

## Inflation oder Deflation?

von: Michael Wendl, 06.07.2020



2020 | European Central Bank, Flickr | CC BY-NC-ND 2.0

*Anmerkung zu Conrad Schuhlers Artikel „Weltwirtschaft auf Intensivstation: Staat muss aktiv in Wirtschaft eingreifen, Finanzmittel müssen aus Vermögen der Superreichen kommen“.*

Sowohl aus ordoliberaler, wie monetaristischer Sicht wird behauptet, dass die unkonventionell genannte, expansive Geldpolitik der Zentralbanken großer Länder früher oder später zu einer Inflation oder sogar zur Hyperinflation führen müsse. **Auch aus marxistischer Sicht wird so argumentiert.** Diese Sichtweisen werden aktuell durch die groß angelegten Konjunkturprogramme einer Reihe von Ländern und der Europäischen Union zusätzlich gestützt.

Ökonomietheoretisch stützen sich diese Spekulationen auf die sog. Quantitätstheorie des Geldes. Nach dieser bestimmt die Größe der Geldmenge bei gegebener Umlaufgeschwindigkeit des Geldes die Preise der angebotenen Güter und Dienstleistungen. Eine steigende Geldmenge führt aus dieser Sicht zu steigenden Preisen und nicht zu steigenden Mengen. In diesem Zusammenhang wird unterstellt, dass Geld *neutral* ist, also keine Effekte auf die realwirtschaftlichen Kreisläufe hat. Auch wird angenommen, dass Geld *exogen* entsteht, also durch die Zentralbanken in den realwirtschaftlichen Kreislauf quasi von außen eingegeben wird. Wenn die Zentralbanken mehr Geld schöpfen, als im realwirtschaftlichen Kreislauf Güter und Dienstleistungen produziert werden, dann führt die Erhöhung der Geldmenge nur zu höheren Preisen. **Auch marxistische Analysen gehen von dieser Sicht aus.** Sie glauben, dass das umlaufende Geld nicht durch einen realwirtschaftlichen Gegenwert gedeckt ist. Das ist irritierend, weil Marx selbst davon ausgegangen war, dass Geld endogen und nicht neutral ist. Marx zeigt auch, dass die Akkumulation des Kapitals mit der Produktion des Mehrwerts permanent Geld, das als Kredit ausgereicht wird, schöpft. Auch die Quantitätstheorie des Geldes in der Fassung von Ricardo hat er scharf kritisiert[1].

## **Geldschöpfung im zweistufigen Bankensystem**

Die Annahmen, dass es zwangsläufig zu einer Inflation, manche sprechen sogar von Hyperinflation, kommen muss, sind durch eine nicht zutreffende Sicht auf die Verfahren der Kredit- und Geldschöpfung durch das zweistufige Bankensystem gekennzeichnet. Die Geschäftsbanken schöpfen Giral- oder Buchgeld, wenn sie Kredite vergeben. Die Geldschöpfung folgt daher der Nachfrage nach Krediten. Dabei sind die Banken auf Einlagen (der Sparer) nicht angewiesen, weil sie durch die Kreditvergabe diese Einlagen selbst schaffen. Sie haben Konten bei ihrer Zentralbank, auf die sie die vorgeschriebenen Mindestreserven der vergebenen Kredite deponieren. Auf diesen Konten beginnt der zweite Kreislauf des geschöpften Geldes: Der Kreislauf des Zentralbankgelds. Über diese Konten wickeln die Geschäftsbanken ihre Transaktionen mit der Zentralbank und mit den anderen Geschäftsbanken ab. Wenn sich die Geschäftsbanken von der Zentralbank Zentralbankgeld leihen, so überweist die Zentralbank dieses Geld auf die Konten der Geschäftsbanken bei der Zentralbank. Der dafür zu zahlende Zins ist der Hauptrefinanzierungszinssatz. Daneben gibt es noch andere Möglichkeiten (Fazilitäten), mit denen sich die Geschäftsbanken Zentralbankgeld bei der Notenbank beschaffen können. Wenn die Zentralbank Anleihen auf den sog. Sekundärmärkten kauft, überweist sie den Geschäftsbanken, denen sie diese Anleihen abkauft, den Kaufpreis auf die Konten der Geschäftsbanken bei der Zentralbank. Dieses Zentralbankgeld, auch als Geldbasis oder M 0 bezeichnet gerät zunächst nicht in den realwirtschaftlichen Kreislauf. Es dient als Reserve der Geschäftsbanken bei der Zentralbank.

### **Die Käufe von Staatsanleihen**

Mit diesen Reserven werden auf dem sog. Primärmarkt die Staatsanleihen durch einen Kreis ausgewählter (großer) Geschäftsbanken, der sog. Bietergruppe gekauft. Anders als angenommen wird, begibt der Staat seine Anleihen nicht auf den Finanzmärkten direkt, sondern auf diesen Primärmarkt. Die Banken der Bietergruppe bezahlen diese Anleihen mit Zentralbankgeld, das sie als Reserven auf ihren Konten bei der Zentralbank halten. Insofern werden die Staaten über diesen Umweg über die Bietergruppe der Geschäftsbanken durch ihre Zentralbank finanziert. Das ist in der Europäischen Währungsunion zulässig, weil hier nur der unmittelbare Erwerb der Staatsanleihen durch die Zentralbanken verboten ist. Der mittelbare Kauf von Staatsanleihen auf den Sekundärmärkten ist der EZB erlaubt. Dass trotzdem in diesem Zusammenhang von den Kritikern dieser Kaufprogramme von einer verbotenen Staatsfinanzierung gesprochen wird, zeigt eine gewollte Unkenntnis der entsprechenden Normen im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV).

