



Droht eine Horror-Inflation?

Günther Grunert

Einleitung¹

Schuldenfinanzierte, milliarden-schwere Konjunkturprogramme, Notenbanken, die viel Geld in die Wirtschaft pumpen – stehen wir jetzt vor einem massiven Inflationsproblem? Ex-Bundesfinanzminister Steinbrück warnte schon zu Beginn des Jahres vor einer weltweiten deutlichen Inflationsbeschleunigung und eine ganze Reihe deutscher Ökonomen sprangen ihm zur Seite. So beispielsweise der Präsident des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW), Klaus Zimmermann, der im April dieses Jahres gegenüber dem „Handelsblatt“ sagte, dass es „mit großer Wahrscheinlichkeit“ zu einer Inflation kommen werde und die gegenwärtige Situation „brandgefährlich“ sei. Noch weiter ging im Februar 2009 Thomas Straubhaar, Chef des Hamburgischen Weltwirtschaftsinstituts (HWWI), der laut „Focus Online“ mit einer „Horror-Inflation“ in Deutschland rechnete und prognostizierte: „Schon in einigen Monaten wird die Inflation deutlich nach oben schießen.“ (Focus Online, 20.2.2009). Obwohl sich diese Vorhersage inzwischen als offenkundig falsch herausgestellt hat, bekräftigte sie Straubhaar in einem Interview mit der „Neuen Osnabrücker Zeitung“ noch einmal, verlegte den Beginn des Inflationsanstiegs aber nunmehr auf das Jahr 2011: „Die Geld-

entwertung wird so stark ausfallen wie seit Anfang der 1990er-Jahre nicht mehr. Der Grund: Es wurde sehr viel Geld in die Märkte gepumpt. Zudem muss der Staat von seinen explodierenden Schulden herunterkommen. Da ist Inflation eine sehr einfache Lösung.“ (Neue Osnabrücker Zeitung, 12.9.2009)²

Im Folgenden soll zunächst analysiert werden, ob tatsächlich eine Geldmengenexpansion (Abschnitt 1) und hohe Staats-schulden (Abschnitt 2) unausweichlich zu einem andauernden, massiven Preisanstieg führen. Eng damit verknüpft ist die Frage, wie eigentlich Inflation entsteht. Dies wird in Abschnitt 3 näher untersucht, ergänzt durch Anhang I und Anhang II, die zwei kontroverse Geld- und Inflationstheorien vorstellen. Da einige Beobachter inzwischen den Beginn des Inflationsanstiegs auf die Zeit des Wiederaufschwungs verlegt haben, befasst sich Abschnitt 4 damit, wie berechtigt solche Befürchtungen eines zeitverzögerten Inflationsauftriebs sind. In Abschnitt 5 wird abschließend zu zeigen versucht, dass auf absehbare Zeit nicht eine Inflation, sondern ganz im Gegenteil eine Deflation die wirkliche Gefahr darstellt.

1. Das Geldmengen-Argument

Richtig ist, dass die großen Notenbanken insbesondere nach der Pleite von Lehman Brothers im September 2008, aber auch schon zuvor nach dem Kollaps der Geldmärkte Ende Juli 2007, Liquidität in Höhe von mehreren Hundert Milliarden Euro in den Geldmarkt gepumpt haben. Die Europäische Zentralbank (EZB) etwa senkte nicht nur ihren Leitzins auf ein historisches Tief von einem Prozent, sondern begann auch, unbegrenzt Gel-

der an die Banken zum Leitzins zu verleihen, gegen einen erweiterten Kreis von Sicherheiten. Darüber hinaus wurden die Laufzeiten verlängert – von einer Woche auf einen, drei, sechs oder zwölf Monate –, um es den Banken zu ermöglichen, ihre Fristentransformation auszuweiten. Schließlich wurde ein Programm beschlossen, mit dem die EZB bis Juni 2010 für 60 Mrd. Euro deutsche Pfandbriefe und ihnen ähnliche sog. „Covered Bonds“ (dies sind mit Hypotheken oder Krediten an die öffentliche Hand gedeckte Anleihen) aus

1 Für kritische und hilfreiche Anmerkungen zu diesem Aufsatz möchte ich mich sehr herzlich bei Friederike Spiecker bedanken.

2 Es ist in höchstem Maße verwunderlich, dass ausgerechnet diejenigen deutschen Mainstream-Ökonomen, die vor Ausbruch der Finanzkrise als vehementeste Deregulierungs-verfechter auftraten (heute weiß man, dass zumindest auf den Finanzmärkten mehr und nicht weniger Regeln erforderlich gewesen wären) und die auch sonst durch eklatante Fehleinschätzungen und –prognosen aufgefallen waren, nach kurzzeitigem Abtauchen nun wieder in allen Medien als „Star-Ökonomen“ (so Focus Online über Straubhaar) gefragt sind. Ein Paradebeispiel ist der eben erwähnte DIW-Chef Klaus Zimmermann, der noch Ende 2008, als die Aufträge deutscher Unternehmen bereits mit zweistelligen Raten einbrachen, für das Jahr 2009 keine Krise erkennen konnte: „In der realen Wirtschaft haben wir den Boden erreicht. Jetzt geht es wieder bergauf.“ (Zimmermann am 23. 10. 2008, zitiert nach „Financial Times Deutschland“ vom 19.6.2009)

dem Euroraum aufkaufen will mit dem Ziel, zusätzliche Liquidität in das Finanzsystem zu bringen.

All dies bedeutet jedoch keineswegs einen unvermeidlichen Inflationsschub, etwa, weil nach alter monetaristischer Lesart nun „zu viel Geld auf der Jagd nach zu wenig Gütern“ ist. Denn zum einen ist im Vorhinein niemals klar, was eigentlich „zu viel“ Geld ist. Als die Banken anfangen, sich untereinander kaum noch Geld zu leihen, weil sie sich gegenseitig nicht mehr trauten, blieb der Zentralbank keine Wahl: Sie musste die einzelnen Banken mit dem notwendigen Geld versorgen, das diese für ihre Transaktionen brauchen, und so das Bankensystem stabilisieren. Auch haben die Banken auf die verschlechterten Refinanzierungsmöglichkeiten am Interbankenmarkt mit der Bildung von Überschussreserven reagiert, um sie als „Vorsichtskasse“ zu halten, wofür unter normalen Umständen keinerlei Notwendigkeit besteht. Natürlich ist das alles wenig effizient und erfordert wesentlich mehr Geld als bei einem funktionsfähigen Interbankenmarkt, ohne dass man aber sagen könnte, dass es in dieser Situation „zu viel“ Geld wäre.

Dullien (2009) zeigt in einem Vergleich der Entwicklung wichtiger Geldmengenaggregate im Euroraum (Geldbasis, Geldmengen M1, M2, M3, Bargeldumlauf und Kredite an den Privatsektor)³, dass zwar die Zentralbank ihre Kredite an die Geschäftsbanken ausgeweitet hat, gleichzeitig aber der Anstieg der Geldmengen M2 und M3 und die Kreditausweitung der Geschäftsbanken an den Privatsektor seit Mitte 2008 einen klar rückläufigen Trend aufweisen. Die starke Liquiditätserhöhung spielt sich mithin vorrangig zwischen den Banken und der EZB ab (Dullien 2009, IMK-Arbeitskreis Finanzkrise 2009). Die Banken leihen sich zur Zeit fast 50% mehr Geld bei der EZB als

vor der Lehman Brothers-Pleite und auch als vor dem Finanzkrisenbeginn im Juli vorletzten Jahres (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2009, S. 64).

