

## **Regierungen inflationieren Staatsschulden gern weg**

Notenbanken können sich nur gegen höhere Preise stemmen, wenn sie wirklich unabhängig sind  
von Gerald Braunberger, F.A.Z. v. 19.08.2009

**Die Staatsverschuldung wirft viele wirtschaftliche Probleme auf: Sie kann private Investitionen verdrängen, zum Anstieg des Zinsniveaus beitragen und künftige Generationen durch höhere Steuern belasten. Sie muss aber nicht zwingend mit steigender Geldentwertung einhergehen. Und dennoch existiert die Befürchtung, dass die sich auftürmenden Schuldenberge in den kommenden Jahren mit einer deutlich höheren Inflationsrate einhergehen. Das kann so sein, es muss aber nicht so kommen.**

"Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen", sagte der Nobelpreisträger Milton Friedman vor Jahrzehnten. Mit anderen Worten: Die Inflationsrate hängt wesentlich von der Geldversorgung ab. Der Grundsatz gilt immer noch, auch wenn die moderne Theorie nicht mehr wie Friedman der Auffassung ist, die in der Wirtschaft umlaufende Geldmenge werde allein durch die Notenbank bestimmt. Vielmehr ergibt sich die Geldmenge nach heutiger Auffassung aus einem - gelegentlich komplizierten Zusammenspiel - von Notenbank, Geschäftsbanken und Kreditnehmern.

Ebenso wenig hängt die Inflationsrate allein von der Entwicklung der Geldmenge ab. Hier spielen auch andere Größen hinein wie die Kapazitätsauslastung, die Lohnbildung, die Rohstoffpreise und die Wechselkurse. Aber die Notenbank, obgleich nicht allmächtig, besitzt doch Einfluss auf den Geldwert. Sie kann zwar Inflationsraten nicht bis auf die Nachkommastelle steuern, aber sie kann schon beeinflussen, ob die Inflationsrate eher bei 2 oder bei 5 Prozent liegt. Das gilt im Prinzip unabhängig von der Höhe der Staatsschulden.

Die Notenbank kann sich durch eine strenge Geldpolitik gegen eine ausufernde Inflation wehren - aber wird sie dies tun? Das ist die entscheidende Frage. Die meisten bedeutenden Notenbanken sind formal von Regierungsweisungen unabhängig, und empirische Studien belegen, dass in Ländern mit unabhängigen Notenbanken die Inflationsraten im Durchschnitt niedriger liegen als in Ländern mit abhängigen Notenbanken. Insofern steht auf dem Papier nicht zu befürchten, dass sich die Notenbanken von Regierungen beauftragen lassen, angesichts hoher Staatsschulden merklich höhere Inflationsraten zu tolerieren.

Die Frage stellt sich jedoch, wie unabhängig von ihren Regierungen die Notenbanken - oder zumindest die Notenbanken in manchen Ländern - seit dieser Krise de facto noch sind. Dies gilt vor allem für den Federal Reserve Board (Fed) in Washington und die Bank of England in London, weniger für die Europäische Zentralbank (EZB) in Frankfurt. Die EZB hat den Vorteil, dass zu ihr kein Gegengewicht in Gestalt einer europäischen Regierung existiert. Der Rat der Finanzminister aus den Mitgliedsländern des Euro-Raums hat sich nicht als bedeutsames Gegengewicht etablieren können. In Washington und in London haben Regierungen und Notenbanken seit Beginn der Krise sehr eng zusammengearbeitet, und Käufe von Staatsanleihen in dreistelliger Milliardenhöhe durch Notenbanken stehen für ein erhebliches Maß an Interessenidentität.

Die Frage nach einer eventuellen Forderung von Regierungen nach höheren Inflationsraten ist kein aktuelles Thema. An den Finanzmärkten rentieren dreißigjährige amerikanische Staatsanleihen mit lediglich rund 4,5 Prozent. Diese niedrige Rendite für ein so langlaufendes Papier zeigt, dass an den Finanzmärkten gegenwärtig keine ernstzunehmenden Inflationserwartungen existieren. Die Stagnation von Geldmengenaggregaten, eine niedrige Kapazitätsauslastung in der Industrie sowie hohe Arbeitslosenraten, die kräftigen Lohnerhöhungen im Wege stehen, sprechen gegen eine rasche Beschleunigung der Geldentwertung.

Aber auf längere Sicht lässt sie sich nicht ausschließen. Die Wirkungen der extrem expansiven Geld- und Finanzpolitik in vielen Ländern haben sich noch nicht voll entfaltet. Ein Banker sagte einmal, dieser Politikmix zur Belebung der Wirtschaft gleiche dem Versuch, in einem glimmenden Kamin mit einem Kanister Flugzeugbenzin ein Feuer zu entfachen. Es sei nicht auszuschließen, dass der Kamin anschließend explodiere. Inflation kann durchaus zu einem Thema werden.

Zumal viele Beispiele dafür existieren, dass hochverschuldete Staaten Inflation schätzen, um ihre Schulden auf diese Weise zu entwerten. Und die Staatsschulden der Industrienationen werden in den kommenden Jahren sehr stark zunehmen. Hohe Staatsschulden sind für Regierungen lästig, weil die Zins- und Tilgungszahlungen für Anleihen den Haushalt belasten.

Am einfachsten wäre es, wenn zukünftiges Wirtschaftswachstum genügend Steuereinnahmen generierte, um die Schulden allmählich abzubauen. Simulationen von Ökonomen belegen jedoch, dass damit in den kommenden Jahren kaum zu rechnen sein wird. Ein zweites Mittel, um die Haushalte in bessere Verfassung zu bringen, wäre, die Staatsausgaben zu kürzen. Hierfür fehlt es Regierungen jedoch häufig an Bereitschaft.

