

Reinhold Hilbers

## Inflation vermeiden – Nachhaltigkeit als Credo der Finanzpolitik

Die wieder aufkeimende Debatte um die Schuldenbremse macht eins deutlich: Eine restriktive Ausgabenpolitik ist unbeliebt, insbesondere in der Krise und in Wahljahren. Politik will gestalten. Dafür ist sie auch da. Gerade in den Zeiten dieser Pandemie gelingt dies leichter mit Ausgabeprogrammen als mit Einsparungen, die die Bürger unmittelbar treffen. Das Einhalten der gesetzlichen Vorgaben wird vielfach als Fetisch der schwarzen Null bezeichnet. Schlagwortartig und grob zusammengefasst wird in der Krise Keynes das Wort geredet und Friedman eher vergessen.

Dabei zeigt die Corona-Krise ganz eigene und neue Elemente eines Wirtschaftszyklus. Drei Elemente bilden dabei einen bedeutenden Rahmen: Erstens erleben wir weltweit quasi eine Nullzinspolitik der Notenbanken, und das seit Jahren. Ein Ausweg ist auf kurze Sicht nicht erkenn-

folgerichtig die Sparquote in neue, bislang fast unbekannte Höhen steigt. Wird das Pendel hier einmal zurückschlagen? Wird die hohe Liquidität am Markt am Ende sogar zu einer Inflation führen?

### Anziehen der Inflation im neuen Jahr

Nach minus 0,7 Prozent im Dezember 2020 ist die Teuerungsrate im Januar 2021 in Deutschland auf plus 1,6 Prozent gestiegen. Die europäische Statistikbehörde Eurostat teilte mit, dass die Inflationsrate für die Eurozone im Januar auf plus 0,9 Prozent gewachsen ist, nach durchschnittlich minus 0,3 Prozent in den letzten Monaten des Jahres 2020.

Die Entwicklung ist in Deutschland maßgeblich von Sondereffekten beeinflusst. 2020 führte die vorübergehende Sen-

Zum Beispiel war ab März 2020 zu beobachten, dass die Konsumenten vermehrt Lebensmittel nachfragten.

Nach einer vor einigen Wochen veröffentlichten Studie des Vermögensverwalters BlackRock werden die weiter am Markt existierenden Unternehmen, also die „Überlebenden“ der Corona-Krise, leichter höhere Preise durchsetzen könnten. Umso wichtiger ist es, den Gründergeist wachzuhalten und zu fördern, damit neue Unternehmen sich am Markt etablieren können. Denn die Corona-Pandemie führt zu einem Verdrängungswettbewerb. Einschränkungen beim Insolvenzrecht waren sicher in der akuten ersten Phase der Pandemie richtig, wir sollten uns aber jetzt auf die Zeit nach der Krise vorbereiten und dabei auch Pleiten von Unternehmen nicht ausschließen. Mit einer massiven Insolvenzwelle ist nicht zu rechnen, insbesondere nicht bei größeren Unternehmen. Ein Zuwarten und Verzögern von Insolvenzen kann aber das Vertrauen in die Leistungsfähigkeit von Unternehmen dauerhaft stören, Risiken erhöhen und zu Ketteneffekten führen. In den Bankbilanzen hätten solche Effekte fatale Auswirkungen.

„Die Corona-Krise zeigt ganz eigene und neue Elemente eines Wirtschaftszyklus.“

bar. Deutschland kann sich selbst bei extrem langlaufenden Anleihen zeitweise mit negativen Zinsen refinanzieren. Zweitens werden in Europa und in Deutschland immense Rettungs- und Unterstützungspakte geschnürt, die die Staatsverschuldung wieder beziehungsweise noch weiter in die Höhe treiben. Drittens bewirken die Einschränkungen, die die Pandemie mit sich bringt, dass Konsumausgaben nicht vollzogen werden können. Die Menschen können ihr Geld nicht wie bisher ausgeben, wodurch

die Mehrwertsteuer zunächst zu Preissenkungen, ihr Auslaufen wiederum zu Preiserhöhungen. Zudem wurde zum Jahreswechsel die CO<sub>2</sub>-Abgabe eingeführt. Dies allein schlägt mit rund 0,3 Prozentpunkten bei der Inflationsrate im neuen Jahr zu Buche. Andererseits dürften die niedrigen Inflationsraten im vergangenen Jahr vornehmlich auf die verringerte Nachfrage infolge der Corona-Pandemie zurückzuführen sein. Die Corona-Krise hat zudem ganz unterschiedliche Auswirkungen auf den Warenkorb.

