

# Die Rückkehr der Inflation

Von Ansgar Behlke und Thorsten Polleit \*)

Es ist eine der am besten belegten Thesen in der Ökonomie: Inflation ist stets und überall ein monetäres Phänomen. Dennoch wird diese These zuweilen hartnäckig bestritten, oft wird sie verdrängt und ignoriert. So auch in besonderem Maße in den vergangenen drei Jahren. Getrieben von Ad-hoc-Erwägungen, ließen die Zentralbanken dies- und jenseits des Atlantiks die Geldmengen massiv ansteigen, um die Konjunktur zu stützen, und dies mit dem Versprechen, es werde die Inflation nicht anheizen. Im Euro-Raum reicht die aufgelaufene Überschussliquidität ("Reale Geldlücke") mittlerweile aus, das Preisniveau um etwa 7,0 % anzuheben. Auch in den USA wachsen die Geldmengen mit Raten, die weit oberhalb des Zuwachses der gesamtwirtschaftlichen Produktion liegen. Zwar ist die Beziehung zwischen Geldmenge und Konsumentenpreisinflation in Amerika weniger eng als im Euroraum, jedoch legen Langfristanalysen auch hier nahe, dass sich zu viel Geld im Umlauf früher oder später in Preissteigerungen entladen wird.

## *Geldmengen vernachlässigt*

Seit Anfang der 90er Jahre misst die Federal Reserve der USA (Fed) der Geldmengenexpansion in ihrer Politik offiziell keine Bedeutung mehr bei. So sah man selbst das durchschnittliche Wachstum der zahlungswirksamen Geldmenge MZM in Höhe von knapp 12,0 % in der Zeit Januar 1998 bis Juli 2003 nicht als Hindernis, den kurzfristigen (realen) Notenbankzins auf ein Rekordtief zu senken. Die Europäische Zentralbank (EZB) hatte zwar ursprünglich der Geldmenge in ihrer Strategie eine "prominente Rolle" eingeräumt. Gehalten hat sich die Bank bei ihrer Zinspolitik an die Geldmengensignale jedoch kaum; meist gab es "gute Gründe", deren Aussagekraft zu missachten. Im Mai dieses Jahres degradierte die Bank die Geldmenge entsprechend dieser Handhabung nun ganz offiziell und verwies sie in die "zweite Reihe".

Es gibt zwei Gründe, warum die Geldpolitiker die Signale der Geldmengen gering schätzen. Erstens erweist sich die Beziehung zwischen Geldmenge, Einkommen, Zins und Preisen meist nur in der langen Frist (zwei bis drei Jahre oder länger) als stabil und damit informativ, nicht aber innerhalb kurzer Zeiträume (bis ein Jahr). Die Langfriststabilität wird jedoch als unzureichend erachtet für eine kurzatmige Geldpolitik: Sie beschäftigt sich ja mittlerweile hauptsächlich mit "besonderen Situationen" und nicht mit allgemeinen Bedingungen. Zweitens hat sich allgemein die Auffassung durchgesetzt, eine Geldpolitik, die fallweise handelt, führe zu besseren Ergebnissen als eine, die "starre Regeln" befolgt. Man verlässt sich also lieber auf die Urteilskraft der Notenbanker in der Hoffnung, "gute Ergebnisse" zu erreichen, als dass man ihnen die Hände bindet, um "großes Unheil" zu vermeiden. Die politische Unabhängigkeit der Zentralbanken und ihre Zielvorgabe, für niedrige Inflation zu sorgen, werden nunmehr als ausreichende Vorkehrungen für stabiles Geld angesehen.

Inflation wird letztlich jedoch unausweichlich, wenn sich die Geldpolitik mit besonderen Situationen (wie die kurzfristigen Fluktuationen von Inflation und Konjunktur) anstelle von allgemeinen Bedingungen (nachhaltige Preisstabilitätsperspektiven) befasst, wenn sie also dem Glauben anheim fällt, sie könne die (kumulativen) Folgen diskretionären Handelns abschätzen und beherrschen. Die Geldpolitik wird nämlich auf diese Weise ungewollt zum Gefangenen der von ihr in der Vergangenheit getroffenen Entscheidungen. Sie wird so auf eine Politik eingeschworen, die alle anderen Entscheidungen der Wirtschaftsakteure als gegeben ansieht und die Geldmenge stets so anpasst, dass der durch andere (oder eigene) Maßnahmen angeordnete Schaden so wenig wie möglich bemerkt wird. Eine geldpolitische Lockerung empfiehlt sich als einfacher Weg, um momentane wirtschaftliche Schwierigkeiten zu überwinden.