Zum anderen stellt sich auf theoretischer Ebene die Frage, welches der oben genannten Geldmengenkonzepte eigentlich das relevante ist (dazu auch Schettkat 2009). DeLong weist am Beispiel der USA in den späten 1990er Jahren nach, dass die damalige Geldpolitik je nachdem, ob man die Geldmenge M1 oder die Geldmenge M3 als Beleg heranzieht, entweder als restriktiv oder aber als expansiv interpretiert werden kann. Dabei gibt es nach DeLong keine theoretisch oder empirisch wirklich überzeugenden Gründe, das eine oder das andere Geldmengenkonzept zu bevorzugen, so dass letztlich der (kurzfristige) Realzins die einzige aussagekräftige Größe zur Beurteilung der Geldpolitik ist (DeLong 2002).

2. Staatliche Verschuldung und Inflation

Ein beliebtes Argument ist, dass eine höhere staatliche Verschuldung und eine höhere staatliche Nachfrage zu mehr Inflation führten, was dem Staat wiederum nur recht sei, da eine Beschleunigung der Geldentwertung ihm dabei helfe, „von seinen explodierenden Schulden herunter(zu)kommen“ (vgl. das obige Straubhaar-Zitat).

Jedoch ist dies bei näherer Betrachtung wenig überzeugend: Zunächst einmal ist klar, dass nur zu viel Gesamtnachfrage, nicht aber die erhöhte Nachfrage eines Sektors allein, eine Inflation hervorrufen kann. Da die privaten Haushalte und die Unternehmen in der gegenwärtigen Finanz- und Wirtschaftskrise erheblich weniger Güter nachfragen, ersetzt der Staat durch seine gestiegenen Defizite lediglich einen Teil des krisenbedingten Nachfrageausfalls (in dem Umfang, in dem der Neuverschuldung eine Nachfrage gegenübersteht, also z. B. bei

Infrastrukturinvestitionen).

Damit aber agiert er nicht inflationstreibend, sondern er wirkt einer Deflation entgegen. Häufig übersehen wird auch, dass von den höheren Schulden in den zukünftigen Jahren keine Nachfragewirkungen mehr ausgehen. Zwar ist der Schuldenbestand angestiegen, aber es existiert dann kein direkter Effekt mehr auf die Nachfrage und mithin auf die Inflation.

Dass eine hohe und steigende Schuldenstandsquote (Schuldenstand in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) nicht zwangsläufig zu einer hohen Inflation führt, zeigt das Beispiel Japans, der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt: In Japan ist die Schuldenstandsquote seit Mitte der 1990er Jahre rasant angewachsen; im Jahr 2008 betrug sie 172 Prozent (bis zum Jahr 2010 wird eine weitere Erhöhung auf deutlich über 190 Prozent prognostiziert), das ist fast das Dreifache des entsprechenden Wertes für Deutschland (66 Prozent im Jahr 2008). Der Grund war, dass die japanische Wirtschaftspolitik in diesem Zeitraum mit hohen Defiziten eine anhaltende Deflation zu bekämpfen versuchte. Dennoch entstand in Japan nie Inflation, das Land leidet ganz im Gegenteil seit Jahren unter einer hartnäckigen Deflation mit einem sehr geringen Wirtschaftswachstum (Bofinger 2009, S. 41).

3 Die „Geldbasis“ ist die Summe aus umlaufendem Bargeld und den Notenbankguthaben der Geschäftsbanken, die Geldmenge M1 setzt sich zusammen aus dem Bargeld und den Sichtguthaben der heimischen Nichtbanken bei inländischen Banken, die Geldmenge M2 umfasst M1 zuzüglich kurzfristiger Termingelder und Sparguthaben und M3 besteht aus M2 zuzüglich Geldmarktfonds, kurzfristiger Bankschuldverschreibungen und Repogeschäften.

Auch die Vorstellung, dem Staat sei eine hohe Geldentwertung willkommen, weil er so seine Schulden „weginflationieren“ könne, ist nicht sehr plausibel: Natürlich käme es bei einer Inflationsrate von 10%, die HWWI-Chef Straubhaar für durchaus möglich hält, und einem Nominalzinssatz von beispielsweise 3% zu einer raschen Reduzierung der Schuldenlast (real gerechnet um 7% jährlich). Jedoch übersieht eine solche Argumentation, dass die Nominalzinsen bei erhöhten Inflationserwartungen nicht unverändert bleiben, sondern ansteigen. Der Staat, der in jedem Jahr auch fällig werdende Schulden zu refinanzieren hat, wäre folglich gezwungen, auf diese Schulden höhere Zinsen zu zahlen – zuzüglich eines Risikoaufschlags wegen der steigenden Gefahr einer weiteren Beschleunigung der Inflationsrate. Hohe Inflationsraten führen nicht nur zu hohen Kapitalmarktzinsen, sondern auch zum Risiko einer endogenen nochmaligen Inflationsbeschleunigung, beispielsweise durch Währungsabwertungen. Eine höhere Inflation geht mithin nur in geringem Ausmaß mit einer Entschuldung des Staates einher (IMK-Arbeitskreis Finanzkrise 2009).

Einzig wenn es dem Staat gelänge, in Kooperation mit der Zentralbank eine (Hyper-) Inflation ohne die beschriebene Anpassung der Nominalzinssätze hervorzubringen, wäre eine Eliminierung der Staatsschuld möglich (auf diese Weise wurden zum Beispiel im Deutschen Reich in der Hyperinflation des Jahres 1923 die Kriegsschulden des Ersten Weltkrieges beseitigt). Ein solches Zusammenspiel der öffentlichen Haushalte mit der Zentralbank ist aber allein wegen der Unabhängigkeit der EZB ausgeschlossen.

3. Die Ursachen von Inflation

Um die tatsächlichen Inflationsgefahren abschätzen zu kön-

nen, ist es notwendig, sich mit den Ursachen inflationärer Prozesse zu beschäftigen. Hier stehen sich neoklassische und (post-) keynesianische Vorstellungen gegenüber (vgl. dazu genauer Anhang I resp. Anhang II).