### Wettbewerbsbereinigung durch Corona

Die Bankenkrise der Jahre 2007, 2008 und 2009 und die immensen globalen Folgen der Vertrauenskrise sollten Mahnung genug sein. Aufseher warnen vor diesen Extremszenarien seit Längerem. In einer Umfrage des Centers for Financial Studies der Frankfurter Goethe-Universität befürchteten mehr als 92 Prozent der

befragten Bankmanager einen deutlichen Anstieg der Unternehmensinsolvenzen im Jahr 2021. Dies könnte zu einem weiteren Absinken der Profitabilität der Banken durch eine erhöhte Risikovorsorge führen.

Die Maßnahmen zur Abfederung der Folgen der Pandemie reißen Löcher in die Haushalte von allen staatlichen Ebenen. In den vergangenen Jahren hatten Bund, Länder und Kommunen auf neue Schulden weitgehend verzichtet, da nicht zuletzt die Steuereinnahmen als Finanzierungsquelle kräftig sprudelten. Diese stiegen von 2010 bis 2019 um gut die Hälfte auf rund 800 Milliarden Euro. Zeitgleich sanken die Zinsausgaben. 2019 gab der Staat nur noch knapp 34 Milliarden Euro für Zinszahlungen aus – 2012 waren es fast 70 Milliarden Euro. Unterstützt wird die Entwicklung durch das

reich lag mit 85 Prozent vor Deutschland. Weil die meisten Staaten mit hohen Ausgabewerten in die neue Krise gestartet sind, erreicht der Anteil der Staatsschulden an der Wirtschaftsleistung, so der Ökonom Clemens Fuest kürzlich, ein Niveau, das man sonst nur nach Kriegen sah. Durch das Auftreten des Staats als Nachfrager nach Kapital erhöht sich die Geldmenge.

### Reaktionen der Zentralbanken

Die Europäische Zentralbank und die US-amerikanische Federal Reserve Bank verharren seit Beginn der Pandemie in einem Krisenmodus. Wie schon zu Zeiten der globalen Finanzmarktkrise in den Jahren 2008 und 2009 werden neue und unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen in nie da gewesenen Volumina

## „Führt jeder geldpolitische Impuls über kurz oder lang zu steigenden Preisen?“

Auftreten der Europäischen Zentralbank am Markt als große Käuferin. Staaten und Unternehmen müssen dadurch nicht hohe Zinsen für ihre Anleihen bieten. Davon profitieren nicht zuletzt die Staaten, die in der Corona-Krise milliardenschwere Rettungsprogramme aufgelegt haben.

Auch wenn der Schuldenstand Deutschlands mit gut 2,5 Billionen Euro in der Nachkriegsgeschichte nie höher war als voraussichtlich Ende 2021, wird die Schuldenquote 2021 mit knapp 73 Prozent noch gut 9 Prozentpunkte unter dem Wert des Jahres 2010 liegen. Gleichzeitig erhält der Bund derzeit sogar Zinsen, wenn er sich Geld leiht. Zudem relativiert der Blick auf die Nachbarstaaten den aktuellen Anstieg der deutschen Schuldenquote, denn die großen Industrieländer in der Europäischen Union waren Ende 2019 im Vergleich zur Wirtschaftskraft allesamt deutlich stärker verschuldet. Italien rangierte mit einer Quote von 135 Prozent an der Spitze, Frankreich und Spanien erreichten fast die 100-Prozent-Marke und auch das Vereinigte König-

reich zur Eindämmung der Krise eingesetzt. Die EZB hatte die Wirtschaft im Euro-Raum im vergangenen Jahr angesichts eines beispiellosen Konjunkturerinbruchs wiederholt mit Hilfsprogrammen unterstützt. Damit sollte sichergestellt werden, dass der Kreditfluss an Unternehmen und Haushalte in der Covid-19-Krise nicht abreißt und die Renditen der Staatsanleihen der Euroländer an den Börsen nicht aus dem Ruder laufen.

