realzinssenkungen schafft und damit die Wirtschaft weniger krisenanfällig macht, ist evident. Dennoch ist absehbar, dass Ökonomen, Zentralbanker und Wirtschaftspolitiker vorerst auf den gegenwärtigen niedrigen Inflationszielen beharren werden. Damit bleiben sie aber die Antwort auf die Frage schuldig, wie kommende Krisen zu bewältigen sind.

Hauptauslöser der jüngsten Krise war ein Zuviel an Geldkapital und damit an Schulden, verbunden mit einer Intransparenz der Finanzmärkte, die eben dies verschleiern half. Statt offenzulegen, dass es an rentierlicher Verwendung für das überreichliche Geldkapital mangelte, konnten Finanzmarktakteure bei Anlegern falsche Renditeerwartungen und Risikoeinschätzungen erzeugen. Manche

Regierungen haben dies vorsätzlich und Zentralbanken habe es zumindest leichtfertig geduldet.

In der Vergangenheit konnte die Wirtschaft sich aus vergleichbaren, wenn auch kleineren Krisen, aus einem Zuviel an Geldkapital und damit an Schulden also, vielfach relativ rasch durch Wachstum und Inflationsschübe herauschleichen. Geldkapital und Schulden wuchsen nicht im selben Tempo wie die nominale Wirtschaftleistung, und sie fanden daher nach einigen Jahren zu einem marktkonformen Ausmaß zurück. Dass Krisen sich auf solche Weise mehr oder weniger von allein lösen, ist aber, wie das Beispiel Japan zeigt, keineswegs selbstverständlich. Bleiben die Inflationsziele unverändert, ist daher mit Krisen der jüngsten Art auch für die Zukunft zu rechnen.

Da aber eine Revision des Inflationsziels vorerst weiter auf Ablehnung stoßen wird, stellt sich die Frage, ob solche Krisen nicht doch auch auf andere Weise lösbar sind. Die richtige Antwort hierauf ist höchst unbequem, aber sie ist denkbar einfach. Wenn die Hauptkrisenursache ein Zuviel an Geldkapital ist, für das sich - mangels Inflation - kein marktkonform niedriger Realzins herausbilden kann, dann müsste in der akuten Krise viel Geldkapital in kurzer Zeit verschwinden. Eine rasche Vernichtung von viel Geldkapital aber kann nicht anders geschehen als durch einen gesamtwirtschaftlichen Crash. Wer eine Revision des Inflationsziels ablehnt, wird daher gewollt oder ungewollt zum Befürworter eines solchen Ereignisses.

In der jüngsten Krise ist es noch gelungen, hierüber durch exzessive Staatsverschuldung hinwegzutäuschen. Die Staatsverschuldung hat das Zuviel an Geldkapital aufgesogen, und dies hat vorerst den Eindruck erzeugt, die Krise sei einigermaßen ordentlich bewältigt. In Wahrheit aber wurden dadurch künftige Krisengefahren erheblich verschärft,

<sup>3</sup> S. hierzu in [www.reformforum-neopolis.de](http://www.reformforum-neopolis.de)  
*Die Logik des Bürgergeldes*  
([http://www.reformforum-neopolis.de/files/12logikb\\_rgerg.pdf](http://www.reformforum-neopolis.de/files/12logikb_rgerg.pdf)) und andere Beiträge zum Thema Bürgergeld

so sehr dies vorerst auch in den politischen und wissenschaftlichen Debatten unterschlagen wird.

Die Traditionalisten, die eine Revision des Inflationsziels ablehnen, sind zumeist auch diejenigen, die einer zügigen Staatsentschuldung nach der Krise das Wort reden. Dabei übersehen sie aber die erheblichen gesamtwirtschaftlichen Gefahren, die von der Staatsentschuldung ausgehen. Diese Gefahren sind umso größer, je mehr Staaten sich gleichzeitig entschulden und je rascher sie dies tun. Wenn nämlich Staaten Schulden tilgen, wenn Sie geliehenes Geldkapital an ihre Gläubiger zurückzahlen, muss für dieses Geldkapital andere, also privatwirtschaftliche Verwendung gefunden werden. Je rascher die Staatshaushalte gesunden, je schneller also Staatsschulden getilgt werden, desto größer wird das zusätzliche Angebot an Geldkapital, das privatwirtschaftliche Verwendung sucht. Mehr Geldkapital aber kann die nichtstaatliche Wirtschaft nur insoweit aufnehmen, als hierfür entsprechend weniger Rendite zu zahlen ist. Die Entschuldung von Staaten führt daher zwangsläufig zu einer Verringerung der marktkonformen Realrenditen und damit des marktkonformen Realzinses. Wenn aber die Inflation zu niedrig bleibt, um den Realzins weit genug sinken zu lassen, dann führt eine durchgreifende Staatsentschuldung unweigerlich in eine entsprechend tiefe Wirtschaftskrise.