Im hier vertretenen postkeynesianischen Ansatz wird die Entwicklung des Preisniveaus primär durch die Produktionskosten bestimmt, wobei die Lohnstückkosten die bedeutendste Kostenkomponente darstellen: Steigende Lohnstückkosten führen zu einer Preisniveauerhöhung, fallende Lohnstückkosten zu deflationären Prozessen.⁴

In neoklassischer Sicht dagegen resultiert Inflation stets aus einer zu reichlich bemessenen Geldversorgung. „Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen“ (Friedman 1963, S. 17), so lautete Milton Friedmans berühmtes Credo; wenn „zu viel Geld zu wenig Güter jagt“, führe dies unvermeidlich zur Geldentwertung.⁵

Das Problem an dieser Vorstellung ist nur, dass „zu viel Geld“ einen Kanal benötigt, durch den das Inflationsvirus in die Volkswirtschaft übertragen wird. Im Prinzip gibt es nur zwei solche Kanäle, über die ein „zu starkes“ Geldmengenwachstum auf das Preisniveau durchschlagen kann: Zum einen könnte eine Ausdehnung der Geldmenge zu einer steigenden Güternachfrage führen, die das potenzielle Angebotswachstum übertrifft. In diesem Fall käme es zu einer Inflationserhöhung, d. h. einer nachfragebedingten Preisniveausteigerung. Zweitens wäre es denkbar, dass eine Geldmengenausweitung bei den Tarifparteien einen Anstieg der Inflationserwartungen auslöst, der es wiederum den Gewerkschaften erleichtert, höhere Nominallohnsteigerungen in den jeweiligen Lohnrunden durchzusetzen. Über die Kostensteigerung in den Betrieben würde dann das allgemeine Preisniveau in die Höhe getrieben.

Beide genannten Kanäle sind

in der gegenwärtigen Situation ohne Bedeutung. Es ist bereits in Abschnitt 2 dargestellt worden, dass die erhöhte staatliche Nachfrage nur die Nachfrage (zum Teil) ersetzt, die unter normalen Verhältnissen vom Privatsektor getätigt worden wäre, und dass damit von der stark gestiegenen Staatsverschuldung unmittelbar kein Inflationsdruck ausgeht. Wenig wahrscheinlich ist auch, dass die Banken ihre Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte in nächster Zeit deutlich ausweiten und damit einen starken Nachfrageschub initiieren. Denn durch die Abschreibungen auf faule und illiquide Wertpapiere ist das Eigenkapital vieler Banken stark abgeschmolzen. Sie vergeben daher nur zögerlich Kredite, gehen keine oder nur möglichst geringe Risiken ein und verwenden ihre gesamten Überschüsse zum Aufstocken ihrer schwachen Eigenkapitalbasis (neues Eigenkapital über die Ausgabe neuer Aktien zu erhalten, ist gegenwärtig für die Banken sehr schwer). In den kommenden Monaten ist hier keine Besserung zu erwarten; eher besteht die Gefahr, dass weitere Eigenkapitalverluste aufgrund von Abschreibungen zu einer Kreditklemme führen. Zu den Abschreibungen auf „toxische“ Wertpapiere werden nun verstärkt konjunkturell bedingte Abschreibungen hinzukommen, hervorgerufen durch eine wachsende Zahl von Unternehmensinsolvenzen außerhalb des Finanzsektors. Damit entsteht das Risiko fa-

4 Neben den Lohnstückkosten beeinflussen auch andere Faktoren das Preisniveau, z. B. lösen steigende Energiepreise einen Preisniveauschub aus. Vgl. dazu Anhang II.

5 Bei Preisniveauserhöhungen kommt immer der Zentralbank die Rolle des „Schurken“ zu: Da sie das Geldangebot kontrollieren, könne sie darüber entscheiden, die Inflation anzuheizen oder zu drosseln.

taler Rückkoppelungsprozesse zwischen Finanzsektor und Realwirtschaft: Die Rezession geht mit einer Zunahme der Insolvenzen einher, dies belastet die Banken, die ihrerseits mit einer Einschränkung der Kreditvergabe reagieren. Eine reduzierte Kreditvergabe wiederum hat einen negativen Effekt auf die Investitionsnachfrage der Unternehmen und damit auf Produktion und Beschäftigung, so dass die Rezession verschärft wird.

In jedem Fall ist der Bankensektor weiterhin angeschlagen, die Kreditkonditionen haben sich bis in die jüngste Gegenwart verschlechtert und eine Normalisierung der Finanzmärkte dürfte sich nur allmählich einstellen. Und selbst wenn die Banken sich wider Erwarten dazu entschließen sollten, doch wieder mehr Kredit zu vergeben, hätten sie vermutlich Schwierigkeiten, in der gegenwärtigen Krisensituation – mit erheblichen Überkapazitäten aufgrund des Produktions- und Auftragseinbruchs – „seriöse“ Schuldner zu finden, die Kredite für Erweiterungs- oder Ersatzinvestitionen nachfragen. Unter diesen Umständen sind ein rasches Anwachsen der Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte und ein damit verbundener sprunghafter Anstieg der Nachfrage wohl eher unwahrscheinlich.

Auch der oben erwähnte zweite Kanal, über den inflationäre Prozesse entstehen könnten, nämlich überhöhte Nominallohnabschlüsse, ist gegenwärtig nicht relevant. Denn die Lage am Arbeitsmarkt, die sich derzeit noch vergleichsweise günstig darstellt, dürfte sich in den nächsten Monaten deutlich verschlechtern. Bislang konnte ein Abbau von Arbeitsplätzen in der dem Produktionseinbruch entsprechenden Höhe durch die Instrumente der Kurzarbeit und Zeitkonten abgewendet werden. Dies hat allerdings zu stark steigenden Arbeitskosten und sinkenden Nominalinkom-

men der Arbeitnehmerhaushalte geführt, die zulasten der Rentabilität der Unternehmen einerseits und der Konsumfreude (und damit der Kapazitätsauslastung) andererseits gehen. Eine schrittweise Reduzierung der Kurzarbeit und somit eine Erhöhung der Arbeitslosigkeit dürften deshalb unausweichlich sein. Mit steigender Arbeitslosigkeit aber sinkt die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften, die in nächster Zeit eher damit beschäftigt sein werden, Lohnsenkungen abzuwehren, als hohe Lohnforderungen durchzusetzen. So regte etwa Arbeitgeberpräsident Dieter Hundt schon vor einigen Monaten wegen der massiven wirtschaftlichen Probleme eine Senkung der Tariflöhne in einigen Branchen an (Financial Times Deutschland, 29. 7. 2009) und IG-Metall-Chef Berthold Huber kündigte umgekehrt im Oktober eine zurückhaltende Lohnpolitik für die bevorstehende Tarifrunde in der Metall- und Elektroindustrie an, denn „eine Krise ist für die Gewerkschaften nie der Fanfarenstoß für Erfolge an der Entgeltfront.“ (Sueddeutsche.de vom 26. 10. 2009). Die Gefahr, dass die Tarifparteien in der gegenwärtigen Situation mit hohen Nominallohnabschlüssen die Lohnstückkosten so stark nach oben treiben, dass dadurch Inflationsgefahren entstehen, ist daher als extrem gering einzuschätzen.⁶

4. Inflation im Wiederaufschwung?

Häufig wird die Sorge geäußert, dass die riesige Geldmenge, die in den Markt gepumpt worden sei, vielleicht nicht sofort zu einer Inflationsbeschleunigung führe, aber spätestens im nächsten Aufschwung.⁷ In den Medien wird dabei gelegentlich der Eindruck erweckt, dass die Notenbanken den Banken die Liquidität dauerhaft zur Verfügung stellen. Tatsächlich aber sind die bereitgestellten Gelder Kredite, die nach Ende der zumeist kurzen Laufzeiten wieder an die

Zentralbanken zurückfließen. Der Geldschöpfung folgt nach festgelegter Zeit und in festgelegtem Umfang quasi automatisch die Geldvernichtung.