Zuletzt stockte die Notenbank ihr Pandemie-Anleihenkaufprogramm PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) um 500 Milliarden Euro auf ein Volumen von nunmehr 1,85 Billionen Euro auf. Zudem wurden die PEPP-Käufe bis mindestens Ende März 2022 verlängert. Um den Geschäftsbanken in der Krise als Finanzierer unter die Arme zu greifen, hatte die Notenbank im Dezember auch weitere besonders günstige Langfriskredite (PELTROs) aufgelegt und die Bedingungen für bereits laufende Langfriskredite gelockert. Die seit März 2015 mit Unterbrechung laufenden anderen Kaufpro-



Reinhold Hilbers

Niedersächsischer Finanzminister,  
Hannover

Ein Zusammenspiel von expansiver Geld- und Fiskalpolitik war wichtig, um die größten Folgen der Corona-Krise abzufedern. Diese Kombination ist aber auch riskant. Denn angesichts der Fülle von Liquidität kann es mit Überwindung der Pandemie zu euphorischen Entwicklungen auf den Märkten kommen. Die Verbraucherpreise ziehen bereits wieder an. Noch sind es Sondereffekte. Doch der Autor warnt davor, dass sich diese Entwicklung manifestieren könnte. Die anstehende Marktberichtigung könnte Unternehmen in die Lage versetzen, höhere Preise durchzusetzen. Der demografisch bedingte Mangel an Arbeitskräften droht in überhöhten Lohnforderungen zu enden. Und die verstärkten Investitionen der wohlhabenden Bevölkerung, die am gewöhnlichen Sparer vorbeigehen, führen zu einem weiteren Auftrieb der Preise für reale Assets wie Immobilien oder Edelmetalle. Der Autor nimmt diesbezüglich sowohl die EZB mit ihrer Geldpolitik als auch die deutsche Finanzpolitik in die Pflicht, genau dies zu verhindern. Ein weiteres Festhalten an der „schwarzen Null“ sei unbedingt notwendig. (Red.)

gramme der Notenbank für Anleihen haben mit etwas über drei Billionen Euro bereits ein gewaltiges Volumen erreicht. Die EZB hält mittlerweile 30 Prozent der ausstehenden Staatsschulden des Euro-Raums.

Laut US-Ökonom Milton Friedman führt jeder geldpolitische Impuls über kurz oder lang zu steigenden Preisen. Nach

dieser Logik müssten also die Preise steigen. Auch wenn die meisten Ökonomen ein Ende der negativen Inflationsraten sehen, bezweifeln sie jedoch, dass es einen erheblichen Anstieg der Inflation geben könnte. Die Europäische Zentralbank hält es für entscheidend, wie sich nach der Überwindung der Pandemie Ange-

entladen und inflationsfördernde Wirkung entfachen.

Die reine Erhöhung der Geldmenge führt noch nicht direkt zu steigenden Teuerungsraten. Die Maßnahmen der EZB haben bislang vor allem dazu geführt, dass Banken, aber auch die Verbraucher Geld

weiter, und der Realzins (also Nominalzins minus Inflationsrate) taucht noch tiefer als jetzt schon in den negativen Bereich ab. Sollte es hierzu kommen, würden vor allem diejenigen zu den Verlierern gehören, die ihr Geld vermeintlich sicher auf ihrem Tagesgeldkonto als Festgeld, als Sparbuch oder bar unterm Kopfkissen verwahren. Auch Anleihen wären massiv gefährdet – und damit all jene, die Kapital-Lebensversicherungen nutzen, die vor allem in Anleihen investieren. Zu den vermeintlichen Gewinnern einer Inflation würden vor allem diejenigen gehören, die „reale“ Sachwerte besitzen. Dazu zählen physische Edelmetalle (Barren, Münzen), Immobilien und unternehmerische Beteiligungen (Aktien, Fonds, ETFs).

---

### „Während der Corona-Krise haben europäische Haushalte so viel Geld zurückgelegt wie noch nie.“

---

bot und Nachfrage entwickeln. Nicht auszuschließen sei, dass eine aufgestaute Nachfrage im Anschluss die wirtschaftliche Nachfrage belebe und eine Inflationszunahme bewirke. Auf der anderen Seite könnten aber auch infolge der Pandemie Angebotsengpässe abgebaut werden, was zu einem Deflationsdruck führen könne.