Solange Zentralbanken das Inflationsziel nicht revidieren, muss man daher hoffen, dass Staaten sich nicht zu rasch und zu gründlich entschulden. Nur eine anhaltend hohe Staatsverschuldung kann unter diesen Umständen - solange Staaten kreditwürdig bleiben - die nächste Krise langfristig aufschieben und einen gesamtwirtschaftlichen Crash verhindern. Gefahrlos könnten Staaten sich erst dann gründlich entschulden, wenn Ökonomen, Politiker und Zentralbanker ihre

stabilitätspolitischen Dogmen entstaubt und ihre ideologischen Positionen in Sachen Inflation geräumt haben.

Es wäre sicher illusorisch, dies für die nähere Zukunft zu erwarten. Auch in der Stabilitätspolitik gilt, dass etablierte Dogmen nur durch Krisenerfahrungen ins Wanken geraten. Eine Krise wie die jüngste reicht hierfür offensichtlich nicht aus, und bis zur nächsten Krise könnte so viel Zeit vergehen, dass die vorherige Krisenerfahrung bis dahin wieder verblasst ist. Nachdem das Zuviel an Geldkapital, das zur jüngsten Krise geführt hat, sich ein bis zwei Jahrzehnte lang aufgetürmt hat, könnte auch die kommende Krise wiederum eine ähnlich lange Vorgeschichte haben. Es werden wieder viele Jahre sein, in denen es wirtschaftlich scheinbar gutgeht, auch wenn es deutlich schlechter geht, als es gehen könnte.

#### *Das Inflationsziel und der Geist des Interventionismus*

Ein Diskussionsbeitrag wie der oben genannte von Blanchard und Mitautoren kann immerhin zur Bewusstseinsentwicklung in Sachen Inflationsziel und Realzins beitragen. So wichtig er in dieser Hinsicht sein mag, so sehr vermischt dieser Beitrag aber auch Richtiges mit immer noch Falschem. Auf solche Weise wird, wie auch die Reaktionen gezeigt haben, Richtiges selbst in Fachkreisen angreifbar und diskreditiert.

Richtig ist es, gewohnte Inflationsziele in Frage zu stellen, aber falsch ist es, dabei eine Totalrevision stabilitätspolitischer Grundüberzeugungen zu scheuen. Weil die IWF-Ökonomen dies tun, bleiben sie eine klare Antwort auf die Frage schuldig, wie denn Inflation auf erhöhtem, aber kontrolliertem Niveau zu erzeugen wäre. Ihre hierzu vorgebrachten Gedankenansätze zeugen von einem institutionengeprägten Machbarkeitsglauben.

---

Zentralbanken und Regierungen, so die IWF-Autoren, müssten sich in der Stabilitätspolitik von früheren, noch halbwegs übersichtlichen Politikzielen verabschieden und sich komplexeren Zielen zuwenden, die erst noch durch künftige Forschung zu konkretisieren seien. Damit befürworten die das Gegenteil einer Politik, die auf größtmögliche Transparenz abzielt. Sie treten für eine Stabilitätspolitik ein, die für Marktteilnehmer noch schwerer verständlich wäre als die bisherige. Eine noch weniger transparente Stabilitätspolitik aber würde es den Marktakteuren noch schwerer machen, sich rational zu verhalten und damit noch schwerer, rationale Marktsignale untereinander auszutauschen. Dies wiederum würde die Gefahr kollektiver wirtschaftlicher Fehleinschätzungen und daraus folgender konjunktureller Fehlentwicklungen weiter erhöhen - und damit die Gefahr künftiger spekulativer Blasen, konjunktureller Überhitzungen und nachfolgender Krisen.

Aus der jüngsten Krise sollten daher in Sachen Inflationssteuerung genau gegenteilige Schlussfolgerungen gezogen werden. Auf Dauer wirksamer als die bisherige wäre nur eine Stabilitätspolitik, die wirklich einfachen,

für die Marktteilnehmer leicht verständlichen Regeln folgt, wie dies bei der so genannten Festzinspolitik der Fall wäre.<sup>4</sup> Solche Politik müsste begleitet sein von einer radikal auf Transparenz abzielenden Finanzmarktregulierung, verbunden mit einem Zwang zur allgemeinverständlichen Offenlegung von Anlage- und Kreditrisiken für alle potentiell Betroffenen. Nur so würde rationaleres Handeln der Finanzmarktakteure und insbesondere eine rationalere Bemessung von Renditen und von Risikoprämien möglich. Nur damit ließe sich letztlich auch verhindern, dass Spekulanten und spekulierende Banken immer wieder Spekulationswellen anheizen, in deren Verlauf sie aus den Informationsdefiziten anderer Marktteilnehmer Profit ziehen. Je radikaler Transparenzgebote vor allem in der Finanzmarktregulierung durchgesetzt würden, desto weniger Anlass gäbe es zudem für Regierungen, sich in punktuelle Eingriffe in das Marktgeschehen zu verstricken. Desto leichter fiel es auch Zentralbanken, sich in der Stabilitätspolitik an ein so einfaches Prinzip wie die Festzinsregel zu halten.

03 – 2010

[www.reformforum-neopolis.de](http://www.reformforum-neopolis.de)

---

<sup>4</sup> S. hierzu *Die Logik der Geldpolitik* und *Die Logik der Geldpolitik (2)* in [www.reformforum-neopolis.de](http://www.reformforum-neopolis.de).