

Das muss nicht inflationär sein... aber es kann



*Von Prof. Dr. Erwin W. Heri
Professor für Finanztheorie
an der Universität Basel und
Verwaltungsratspräsident der
Valartis Group AG, Baar*

Allenthalben wundert man sich im Moment, dass die ausgesprochen exzessive Geldpolitik, die die Zentralbanken in den letzten Monaten gefahren sind, noch keine inflationären Tendenzen aufzeigt. Dabei wird in der Regel die überaus schwache Wirtschaftsaktivität herangezogen, in der Meinung, «das (nämlich die Inflation) würde dann schon kommen». Dabei gilt es verschiedene Aspekte zu beachten. Zum einen sind anziehende Inflationsraten auch bei schwacher Konjunktur durchaus denkbar – es ist noch nicht allzu lange her, dass Stagflation ein Hauptthema in den Wirtschaftsschlagzeilen war. Zum anderen gibt es durchaus Hinweise darauf, dass im System eine gewisse inflationäre Unruhe entstanden ist. So sind die Renditen langfristiger Staatsanleihen in den USA seit Anfang

Jahr von rund 2% (Rendite 10jähriger Staatspapiere) auf inzwischen über 3,5% angestiegen – üblicherweise ein Anzeichen aufkeimender Inflationserwartungen.

Aber gehen wir zum Ursprung der Diskussion zurück: dem Zusammenhang zwischen Geld(angebots)politik und Inflation. Basierend auf der guten alten Quantitätsgleichung des Geldes – nach welcher eine übermässige Geldschöpfung kaum reale Auswirkungen hat, sondern vor allem inflationär ist – werden nach der exzessiven Versorgung der Interbankenmärkte zur Vermeidung von Liquiditätsinfarkten vielerorts die wildesten Inflationsszenarien an die Wand gemalt. Dass man sich dabei gelegentlich nicht nur

auf die Geldschöpfung über den Geldmarkt Gedanken macht, sondern auch über die Gefahr, Zentralbanken könnten die steigenden Staatsschulden direkt über die Notenpresse finanzieren, sei hier nur am Rande vermerkt.

Gefährliche Gratwanderung

Bei aller langfristigen Relevanz der Quantitätsgleichung ist dabei aber zu beachten, dass schon Milton Friedman darauf aufmerksam gemacht hat, dass die entsprechenden Zusammenhänge nur unter der Annahme einer stabilen Umlaufgeschwindigkeit des Geldes richtig sind. Die Umlaufgeschwindigkeit hat vor allem mit den Geldhaltungsgewohnheiten der Banken und des Publikums zu tun, der sogenannten Geldnachfragefunktion.

Dass sich diese Gewohnheiten in den letzten Monaten nachhaltig geändert haben, ist offensichtlich. Im Augenblick wird Geld nicht mehr nur aus den traditionellen (Geldaufbewahrungs- und Transaktions-)Argumenten gehalten, wie dies in «normalen Zei-

ten» der Fall ist. Im Augenblick wird Geld geradezu gehortet. Und dies sowohl beim Publikum als insbesondere auch bei den Banken. Entsprechend verlangt die Quantitätsgleichung von den Zentralbanken nachgerade eine übermässige Geldausdehnung. Alles andere wäre deflationär. Natürlich befinden sich die Zentralbanken damit auf einer gefährlichen Gratwanderung. Wenn sie das Geldangebot nicht entsprechend der Ausdehnung der Geldnachfrage erhöhen, wirken sie deflationär und verstärken die Rezession noch zusätzlich. Sobald sich aber die Geldnachfrage wieder normalisiert, muss die geschaffene Liquidität abgeschöpft werden, weil sonst ein gewaltiges Inflationspotential entsteht. Das ist es, was Ben Bernanke meint, wenn er von seiner Exit-Strategie spricht.

Polit-ökonomische Prozesse

Die Sache tönt aber einfacher als sie wirklich ist. Denn bei der Abschöpfung kommen polit-ökonomische Prozesse ins Spiel, die nicht ganz trivial sind. Eine Normalisierung der Geldhaltung wird sich nämlich genau dann ergeben, wenn die reale Wirtschaft langsam wieder Fuss fasst – wenn nicht alles täuscht also demnächst. Bernankes Exit-Strategie wird dann aber bedeuten, dass er die kurzfristigen Zinsen in die Höhe schrauben muss, und zwar nicht nur um ein paar Basispunkte, sondern um ein paar Prozent.

Es wird interessant sein, zu sehen, welche politischen Prozesse sich abspielen, wenn man dem Fed vorwirft, es könne ja wohl nicht das langsam entstehende Konjunkturpflänzchen gleich wieder abwürgen wollen. Wenn sich Bernanke hier durchsetzt, dann mag es sein, dass die exzessive Geldschöpfung der letzten Monate keine inflationären Tendenzen heraufbeschwören wird. Wenn es ihm nicht gelingt, dann müssen wir wohl ein neues Kapitel der Wirtschaftsgeschichte aufschlagen.

www.erwinheri.ch ●