#### Erhöhung von Geldmenge und Sparquote

Das Geldmengenwachstum in der Eurozone hat sich im Dezember des vergangenen Jahres weiter beschleunigt. Zum Vormonat legte die breit gefasste Geldmenge M3 um 12,3 Prozent zu. Im Vormonat hatte das Wachstum elf Prozent betragen. Sie wächst damit so schnell wie zuletzt im Jahr 2008. Das Wachstum der enger gefassten Geldmenge M1 betrug 15,6 Prozent, nach 14,5 Prozent im November. Die Geldmengen auch jenseits des Atlantiks sind massiv gewachsen. In den USA etwa so stark wie es zuletzt während und nach dem zweiten Weltkrieg der Fall war.

Während der Corona-Krise haben europäische Haushalte zugleich so viel Geld zurückgelegt wie noch nie. 2020 war die Sparquote in Deutschland auf 16 Prozent hochgeschossen. Die bislang höchsten Sparquoten in Deutschland wurden nach Zahlen des Statistischen Bundesamtes 1991 und 1992 mit jeweils knapp 13 Prozent gemessen. Im Jahre 2019 waren es knapp elf Prozent. Die gesparten Gelder können sich als zusätzliche Nachfrage

„horteten“. Mittel werden also nicht entsprechend in den Wirtschaftskreis eingespeist. Doch letztlich muss die Geldmenge der Gütermenge entsprechen. Ein Zusammenspiel von expansiver Geld- und Fiskalpolitik ist riskant. Mit der Überwindung der Pandemie kann es zu euphorischen Entwicklungen auf den Märkten kommen. Mit geldpolitischen Maßnahmen ist eine dann angestoßene Inflation schwer zu bremsen.

Sollten die Preise ansteigen, müssten die Notenbanken mit erhöhten Zinsen reagieren. Dies würde aber die Refinanzierung der stark verschuldeten Länder enorm verteuern. Dann wird sich zeigen, ob die EZB die Zinsen trotz des Drucks auf die Refinanzierungskosten der stark verschuldeten Länder erhöhen wird. Erneute Schieflagen einzelner Euro-Mitgliedsstaaten wie in der Staatsschulden-

---

### „Arbeitnehmer werden zu einem raren Gut.“

---

krise zu Beginn der 2010er Jahre wird man sich nicht erlauben wollen. Zumal in den Bilanzen der Notenbanken zahlreiche Staatsanleihen stehen.

Ob die Verbraucherpreisinflation demnächst bei vier, sechs oder acht Prozent landen wird, ist dabei nicht entscheidend. Entscheidend ist, dass die Inflationsrate steigt, der Zins aber nicht. Damit öffnet sich die Schere zwischen Verbraucherpreisinflation und Nominalzinsen

#### Nachhaltige Arbeitsmarktpolitik

Auch die demografische Entwicklung kann einen maßgeblichen Einfluss nehmen. Nach Berechnungen der Vereinigten Nationen ist die Menschheit aktuell inmitten eines epochalen Trendwechsels. Die Babyboomer-Generation tritt in den kommenden Jahren in das Rentenalter ein. Auch China ist in Anbetracht der Einkind-Politik von einem massiven demografischen Wandel betroffen. Das heißt, in den OECD-Staaten wird der Anteil der erwerbsfähigen Bevölkerung in Relation zur Gesamtbevölkerung von aktuell rund 65 Prozent auf rund 58 Prozent im Jahr

2050 fallen. In China nimmt die Arbeitnehmerschaft von 75 Prozent auf 55 Prozent im Jahr 2050 dramatisch ab.

Arbeitnehmer werden zu einem raren Gut. Verknappt sich in einer Marktwirtschaft das Arbeitskräfteangebot, steigt der Preis, also der Lohn. Kommt es zu Lohnsteigerungen, werden über kurz oder lang die höheren Kosten auf die Produkte umgelegt. Wird dadurch der beobachtete Warenkorb zur Messung



der Preisentwicklung teurer, werden Arbeitnehmer wiederum höhere Löhne fordern. Hier bewahrheitet sich, dass eine Inflation häufig durch die Lohnentwicklung getrieben wird. Dieser Effekt wird als Lohn-Preis-Spirale bezeichnet und war in den 1970er und 1980er Jahren zuletzt in einer deutlichen Ausprägung zu beobachten. Umso wichtiger werden in Zukunft moderate Lohnabschlüsse sein. Diese haben also keinen Selbstzweck und sind kein Fetisch. Sie sind dringend geboten, um Verluste der Sparer durch eine sonst drohende Inflation zu vermeiden.