Auch das Eurosystem stellt Zentralbankgeld, das sich die Banken bei der Notenbank auf dem Kreditwege beschaffen, vorwiegend über befristete Transaktionen zur Verfügung. Im Mittelpunkt stehen hierbei

- 6 *Rechnerisch sind die Lohnstückkosten in Deutschland zwar zuletzt in die Höhe geschneit. Dies erklärt sich aber primär daraus, dass die Unternehmen trotz des starken Produktionseinbruchs ihre Belegschaften bislang vergleichsweise wenig abgebaut haben. (Aufgrund der Nachfrageschwäche können die Unternehmen die – nicht von den Gewerkschaften zu verantwortenden – Lohnstückkostensteigerungen gegenwärtig nicht an ihre Kunden weitergeben.) Wenn die Kurzarbeit hierzulande ausläuft und die Beschäftigung stärker sinkt, dürfte es zu einer Korrektur dieses Anstiegs der Lohnstückkosten kommen.*
- 7 *HWWI-Chef Straubhaar geht in einem Interview mit der Berliner Zeitung (25. 4. 2009) davon aus, dass sich die wirtschaftliche Entwicklung ab 2011 wieder sehr rasch nach oben bewegt, wobei die USA erneut die Konjunkturlokomotive spielen würden. Mit dem Aufschwung werde dann auch die Inflation emporschnellen. Der HWWI-Chef sieht in dem Gespräch keinerlei Notwendigkeit, vom deutschen Wirtschaftsmodell der einseitigen Fixierung auf den Export (das über permanente Lohnzurückhaltung Exporterfolge erzielt, damit Arbeitslosigkeit exportiert und andere Länder in die Verschuldung treibt) abzurücken. Er widerspricht Bofinger, der eine Steigerung der Binnennachfrage fordert, mit den Worten: „Eine staatliche Förderung der Binnennachfrage kann aber den Verlust beim Export nicht kompensieren. Wir müssen deshalb in Deutschland weiterhin alles daran setzen, erstklassige Produkte zu entwickeln, die sich gut in der Welt verkaufen lassen.“ Dass der dramatische Anstieg der Exportüberschüsse Deutschlands von 2001 bis 2008 in starkem Maße zu jenen globalen Ungleichgewichten in den Leistungsbilanzen beigetragen hat, die zu den tieferen Ursachen der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise gehören, lässt er dabei ebenso außer Acht wie die Tatsache, dass die US-Bürger angesichts deutlich wachsender Arbeitslosigkeit, stagnierender Reallöhne und steigender Ersparnis ihre reale Nachfrage wohl kaum derart erhöhen dürften, dass die USA in nächster Zukunft wieder zur internationalen Wachstumslokomotive werden.*

sog. Wertpapierpensionsgeschäfte, bei denen die Zentralbank Wertpapiere von den Geschäftsbanken ankauft unter der Bedingung, dass die Banken diese Papiere gleichzeitig per Termin zurückkaufen (im Fall Deutschlands werden die Wertpapiere von der Zentralbank nicht angekauft, sondern als Pfand hereingenommen, was ökonomisch keinen Unterschied macht).

Zwar hat die Europäische Zentralbank angesichts der immer noch geringen Kreditvergabe der Banken untereinander im Mai 2009 beschlossen, die Laufzeit der Refinanzierungsgeschäfte auszuweiten, aber diese beträgt auch jetzt nur 12 Monate (zuvor maximal 6 Monate). Um die geschaffene zusätzliche Liquidität wieder abzuschöpfen, muss die EZB daher nur die Refinanzierungsgeschäfte auslaufen lassen. Wenn die Geldinstitute dann die Liquidität zurückgeben und im Gegenzug ihre als Sicherheiten bei der Notenbank hinterlegten Wertpapiere zurückerhalten, wird das zuvor geschaffene Geld wieder vernichtet. Aber auch eine Rückführung der Liquiditätsversorgung *vor Ablauf* der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte ist problemlos möglich: In diesem Fall würde die Zentralbank einfach den Umfang der wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte (über die unter normalen Verhältnissen etwa drei Viertel des Refinanzierungsvolumens der Banken bereitgestellt werden) zurückfahren.

Schließlich kann die EZB auch jederzeit die gekauften Pfandbriefe resp. Covered Bonds (vgl. Abschnitt 1) wieder verkaufen und damit die zusätzliche Liquidität, die sie durch die Käufe geschaffen hat, wieder aus dem Bankensektor abziehen.⁸

Nicht vergessen werden sollte zudem, dass den Notenbanken mit dem Instrument der Zinserhöhung immer ein einfaches, aber wirksames Mittel zur Infla-

tionsbekämpfung zur Verfügung steht. Die technischen Voraussetzungen, rasch die kurzfristigen und auch die längerfristigen Zinsen zu erhöhen, sind trotz der ungewöhnlichen Maßnahmen z. B. der Europäischen Zentralbank weiterhin gegeben. So kann etwa die EZB bei einer sehr reichlichen Liquiditätslage auf das Instrument der Einlagenfazilität zurückgreifen, die eine Frist von einem Tag aufweist und den Banken für überschüssige Liquidität eine verzinsliche Anlagemöglichkeit bietet. Mit dem Zinssatz für die Einlagenfazilität wird eine wirksame *Untergrenze* des Geldmarktsatzes für Tagesgeld etabliert, da sich keine Bank bei der Geldausleihe an andere Banken mit weniger Zinsen zufrieden geben wird, als sie bei einer Anlage bei der Notenbank von dieser bekommt.

Darüber hinaus haben Zentralbanken jederzeit die Möglichkeit, Wertpapiere aus ihrem Portfolio an Banken zu verkaufen und zugleich zu vereinbaren, die Papiere zu einem späteren Zeitpunkt zu einem leicht höheren Preis zurückzukaufen (sog. „reverse repurchase agreements“). Damit können sie auch für längere Fristen Liquidität aus dem Markt abziehen und auf ein gewünschtes Zinsniveau am Geldmarkt hinwirken. Sollten es die Zentralbanken als notwendig erachten, über die Erhöhung der Geldmarktsätze hinaus die längerfristigen Zinsen anzuheben, ist auch dies leicht durchführbar, da ihnen hierfür ein ausreichender Bestand an Wertpapieren zur Verfügung steht. Indem die Zentralbanken dann längerfristige Wertpapiere verkaufen, senken sie deren Kurse und treiben somit direkt die langfristigen Zinsen nach oben.

Das Fazit ist damit klar: Die eingangs geschilderte Befürchtung, dass nach einem Wirtschaftsaufschwung zeitverzögert eine massive Inflation in Deutschland zwangsläufig drohe, ist unbegründet: Die Europäische Zentralbank könnte - sollten sich Inflationsgefahren

zeigen - ihre Notprogramme rasch zurückfahren und die den Banken derzeit bereitgestellte zusätzliche Liquidität in relativ kurzer Zeit wieder vollständig dem Kreislauf entziehen.

5. Nicht Inflation, sondern Deflation ist die wirkliche Gefahr

Tatsächlich besteht für Deutschland, aber auch für andere Länder, auf absehbare Zeit kein Inflationsrisiko, sondern das exakte Gegenteil, nämlich ein Deflationsrisiko. Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat einen weltweiten Nachfragemangel zur Folge, der zu einer Schrumpfung von Produktion und Beschäftigung geführt hat und damit die Preise unter Druck setzt. Dies zeigt sich in den hochentwickelten Industrieländern sehr deutlich an den Inflationsraten, die in den Jahren 2008 und 2009 auf sehr niedrige Niveaus gefallen sind.