### **Angebot und Nachfrage**

Der Staat verwendet dieses Geld für Investitionen und Käufe. Dadurch kommt Geld in den realwirtschaftlichen Kreislauf und stärkt die aggregierte Nachfrage, also die Summe von privater und öffentlicher Nachfrage. Dadurch wird zunächst das Produktionspotenzial, Kapital und Arbeitskräfte (die Produktionsfaktoren) ausgelastet, in der Folge wächst das Produktionspotential. Eine Inflation kann nur erzeugt werden, wenn die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen das Angebot übersteigt und

die Produktion nicht elastisch genug reagiert, um die so gestiegene Nachfrage zu absorbieren. Geld entsteht daher *endogen* durch die Nachfrage nach Krediten. Nur wenn mehr Kredite nachgefragt werden, erhöht sich die Geldmenge. Dann wird mehr investiert und konsumiert. Damit erhöht sich aber auch das Produktionspotential.

Die Reserven auf den Konten der Geschäftsbanken kommen nur in den realwirtschaftlichen Kreislauf, wenn von Unternehmen, Staat und Privathaushalten Kredite nachgefragt werden. Ist das nicht der Fall, bleibt die Geldbasis auf den Konten der Geschäftsbanken bei der EZB. Unternehmen und Privathaushalte sind Nettosparer (was bei Unternehmen anormal, aber aktuell eine Folge von zu geringen Investitionen und von aus Unsicherheit resultierender Liquiditätspräferenz ist), so dass die Nachfrage nach Krediten relativ gering ist. Ändern würde sich dies nur, wenn die Zentralbank direkt monetäre Transfers an das Publikum vergibt, ohne dass diese Kredite und damit Geld nachfragen. Eine solche Geldschöpfung wäre dann *exogen*, weil ihr keine interne ökonomische Nachfrage nach über Kreditvergabe geschaffenes Geld vorausgeht. Theoretisch ist das denkbar, z.B. wenn ein bedingungsloses Grundeinkommen direkt über Zentralbankgeld und nicht durch Umverteilung im bestehenden Verteilungssystem finanziert würde. Dadurch würde unmittelbar die konsumtive Nachfrage steigen, während die Produktion von Gütern und Dienstleistungen in der kurzen Frist nicht entsprechend steigen kann. Diese Möglichkeit ist nur theoretisch denkbar. Aus der expansiven Geldpolitik der EZB ergeben sich daher keine Inflationsrisiken. Ob sich die Konjunkturprogramme der Bundesregierung oder der Europäischen Währungsunion zu mehr Inflation führen können, hängt davon ab, ob die zusätzlichen Ausgaben, Investitionen und monetäre Transfers stärker die Angebotsseite oder die Nachfrageseite unterstützen. Erste Untersuchungen des Ifo-Instituts zeigen, dass in erster Linie die Angebotsseite der Gesamtwirtschaft gestärkt wird, weil die konsumtiv wirkenden Impulse relativ schwach sind. **So werden die Unternehmen sehr viel stärker entlastet als die Privathaushalte.**

## Keine Inflationsgefahr

Über die Frage, ob Inflation entsteht, entscheidet die Nachfrage einmal nach Krediten, zum anderen nach Gütern und Dienstleistungen, die im Index der Verbraucherpreise erfasst werden. Eine über das Angebot an Gütern und Dienstleistungen hinausgehende konsumtive Nachfrage ist nur möglich, wenn die nominalen Löhne deutlich stärker steigen als die nominale Arbeitsproduktivität. Das galt nur für den Zeitraum von 1970 - 74. Danach ist es nur kurzfristig und in geringem Umfang dazu gekommen, dass die nominalen Löhne stärker gestiegen sind als der Zuwachs der nominalen Arbeitsproduktivität. Umgekehrt: Die Löhne steigen im langfristigen Durchschnitt langsamer als die (niedrige) Produktivität. Dazu kommt, dass in einer Phase der säkularen Stagnation und hoher Nettofinanzierungsüberschüsse bei Privathaushalten und Unternehmen die Nachfrage nach Krediten niedrig bleiben wird. Damit kommt den Staaten die wichtigste Rolle bei der Nachfrage nach Krediten zu. Die Staaten müssen sich verschulden, um für Wachstumsimpulse zu sorgen. **So gesehen ist für die nächsten Jahre eher von dem Risiko einer Deflation, von Inflationsrisiken auszugehen.**

---

[1] Michael Wendl (2019): Geldtheorie und monetäre Werttheorie von Marx im Unterschied zu Keynes, in: Hagemann, Kromphardt, Sahin (Hg.), Arbeit und Beschäftigung, Keynes und Marx, Marburg