Profiteure einer Inflation sind vor allem Schuldner. Denn wenn Geld entwertet

Sinken des Preisniveaus und einer Deflation zu halten. Dieses Ziel ist Konsens bei den Zentralbanken weltweit. Mittlerweile hat die EZB ihr Inflationsziel erneut auf knapp unter zwei Prozent erhöht.

### Solide Finanzpolitik stärkt das Vertrauen

Nicht wenige plädieren, dass auch Deutschland sich diesem Paradigma anschließt und nicht weiter einer der schuldenpolitischen Musterschüler Europas ist. In Deutschland erfordert die Schuldenbremse, dass die in den Jahren 2020 und 2021 aufgenommenen Schulden in „an-

dem in den von der Pandemie besonders stark betroffenen südeuropäischen Volkswirtschaften. Dies wird sicher nicht von allen begrüßt. Verlässlichkeit in der Einhaltung der Regeln ist aber notwendig, um Menschen zu motivieren und ihnen in ihren Staat Vertrauen zu geben. Nur wenn die Menschen an die Rahmenbedingungen glauben sowie Vertrauen und Möglichkeiten haben, ihr Geld zu investieren, werden wir eine starke Wirtschaft haben.

Um Vertrauen in Politik und Währung auch nach der Corona Pandemie zu halten, führt an der Konsolidierung und dem Festhalten der Schuldenregeln kein Weg vorbei. Die Schuldenbremse verbunden mit der soliden Finanzpolitik der vergangenen Jahre hat es erst ermöglicht, angemessen auf die Herausforderungen der Corona-Krise zu reagieren. Gerade die gegenwärtige Situation beweist, dass effektive Krisenpolitik verbunden mit Investitionen im Rahmen der Schuldenbremse möglich ist. Dank mehrerer Jahre mit Überschüssen hat Deutschland nach Einschätzung des Internationalen Währungsfonds anders als viele andere Staaten guten Chancen, bis zum Jahr 2024 wieder in die Nähe der europäischen Zielschuldenquote von 60 Prozent zu kommen. Diese Chance sollten wir ergreifen.

---

## „Höhere Inflationsraten können helfen, die Schuldenlast zu reduzieren.“

---

wird, erledigen sich auch ausstehende Kredite ganz von selbst. Da Staaten die größten Schuldner von allen sind, wäre dieses Szenario für viele Staaten ein idealer Ausweg. Die Inflation steigt, die Zinsen bleiben niedrig, die Refinanzierung wäre günstig. Selbst bei den niedrigen Inflationsraten in Deutschland verlor die D-Mark zwischen 1948 und 1999 rund 75 Prozent der Kaufkraft. Entsprechend entwerteten sich Schulden und Forderungen.

gemessener Zeit“ (Artikel 115 GG und die entsprechenden landesverfassungsrechtlichen Regelungen) getilgt werden müssen. Bund und Länder stehen also unter dem Zwang, nicht nur einen ausgeglichenen Haushalt, sondern sogar Überschüsse zu erzielen. Wird im Euroraum an den Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts festgehalten, kommt es zu erheblichen Konsolidierungserfordernissen, vor

Auch heute könnten höhere Inflationsraten helfen, die Schuldenlast zu reduzieren. Doch gibt es angesichts der demografischen Entwicklung und der Globalisierung trotz der intensiven Bemühungen der EZB keine nennenswerte Geldentwertung. Was hingegen steigt, sind die Preise von Vermögenswerten. Der Ökonom Daniel Stelter etwa ist überzeugt, dass Notenbanken wie die EZB und andere Institutionen im Hintergrund daran arbeiten, mithilfe von Inflation und anderen Maßnahmen die Schuldenlast zu reduzieren. Die Verträge der Eurozone erlauben keinen Erlass der Staatsschulden. In den Ursprüngen strebte die EZB selbst eine Inflation zwischen null und zwei Prozent an. Später änderte die EZB dies auf knapp zwei Prozent, um einen ausreichenden Abstand zu einem



Finden Sie jetzt bei uns online  
aktuelle Studien rund um das Kreditwesen.

[WWW.KREDITWESEN.DE/RESEARCH](http://WWW.KREDITWESEN.DE/RESEARCH)

Ihr Anspruch ist Expertenwissen.  
Unserer auch!

Bleiben Sie mit aktuellen Studien zu spannenden  
Themen immer nah am Markt.