Zu befürchten ist, dass es in Deutschland wegen der schlechten Absatzlage der Unternehmen und der zu erwartenden Erhöhung der Arbeitslosigkeit auf breiter Ebene zu (weiteren) Lohnzugeständnissen der Arbeitnehmer kommt, die zwar aus Sicht der einzelnen Unternehmen vorteilhaft erscheinen, für die gesamte Volkswirtschaft aber fatale Folgen haben: Steigen die Nominallöhne weniger stark an als die Arbeitsproduktivität oder fallen sie sogar, dann sinkt das Preisniveau aufgrund fallender Lohnstückkosten (dazu auch Anhang II), es entsteht ein deflationärer Prozess.

8 *Dabei ist es sogar möglich, dass diese zusätzliche Liquidität zum Teil „von allein“ wieder abgeschöpft wird, wenn nämlich die Banken, deren Covered Bonds die EZB kauft, in der Folge weniger Geld über Offenmarktgeschäfte mit der EZB benötigen.*

Deflationen aber sind gefährlicher als Inflationen. Das grundlegende Problem einer Deflation liegt darin, dass sich die reale Schuldenlast insbesondere der Unternehmen mit der Deflationsrate erhöht. Bei unveränderten nominalen Verbindlichkeiten – sie können nicht kurzfristig gesenkt werden, da die Schuldenbestände der Unternehmen über viele Jahre aufgebaut werden und Kreditverträge mehr oder weniger lange Laufzeiten aufweisen – sehen sich die Unternehmen mit sinkenden nominalen Umsatzerlösen konfrontiert. Werden einzelne Unternehmen deshalb zahlungsunfähig, können Kreditketten reißen und schließlich zu der Gefahr eines kumulativen Zusammenbruchs von Unternehmen führen, wodurch auch wieder das Bankensystem gefährdet wird.

Bei einem stark ausgeprägten Deflationsprozess wäre ein Anstieg der realen Schuldenlast nur zu verhindern, wenn sich der Realzinssatz nicht veränderte. Da Nominalzinssätze jedoch niemals negativ werden (d. h. unter Null fallen) können, gibt es bei starken Deflationen noch nicht einmal die Möglichkeit, einen Anstieg der Realzinssätze – mit allen destabilisierenden Folgen – abzuwenden. Schlimmer noch: Bei der Erwartung weiter sinkender Preise geht die Investitionsnachfrage zurück (da bei fallenden Absatzpreisen die Kalkulationsgrundlage für Sachinvestoren so unsicher ist, dass sie Investitionsprojekte verzögern) und auch die Konsumenten verschieben Käufe auf die Zukunft, so dass die aggregierte Nachfrage massiv einbricht.

Die einzelwirtschaftliche Rationalität, nach der es den Unternehmen in einer Krisensituation sinnvoll erscheint, ihre Kosten durch Lohnsenkungen und durch Entlassungen zu verringern, scheitert in dem Fall, dass alle das Gleiche tun: Wenn die Löhne in allen Unternehmen sinken und die

Arbeitslosigkeit steigt, profitiert davon kein Unternehmen, vielmehr verschärft sich als Folge des Einkommensrückgangs die Absatzkrise und die Wirtschaft stürzt in eine Deflation.⁹

Wie aber kann eine Deflation, die viel wahrscheinlicher als eine Inflation ist, verhindert werden? Normalerweise sind die Arbeitsmärkte in fast allen entwickelten Ländern so organisiert, dass Geldlohnensenkungen nur schwer durchzusetzen sind, da institutionelle Regelungen wie Tarifverträge, Mindestlöhne etc. dem entgegenstehen. Die Brisanz liegt darin, dass seit den 1980er Jahren nicht nur die Finanz-, sondern auch die Arbeitsmärkte weltweit dereguliert worden sind, so dass die Gefahr gewachsen ist, dass bei anziehender Arbeitslosigkeit der Lohnanker reißt (Dullien et al. 2009, S. 121ff). Dieser Anker ist auch hierzulande bereits beschädigt; man denke nur an das Absinken der Löhne in verschiedenen Branchen und Unternehmen in den letzten Jahren. Deshalb sind die Einführung eines allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns und die Stärkung des Flächentarifsystems (zu letzterem auch Grunert 2004) dringend geboten. Generell ist eine Erhöhung der Nominallöhne im Ausmaß des mittelfristig zu erwartenden Produktivitätszuwachses – zuzüglich der Zielinflationsrate der Zentralbank – erforderlich, um ein stabiles und nachhaltiges Konsumwachstum und damit eine der Produktivitätsentwicklung entsprechende Kapazitätsauslastung zu erzielen.

Nicht zuletzt aber muss ein zu frühes Bremsen durch eine restriktivere Geld- und Fiskalpolitik, also ein zu rascher Ausstieg aus der Politik des billigen Geldes und eine frühzeitige Konsolidierung der öffentlichen Haushalte, vermieden werden. Erst wenn die Kapazitäten voll ausgelastet sind und die Arbeitslosigkeit abgebaut ist, ist der richtige Zeitpunkt gekommen, die öffentliche Nachfrage zurückzuschrauben und auch geldpolitisch gegen-

zusteuern, um Überhitzungstendenzen entgegenzuwirken.

Die These einer drohenden Inflation führt dagegen zu ganz anderen Vorschlägen, die nicht nur ungeeignet, sondern sogar volkswirtschaftlich schädlich sind: Wer eine Inflationsgefahr diagnostiziert, wird als Therapie womöglich niedrige Lohnabschlüsse oder gar Lohnsenkungen fordern, verknüpft mit einer raschen (und damit verfrühten) Straffung der Geld- und Finanzpolitik. Die Folgen wären gravierend – es entstünde die Gefahr einer erneuten dramatischen Abwärtsspirale der Wirtschaft, verbunden mit Wohlstandsverlusten und hoher, anhaltender Arbeitslosigkeit.

9 *Dies sind keine neuen Erkenntnisse: So hat etwa der bedeutende US-amerikanische Ökonom Hyman Minsky (1919-1996), dessen „Hypothese finanzieller Instabilität“ (eine knappe, gut lesbare Darstellung ist auch im Internet verfügbar, vgl. Minsky 1992) wesentlich zum Verständnis der jüngsten Finanzkrise beiträgt, schon vor fast 35 Jahren darauf hingewiesen, dass eine deflationäre Lohnentwicklung nicht dazu geeignet ist, Wachstum und Beschäftigung zu stabilisieren:*
„Furthermore, in a world where the past and the future are always present in the form of inherited and currently created financial commitments, wage deflations and inflations are destabilizing and self-sustaining processes. Thus, for example, the remedy of wage deflation for unemployment, which is often advanced by classical economists (...), will tend to make unemployment worse, not better.“ (Minsky 1975, S. 134)

Anhang I

Geld und Inflation – die orthodoxe Sicht

Grundlage und Ausgangspunkt der orthodoxen Theorie ist die Quantitätstheorie des Geldes, ausgedrückt in der sogenannten Fisherschen Verkehrsgleichung, die von Irving Fisher (1867-1947) entwickelt wurde:

$$M \cdot v = p \cdot Y_r,$$

wobei M die nominale Geldmenge, v die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, p das Preisniveau und Y_r das reale Nationalprodukt bezeichnet (zu Folgendem auch Heine/Herr 1999).