Die nun zu erwartenden Preissteigerungen als Folge der hohen Geldmengenausweitung könnten zunächst "unsichtbar" bleiben: Inflation wird ja mit der Veränderung der Konsumentenpreise gleichgesetzt, was jedoch zu kurz greift. Das Preisniveau einer Volkswirtschaft besteht nicht nur aus den Preisen für Konsumgüter (Preise der laufenden Produktion), sondern auch aus denen für vorhandenes Vermögen wie z. B. Häuser, Grundstücke, Aktien und Bonds (Preise des Bestandsvermögens). Dass diese beiden Preiskategorien sich nicht zwangsläufig parallel entwickeln (müssen), wurde in der letzten Hälfte der 90er Jahre nur allzu deutlich: Die zu üppige Geldmenge, für die die Zentralbanken gesorgt haben, entlud sich in einer "Asset-Price"-Inflation, also den Preisen für Bestandsvermögen, und hier insbesondere in Form von Aktien. Nunmehr könnten es vor allem die Bondpreise sein, in denen sich künftig die Inflation als Folge von zu viel Geld zeigt.

Die Schädlichkeit von (Konsumentenpreis-)Inflation ist bekannt: Inflation reduziert - nicht zuletzt auch wegen der mit ihr verbundenen Unsicherheit - Investitionen, Beschäftigung und Einkommen. Sie untergräbt den Preismechanismus, verschlechtert also das Funktionieren desjenigen Mechanismus, der knappe Ressourcen in die besten Verwendungsrichtungen lenkt. Die große Gefahr der Inflation ist jedoch die, dass schon eine kleine Dosis ausreicht, Rufe nach noch mehr Inflation zu provozieren. Denn ist Inflation erst einmal in Gang gekommen, führt schon ihre Verlangsamung zum Konjunkturunbruch: Unter Inflation getätigte Investitionen und geschaffene Arbeitsplätze erweisen sich als nicht mehr rentabel. Je länger die (Asset-Price-)Inflation dauert und ihre Bereinigung in die Zukunft verschoben wird und je stärker dabei die mit ihr einhergegangene Kapitalfehllenkung ist, desto höher werden die Kosten der unausweichlichen Bereinigung ausfallen.

Die Zentralbanken stehen nun vor einem Riesenproblem. Es ist unverkennbar, dass die steigende Staatsverschuldung, die relativ geringen Wachstumsraten und vor allem die schmerzhaften Anpassungen als Folge des Asset-Price-Inflation-Booms der 90er Jahre, für den

die Geldpolitik alles andere als unschuldig ist, den Druck auf die Notenbanken erhöht haben, eine expansive Geldpolitik zu betreiben. Vor diesem Hintergrund und mit dem erweiterten Ermessensspielraum, den sich die Notenbanker verschafft haben, wächst die Gefahr, dass sie nicht in der Lage sein werden, den jetzt dringend notwendigen strikt stabilitätsorientierten Zinskurs einzuschlagen. Die Macht des Ermessens setzt die Geldpolitiker verstärkt politischem Druck aus und gibt der allzu menschlichen Neigung Vorschub, die Dringlichkeit der aktuellen Umstände zulasten künftiger Preisstabilität zu überschätzen.

#### *Auf Regelbindung besinnen*

Das Funktionieren eines Geldsystems, das auf nicht einlösbarem, beliebig vermehrbarem Papiergeld fußt, bedarf einer verantwortungsvollen institutionellen Flankierung. In den letzten Jahren hat die Ratio für eine geldpolitische Regelbindung keine Mehrheiten mehr gewinnen können. Angesichts der Erfahrungen und Politikfehler der letzten Jahre und der neuen Herausforderungen für die Geldwertstabilität ist es jedoch an der Zeit, diese Diskussion wieder aufzugreifen und dabei die Gewichtung der Argumente für und wider die Regelbindung neu zu ordnen. Wir sollten und können nicht darauf vertrauen, dass die Stabilität einer Währung allein durch das Geschick politisch unabhängiger Notenbanker bewahrt werden kann.

*\*) Professor Dr. Ansgar Belke lehrt Volkswirtschaft an der Universität Hohenheim, Dr. Thorsten Polleit ist Chefökonom der Barclays Capital (Deutschland) und Honorarprofessor an der Hochschule für Bankwirtschaft, Frankfurt. Dieser Beitrag wurde am 11. September 2002 in der Börsen-Zeitung, S. 5, veröffentlicht.*