Nun bleiben nur noch drei Möglichkeiten, die der britische Ökonom John Maynard Keynes in seinem Buch "Ein Traktat über Währungsreform" (1924) analysiert hat. Keynes beschäftigte sich damals mit dem schlechten Zustand der Währungen und Staatshaushalte nach dem Ersten Weltkrieg. Die drei Möglichkeiten, die Last der Schulden zu verringern, sind Besteuerung, Abwertung der Währung an den Devisenmärkten und Inflation. Dabei müssen Regierungen damit rechnen, dass höhere Steuern auf Widerstand in der Bevölkerung stoßen.

Die Abwertung einer Währung verringert die Last der Schulden, wenn sich zumindest ein Teil der Staatsanleihen in der Hand ausländischer Gläubiger befindet. Es sind Fälle von Schwellenländern bekannt, deren Währungen in Krisen untergingen und durch neue Währungen ersetzt wurden. In einem solchen Falle sind dann auch die alten Staatsschulden nichts mehr wert. Der Totalverlust einer Währung ist jedoch ein seltener Fall, häufiger verlieren die Währungen hochverschuldeter Länder allmählich gegenüber anderen Währungen an Wert.

Andererseits liegt es nicht im Interesse der Gläubiger, dass ihre Staatsanleihen durch den Verfall der Anleihewährung an Wert einbüßen. So liegen die Interessen der Vereinigten Staaten und Chinas auseinander. Die Amerikaner hätten nichts gegen einen schwächeren Dollar beziehungsweise stärkeren Yuan. Andererseits verlören die Dollarreserven der Chinesen im Falle einer Verteuerung des Yuan gegenüber dem Dollar an Wert, was nicht im Interesse Pekings liegt. Besonders problematisch sind Abwertungen, wenn viele Länder eine solche Strategie anwenden wollen und es zu

Abwertungswettläufen kommt, deren schädliche Folgen sich in der Krise der dreißiger Jahre zeigten.

Abwertungen von Währungen an den Devisenmärkten sind häufig die Begleiterscheinung einer steigenden Inflationsrate innerhalb eines Landes. Hochverschuldete Regierungen haben in der Vergangenheit häufig zur Geldentwertung gegriffen, um sich zu entlasten. Das Prinzip besteht darin, Schulden mit gutem Geld aufzunehmen und mit schlechtem Geld zurückzuzahlen. Dabei wirkt die Inflation wie eine Steuer. Die im Besitz des Anlegers befindliche Anleihe wird immer weniger wert, so, als würde sie besteuert. Zusätzlich gedrucktes Geld, das beim Staat landet, füllt dessen Kasse genauso wie eine Steuereinnahme.

Im "Traktat" werden die Kosten der Inflation aufgezählt. "Regierungen können durch kontinuierliche Inflation geheim und unbeobachtet einen erheblichen Teil des Vermögens ihrer Bürger konfiszieren. Auf diese Weise konfiszieren sie nicht einfach, sie konfiszieren willkürlich; und während dieser Prozess viele verarmen lässt, bereichert er einige", schrieb Keynes. "Arbeitslosigkeit, das prekäre Leben des Arbeiters, die Enttäuschung von Erwartungen, der plötzliche Verlust von Ersparnissen, exzessive Zufallsgewinne für Individuen, der Spekulant, der Profiteur - alles leitet sich in einem großen Maße von der Instabilität des Wertmaßstabs ab."

Wie ernst ist ein solches Inflationsszenario heute zu nehmen? Jene, die davor Furcht haben, verweisen auf die Vereinigten Staaten als mögliche Quelle des Übels. Der Ruf der Unabhängigkeit der Fed hat während der Krise gelitten, und die Möglichkeit der Berufung eines Gouverneurs gibt Präsident Barack Obama die Möglichkeit, Druck auf den künftigen obersten Währungshüter auszuüben, gleich ob er Ben Bernankes Vertrag verlängert oder eine andere Person beruft. Auch die angedachte Erweiterung der Kompetenzen der Fed im Bereich der Finanzaufsicht würde die Notenbank enger an die Regierung rücken.

Die Vereinigten Staaten sind keine Insel im Meer. Sollten die Inflationsraten in Amerika auf mittlere Sicht deutlich steigen - nicht exzessiv, aber vielleicht auf Raten um 5 Prozent im Jahr -, stellte sich die Frage, ob sich Europa diesem Trend entziehen könnte. Die Antwort lautet: im Prinzip ja, weil die EZB nicht der amerikanischen Notenbank folgen muss. In der Praxis würde es jedoch für die EZB schwierig, weil eine Inflationspolitik der Amerikaner sehr wahrscheinlich den Wert des Dollar an den Devisenmärkten unterminiert und damit zu einer die europäischen Ausfuhren belastenden Aufwertung des Euro führt.

Die Erfahrungen der späten sechziger und frühen siebziger Jahre zeigen, in welcher schwierige Lage Europa geraten könnte. Als Folge einer amerikanischen Inflationspolitik, die sich unter anderem mit den hohen Kosten des Vietnam-Kriegs für den amerikanischen Staat erklärte, brach das Festkurssystem von Bretton Woods zusammen. Obgleich die stabilitätsorientierte Deutsche Bundesbank der amerikanischen Politik nicht folgen wollte und die D-Mark damals deutlich gegenüber dem Dollar aufwertete, erreichte die Inflationsrate in den frühen siebziger Jahren einen Höchststand von 7,1 Prozent. Es wird vor allem an den Notenbanken liegen, eine Wiederholung dieser Ereignisse zu verhindern.