Die Quantitätsgleichung stellt eine Tautologie dar, die ex post, also am Ende einer Periode, immer erfüllt ist: Bei einer gegebenen Geldmenge (M) und einem gegebenen nominalen Nationalprodukt ($p \cdot Y_r$ auf der rechten Seite der Gleichung) errechnet sich die Umlaufgeschwindigkeit (v) als die Größe, die zum Ausgleich der linken und der rechten Seite der Gleichung führt.

Eine Theorie lässt sich aus der Verkehrsgleichung erst ableiten, wenn Aussagen über Ursache und Wirkung getroffen werden. Die orthodoxe Theorie stellt hierzu drei Thesen auf:

- Die Geldmenge wird exogen gesetzt, d. h. die Zentralbank kann autonom und punktgenau die Höhe der Geldmenge, die zu einem gegebenen Zeitpunkt in der Volkswirtschaft existieren soll, festlegen. Milton Friedman, der vielleicht bekannteste Vertreter der monetären Neoklassik nach dem Zweiten Weltkrieg, illustriert diese Exogenisierung der Geldmenge mit der Parabel eines Hubschraubers, der eine bestimmte Geldmenge über einem Währungsgebiet abwirft, die von den Menschen des Landes rasch aufgesammelt wird (Friedman 1976, S. 14).

- Das reale Nationalprodukt wird – unabhängig von Geld – durch die Realsphäre bestimmt. Die Geldmenge hat keinen Einfluss auf die „realen Vorgänge“, d. h. die güterwirtschaftlichen Transaktionen, die von realen Austauschverhältnissen (relativen Preisen) bestimmt werden (Neutralität des Geldes). Daraus folgt auch, dass sich eine Veränderung der Geldmenge längerfristig ausschließlich auf das Preisniveau auswirkt, aber das reale Produktionsvolumen und die Beschäftigung nicht beeinflusst.

- Es wird eine stabile Umlaufgeschwindigkeit des Geldes vorausgesetzt. Nach der Argumentation der alten Quantitätstheorie ändern sich Zahlungssitten und -gewohnheiten zumindest kurzfristig nicht. Diese ursprüngliche Version der Quantitätstheorie wurde später von der Neoquantitätstheorie und der Neoklassik, die das Konzept rationaler Erwartungen verwendet, analytisch weiterentwickelt.

Stellt man nun zur Verdeutlichung die Quantitätsgleichung nach dem Preisniveau um, so dass sich

$$p = \frac{v}{Y_r} \cdot M$$

ergibt, so ist unmittelbar klar, dass – mit $\frac{v}{Y_r}$ als gegebene Größen – die Geldmenge M zur Bestimmunggröße des Preisniveaus p wird. Verantwortlich für Inflation (oder Deflation) ist mithin immer die Zentralbank mit einer zu reichlichen (oder zu eng bemessenen) Geldversorgung.

Der dargestellte neoklassische Ansatz ist in mehrerer Hinsicht wenig überzeugend; die Kritik muss sich aus Platzgründen auf zwei Punkte beschränken.

Erstens ist die Annahme einer stabilen Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, die mit einer stabilen Nachfrage der Wirtschaftssubjekte nach Geld einhergeht, äußerst problematisch. Bezieht man etwa Portfolioumschichtungen als Folge von Erwartungsänderungen (z. B. eine verstärkte Geldhaltung aufgrund einer erwarteten Wirtschaftskrise) in die Analyse ein, geht die Stabilität der Geldnachfrage resp. der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes verloren und damit löst sich auch der behauptete Zusammenhang zwischen Geldmengen- und Preisniveauveränderungen auf.

Noch fragwürdiger ist die These, dass die nominale Geldmenge exogen von der Zentralbank, die kein

Marktteilnehmer ist, gesetzt wird. Die Zentralbank, die das Monopol zur Schaffung von Zentralbankgeld (Bargeld, das der Privatsektor hält, sowie Sichtdepositen der Banken bei der Zentralbank) innehat, muss die Banken und somit die Ökonomie insgesamt mit der notwendigen Liquidität versorgen. Täte sie dies nicht, würde sie die Banken in Zahlungsschwierigkeiten treiben und so die Stabilität des Bankensystems und letztlich der gesamten Wirtschaft fundamental gefährden (die gegenwärtige Krise liefert hierfür das Anschauungsmaterial). Der genaue Umfang der Liquiditätsbedürfnisse ist *endogener* Natur, da durch ökonomische Prozesse bedingt. Es treten sowohl Phasen mit höherem als auch solche mit geringerem Liquiditätsbedarf der Banken auf, als dies von der Zentralbank erwartet wurde. Da die Zentralbank unter dem ökonomischen Zwang steht, den Geldmarkt (d. h. den Kreditmarkt zwischen allen Geschäftsbanken und der Zentralbank sowie zwischen einzelnen Geschäftsbanken) „flüssig“ zu halten, ist ihr eine Politik der unmittelbaren Geldmengensteuerung verwehrt. Vielmehr sind es die Liquiditätserfordernisse des Marktes, die ihr ein bestimmtes Geldschöpfungsvolumen aufzwingen. Die Zentralbank kann eine Geldmengensteuerung nur indirekt, nämlich durch eine entsprechende Gestaltung der Zinskonditionen, anstreben. Sie kann zwar die Refinanzierungskosten für die Banken bestimmen, nicht jedoch das Entstehen neuen Geldes unmittelbar steuern. Um im oben genannten Bild von M. Friedman zu bleiben: Die Zentralbank wirft nicht alljährlich mit einem Hubschrauber über einem Land eine exogen festgesetzte Geldmenge ab, die dann von den Menschen aufgelesen und gehalten wird. Sie setzt vielmehr den Refinanzierungszinssatz exogen fest, die daraus entstehende Geldmenge wird jedoch endogen durch private Entscheidungskalküle der Wirtschaftssubjekte bestimmt. Die Zentralbank kann weder ihr Geld den Marktteilnehmern aufzwingen, d. h. die Geldmenge gegen den Willen der Wirtschaftssubjekte erhöhen, noch umgekehrt bei Liquiditätsengpässen eine Refinanzierung der Banken verweigern (sofern sie nicht die gesamte Wirtschaft massiv erschüttern will). Zwar kann die Zentralbank ein bestimmtes Geldmengenziel anstreben, eine Punktlandung wird ihr jedoch kaum gelingen. Da zudem die Geldmenge nicht in irgendeinem festen Zusammenhang mit dem Preisniveau steht, kann die Zentralbank immer nur auf indirektem Wege, nämlich über die Realwirtschaft, Einfluss auf die Preisentwicklung nehmen, niemals aber direkt, wie von den Monetaristen behauptet.

Anhang II

Geld und Inflation – die postkeynesianische Sicht

Von postkeynesianischer Seite wird der neoklassischen Auffassung, dass die Ursache für inflationäre Prozesse in einer zu starken Erhöhung der Geldmenge durch die Zentralbank liegt, entschieden widersprochen.

Zum einen steht für Postkeynesianer der nominale und nicht der relative Preis im Zentrum der Analyse. Zum zweiten sind in der postkeynesianischen Theorie die meisten Preise „administriert“, um eine Reihe unternehmensspezifischer Ziele zu erreichen. Drittens ist die Geldmenge endogen bestimmt, so dass die Wirkungsrichtung der Quantitätsgleichung (vgl. Anhang I) umgekehrt verläuft: Preis multipliziert mit produzierter Menge (die rechte Seite der Gleichung) bestimmt die erforderliche Geldmenge, wenn die Umlaufgeschwindigkeit gegeben ist (wobei die postkeynesianische Theorie nicht von einer stabilen Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ausgeht).

Hyman Minsky hat einen wesentlichen Beitrag zur postkeynesianischen Inflationserklärung resp. zur Bestimmung der Preise auf makroökonomischer Ebene geleistet. Minsky argumentiert, dass Preise in einer Geldökonomie vier wichtige Funktionen erfüllen (Minsky 1986, S. 141f): Sie stellen sicher, dass erstens ein Überschuss (Gewinn) erzeugt wird, zweitens ein Teil des Überschusses den Kapitaleigentümern zufließt, drittens die Marktpreise der Kapitalanlagegüter vereinbar sind mit den aktuellen Produktionskosten des Kapitalanlagegüter-Outputs und viertens die Schulden der Unternehmen bedient werden können.

Der postkeynesianische Ansatz basiert auf einer aggregierten Mark-up-Preistheorie, in der auf makroökonomischer Ebene der Preis durch einen „Mark-up“ (Aufschlag) auf die Arbeitskosten bestimmt wird. Der Preis der Konsumgüter muss hoch genug über den Löhnen im Konsumgütersektor liegen, so dass auch die Beschäftigten in anderen Sektoren mit Konsumgütern versorgt und somit auch Arbeitnehmer im Investitionsgütersektor (und öffentlichen Dienst, Handel etc.) beschäftigt werden können. Hyman Minsky beschreibt dies für den einfachsten Fall einer geschlossenen Volkswirtschaft ohne Staat wie folgt:

„The workers who produce investment goods have to be fed, and this is achieved by not allowing the workers who produce consumer goods to eat all they produce. In our economy the not allowing is enforced by the price system.“ (Minsky 1986, S. 146)

Auf mikroökonomischer Ebene muss jedes Unternehmen in der Lage sein, auf seine durchschnittlichen

Kosten pro Produkteinheit einen "Mark-up" aufzuschlagen und zu realisieren. Auf der makroökonomischen Ebene aber bestimmt das Preisniveau den potenziellen aggregierten Überschuss (Gewinn), der unter allen Unternehmen der Volkswirtschaft aufgeteilt wird. Die Unternehmen konkurrieren dann auf der Mikroebene um ihre Anteile am Gesamtgewinn.

Wie wird nun dieser Gesamtgewinn bestimmt? Zur Beantwortung dieser Frage greift Minsky auf Überlegungen von Michal Kalecki zurück (Kalecki 1971, S. 78-92). Danach lässt sich das Bruttonationaleinkommen (früher: Bruttosozialprodukt) von der Einkommen- und von der Ausgabenseite betrachten. Geht man zunächst von der vereinfachenden Annahme einer geschlossenen Volkswirtschaft ohne Staat aus, so ist das Bruttonationaleinkommen (Y) wie folgt definiert:

$$Y = \text{Löhne} + \text{Gewinne} = \text{Konsum} + \text{Bruttoinvestitionen}$$

Die Gewinne enthalten Abschreibungen und unverteilte Gewinne, Dividenden, Zinsen etc; die Löhne auch die gezahlten Gehälter.

Teilt man den Konsum auf, so ergibt sich:

$$\text{Löhne} + \text{Gewinne} = \text{Konsum der Arbeitnehmer} + \text{Konsum der Kapitaleigentümer} + \text{Bruttoinvestitionen}$$

Nimmt man – wie Kalecki – zusätzlich an, dass die Arbeitnehmer ihr gesamtes Einkommen ausgeben (also nicht sparen), so gilt:

$$\text{Konsum der Arbeitnehmer} = \text{Löhne}$$

Setzt man dies in die vorherige Gleichung ein, ergibt sich Kaleckis berühmte Gewinngleichung, die er erstmals 1933 auf Polnisch entwickelte:

$$\text{Gewinne} = \text{Konsum der Kapitaleigentümer} + \text{Bruttoinvestitionen}$$

Wie aber – fragt Kalecki – ist diese Gleichung zu interpretieren? Bedeutet sie, dass die Gewinne in einem gegebenen Zeitraum den Konsum der Kapitaleigentümer und die Investitionen bestimmen oder gilt das Umgekehrte? Die Antwort auf diese Frage hängt nach Kalecki davon ab, worüber die Kapitaleigentümer tatsächlich die Entscheidungsgewalt besitzen: So können sie sich entscheiden, in einer gegebenen Zeitperiode mehr zu konsumieren und zu investieren als in der vorhergehenden Periode, aber sie können nicht entscheiden, mehr zu verdienen. Somit sind es ihre Investitions- und Konsumentscheidungen, die die Gewinne bestimmen, und nicht umgekehrt.

Die einfache Gewinngleichung wird von Kalecki erweitert, um auch die Ersparnis der Arbeitnehmer, die außenwirtschaftlichen Beziehungen und den Staat einzubeziehen (Kalecki 1971, S. 81ff). Sie lautet dann:

$$\text{Gewinne nach Steuern} = \text{Bruttoinvestitionen} + \text{Exportüberschuss} + \text{Haushaltsdefizit} - \text{Ersparnis der Arbeitnehmer} + \text{Konsum der Kapitaleigentümer}$$

Auf einzelwirtschaftlicher Ebene versucht jedes Unternehmen, einen Preis durchzusetzen, der alle erwarteten Kosten deckt und darüber hinaus einen Sicherheitszuschlag enthält. Je höher dieser Sicherheitszuschlag ist, desto einfacher ist es, von den Banken Kredit zu bekommen. Die Fähigkeit zur Preissetzung und –behauptung ist mithin auf der Mikroebene entscheidend für den Erhalt und die Bedienung von Krediten.

Marktmacht und Preissetzungsmacht bestimmen also in hohem Maße, wer Kredite erlangt, aber der Umfang des Überschusses, der auf aggregierter Ebene zur Verfügung steht, ist abhängig vom aggregierten Mark-up, der wiederum von den Investitionen und dem Konsum der Kapitaleigentümer (ergänzt um das Budgetdefizit und den Exportüberschuss im erweiterten Modell) abhängt. Die Marktmacht, aber auch die technologische Effizienz (Produkt- und Prozessinnovationen sowie „learning economies“ in der Produktion neuer Produkte; dazu ausführlicher Grunert 1998) beeinflussen nur die Verteilung des Gewinns, nicht aber seine aggregierte Höhe. Die Höhe des Gewinns aber ist allein deshalb wichtig, weil sie darüber entscheidet, ob die Unternehmen insgesamt ihre finanziellen Verpflichtungen erfüllen können oder nicht. Minsky fasst dies so zusammen:

„Kalecki (...) showed how gross capital income is related to investment, government spending, the foreign balance, consumption financed by profits, and savings out of wage income. The Kalecki equations show the various conditions under which the profits of business can be large enough to enable business to fulfill its payment commitments on financial instruments.“ (Minsky 1982, S. 17)

Preise sind in der realen Welt nominal und sie sind administriert, um verschiedene Unternehmensziele zu erreichen. Natürlich werden die Unternehmen die angestrebten Preise nicht immer durchsetzen können: Der aggregierte Mark-up ist abhängig von den oben genannten aggregierten Ausgaben (Investitionen, Konsum der Kapitaleigentümer etc.), und wenn diese Ausgaben zu gering sind, können die Kapitaleigentümer im Durchschnitt nicht die von ihnen gewünschten Mark-ups realisieren (d. h. die tatsächlich erzielten werden unter den angestrebten Preisen liegen). In diesem Fall sind die Unternehmen möglicherweise nicht in der Lage, ihre Schulden zu bedienen – mit erheblichen negativen Folgen für die wirtschaftliche Stabilität.

Nominale Preise sind das Ergebnis von Machtkämpfen – sowohl zwischen Kapital und Arbeit als auch unter den Kapitaleigentümern. Gelingt es starken Gewerkschaften, eine Erhöhung des Geldlohniveaus durchzusetzen, die über der Erhöhung der Arbeitsproduktivität liegt, so führt dies zu steigenden Lohnstückkosten. Um weiter ihre notwendigen Gewinne zu erzielen, müssen dann die einzelnen Unternehmen zum Ausgleich die Preise der von ihnen hergestellten Güter erhöhen. Diese Weitergabe der gestiegenen Arbeitskosten in Form von Preissteigerungen lässt sich als „cost-push“-Inflation bezeichnen. Die Entwicklung der Lohnstückkosten – so zeigt sich – stellt mithin den entscheidenden Faktor für die Preisniveaumentwicklung dar. Lohnerhöhungen, die über dem Produktivitätsfortschritt liegen, bergen immer die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale in sich, weil die dadurch steigenden Arbeitskosten von den Unternehmen auf die Preise überwältigt werden, woraus neue Lohnforderungen aufgrund der Preissteigerungen resultieren etc.

Andererseits kommt es zu einer Mark-up- oder Gewinninflation, wenn die Unternehmen in der Lage sind, ihren Mark-up auf die Lohnkosten zu erhöhen. Auf Unternehmensebene ist der Mark-up weitgehend das Ergebnis oligopolistischer Preissetzung; der aggregierte Mark-up auf die Lohnkosten jedoch ist – wie oben ausgeführt – höher, wenn die Investitionsausgaben, das Haushaltsdefizit, der Exportüberschuss oder der Konsum der Kapitaleigentümer höher sind. Unter sonst gleichen Bedingungen wird eine Volkswirtschaft mit einem steigenden prozentualen Anteil der Investitionen, der Exporte oder des Haushaltsdefizits am BIP, der zulasten des Anteils der Konsumgüterproduktion für den privaten Verbrauch geht, höhere Inflationsraten aufweisen, da der aggregierte Mark-up ansteigen muss, um sicherzustellen, dass die inländischen Arbeitnehmer nur einen sinkenden Anteil des Outputs kaufen können.

Inflation, die durch steigende Löhne oder steigende Mark-ups ausgelöst wird, wird auch als „Einkommensinflation“ bezeichnet. Darüber hinaus können allgemeine Preiserhöhungen aber auch z. B. durch steigende Energiepreise wie etwa in den 1970er Jahren verursacht werden, die die Produktionskosten fast aller Waren und auch Dienstleistungen beeinflussen. Die Unternehmen versuchen dann, diese Kostenerhöhungen in Form von Preiserhöhungen weiterzugeben. Werden die Energiepreise nur ein einziges Mal angehoben, kann daraus ein nur einmaliger Preisschock resultieren, der zu einem höheren Gesamtpreisniveau führt. Dies allein bedeutet noch keine Inflation, die kontinuierlich steigende Preise impliziert. Jedoch kann der Preisschock die Arbeitnehmer zum Versuch motivieren, ihre Reallöhne aufrechtzuerhalten, was wiederum eine Lohn-Preis-Spirale anstoßen könnte, wenn die Unternehmen ihrerseits versuchten, ihre Mark-ups zu behaupten (Wray 2001).

Literatur

- Bofinger, P. (2009): *Ist der Markt noch zu retten? Warum wir jetzt einen starken Staat brauchen*, Berlin
- DeLong, B. (2002): *Vulgar Monetarism*, in: *Semi-Daily Journal*, July 24; www.j-bradford-delong.net/movable_type/2003_archives/000663.html
- Dullien, S. (2009): *Gefährliche Angst vor der Inflation*, in: *Wirtschaftsdienst* 8, S. 507-510
- Dullien, S./ Herr, H./ Kellermann, C. (2009), *Der gute Kapitalismus ... und was sich dafür nach der Krise ändern müsste*, Bielefeld
- Friedman, M. (1963): *Inflation: Causes and Consequences*, New York
- Friedman, M. (1976): *Die optimale Geldmenge*, in: Friedman, M., *Die optimale Geldmenge und andere Essays*, Frankfurt
- Grunert, G. (1998): *Technologische Neuerungen und Internationalisierung der Produktion*, in: Postler, F./ Baron, A. (Hrsg.), *Medienforschung, Informationsgesellschaft und ökonomische Entwicklungen – eine kleine Festschrift zum 60. Geburtstag von Herrn Professor Dr. Bernd-Peter Lange am 8. Dezember 1998*, Erkrath, S. 97-118
- Grunert, G. (2004): *Der Flächentarif in der Kritik*, in: *WSI-Mitteilungen* 11, S. 596-602
- Heine, M./ Herr, H. (1999): *Volkswirtschaftslehre – Paradigmenorientierte Einführung in die Mikro- und Makroökonomie*, München
- IMK-Arbeitskreis Finanzkrise (2009): *Von der Finanzkrise zur Weltwirtschaftskrise (I) – Wie die Krise entstand und wie sie überwunden werden kann*, IMK-Report Nr. 38, Mai
- Kalecki, M. (1971): *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy*, Cambridge
- Minsky, H. P. (1975): *John Maynard Keynes*, New York (Wiederabdruck 2008)
- Minsky, H. P. (1982): *The financial-instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy*, in: Kindleberger, C. P./ Laffargue, J.-P. (eds.), *Financial crises – Theory, history, and policy*, Cambridge 1982, S. 13-39

Minsky, H. P. (1986): *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven and London

Minsky, H. P. (1992): *The Financial Instability Hypothesis*, in: Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 74; www.levy.org/pubs/wp74.pdf

Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2009): *Zögerliche Belebung – steigende Staatsschulden*, in: *IMK-Report Nr. 42*, Oktober

Schettkat, R. (2009): *Wer zu früh bremst, ...* in: *Wirtschaftsdienst* 8, S. 511-514

Wray, L. R. (2001): *Money and inflation*, in: Holt, R. P. F./ Pressman, S. (eds.), *A New Guide to Post Keynesian Economics*, New York, S. 79-91