

Luckenbach, H.: Theoretische Grundlagen der Wirtschaftspolitik. 2. Aufl., München 2000.
 Molle, W.: The Economics of European Integration — Theory, Practice and Policy. 5. Aufl., Cornwall 2006.
 Mundell, R.: Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. In: The Canadian Journal of Economics and Political Science Bd. 29 Nr. 4. (1963), S. 475 - 485.
 Mundell, R.: A Theory of Optimum Currency Areas. In: The American Economic Review, 1961. S. 657-665.
 Pelkmans, J.: European Integration — Methods and Economic Analysis. 2. Aufl., Essex 2001.
 Rose, K./Sauernheimer, K.: Theorie der Außenwirtschaft. 14. Aufl. München 2006.
 Tinbergen, J.: On the Economic Policy. Amsterdam 1952.

Die Fragen werden im WISU-Repetitorium beantwortet.

Geldpolitik

Inflationsbekämpfung – Möglichkeiten und Grenzen der Zentralbanken

Prof. Dr. Karlheinz Ruckriegel, Nürnberg

Wurde 2008 nach Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise noch eine massive Lockerung der Geldpolitik gefordert, wird seit einiger Zeit befürchtet, dass dies eine Inflation nach sich ziehen könnte. Bei der Frage, welche Rolle die Zentralbanken bei der Inflationsbekämpfung spielen, muss auch auf die Ursachen von Inflation eingegangen werden.

I. Einleitung

Als im Herbst 2008 nach dem Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman Bros. die **Finanz- und Wirtschaftskrise** ausbrach und in der Folge vor allem die amerikanische und die britische Zentralbank die Geldpolitik massiv lockerten, stand auch die Gefahr einer Deflation im Raum (zur Diskussion der Ursachen und Hintergründe der Finanz- und Wirtschaftskrise vgl. Appleby, Kap.13). Nachdem dann ab Frühjahr 2010 viele **europäische Staaten in eine Schuldenkrise** gerieten, wird jetzt befürchtet, dass eine solche Geldpolitik zur Inflation führen könnte. Aufgrund der Hyperinflation während der Weimarer Republik ist die Angst vor einer Inflation in Deutschland besonders ausgeprägt.

Bei der Frage, inwieweit die Zentralbanken die Inflation bekämpfen können, sind deren Ursachen (vgl. dazu ausführlich Görgens/Ruckriegel 2009, während dort andere Fragen im Vordergrund standen, wird hier insbesondere der Inflationsbekämpfung nachgegangen; vgl. zur Inflation auch Belke/Beckmann) entscheidend.

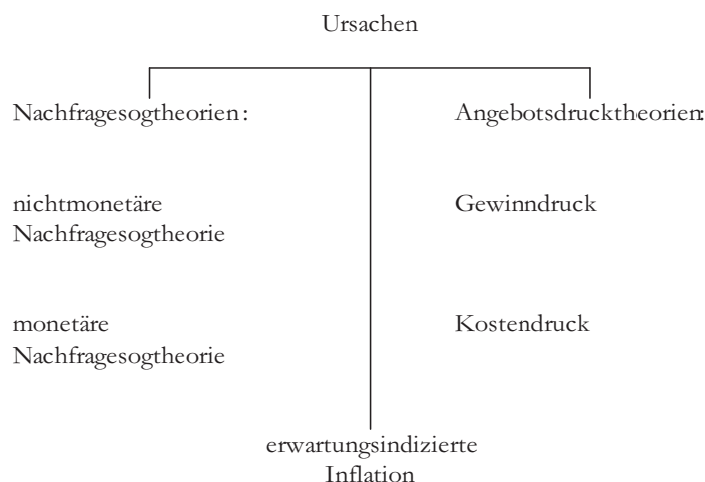


Abb. 1: Inflationsursachen (Quelle: Görgens/Ruckriegel 2007, S. 246)

Deflations- und Inflationsängste

Es gibt grundsätzlich drei verschiedene Inflationsursachen: die Nachfrageseite (Nachfragesog), die Angebotsseite (Angebotsdruck) sowie eine erwartungsinduzierte Inflation.

II. Nachfrageseitig ausgelöste Inflation

Ursachen für den Nachfragesog ...

Bei einer nachfrageseitig ausgelösten Inflation liegt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage über dem Angebot. Nimmt die Kapazitätsauslastung hingegen aufgrund sinkender gesamtwirtschaftlicher Nachfrage ab, kann es zu **Deflation** kommen. Bei der Analyse, was den Nachfragesog auslöst, stehen die gesamtwirtschaftlichen Nachfrageaggregate im Mittelpunkt (zu den Komponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage vgl. Görgens/Ruckriegel 2007, Kapitel IV).

Dabei stellt sich die Frage, weshalb einzelne Komponenten der Gesamtnachfrage steigen, obwohl die Preiserhöhungen weder durch Einkommensänderungen noch durch monetäre Anreize entstanden sind. Diese Gründe bieten sich an:

- Die **staatlichen Aktivitäten** werden aufgrund politischer Entscheidungen **ausgeweitet**, ohne dass gleichzeitig die Steuern erhöht werden.
- Die **Konsumneigung steigt** aufgrund einer veränderten Einkommens- und Vermögensverteilung oder Bevölkerungsstruktur.
- Technische Neuerungen, Konkurrenzdruck oder optimistischere Zukunftserwartungen erhöhen die **Investitionsnachfrage**.
- Auch die **Nettoauslandsnachfrage** kommt als Inflationsverursacher in Betracht. Etwa dann, wenn — bei festen Wechselkursen — die Inflation im Ausland höher ist als im Inland bzw. die Einkommen im Ausland schneller steigen und deshalb die Exporte ins Ausland steigen. Inflationäre Effekte können auch entstehen, wenn bei flexiblen Wechselkursen kapitalbilanzinduzierte Wechselkursabwertungen einen Nachfrageschub aus dem Ausland auslösen.

... gelten auch für die Deflation

Diese Argumentation gilt — mit umgekehrten Vorzeichen — auch für die Deflation. So reduzierte die Regierung Brüning nach Ausbruch der Weltwirtschaftskrise in den dreißiger Jahren die Staatsausgaben, da die Steuereinnahmen sanken, was die Deflation zusätzlich verstärkte. Als die **Finanzmarktkrise** Ende 2008 begann auf die Realwirtschaft überzuschwappen, war weltweit genau die gegenteilige Politik zu beobachten. In Deutschland kam es zwar zu einem Einbruch der Exporte und der inländischen Investitionen. Anders als in den dreißiger Jahren steuerte die Wirtschafts- und Geldpolitik jedoch mit Konjunkturprogrammen und Zinssenkungen gegen und verhinderte so weltweit ein Abgleiten in eine Deflation und Depression.

Monetäre Alimentierung ...

Eine Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage wird durch die **Schaffung von Geschäftsbankengeld** aufgrund einer Ausweitung der Kreditvergabe seitens der Geschäftsbanken finanziert (monetär alimentiert), wobei es leicht zu **Überreaktionen** kommen kann (vgl. auch Ferguson, S. 18).

... und deren Grenzen

Die Ausweitung der Geldmenge durch Geldschöpfung der Geschäftsbanken stößt dann an Grenzen, wenn die Zentralbank dies nicht mehr toleriert und mit zinspolitischen bzw. anderen Maßnahmen gegenhält, etwa indem die **Kreditvergabe an bestimmte Wirtschaftssektoren eingeschränkt** wird. „... eine echte Blase (kann) ohne leichte Krediterschöpfung nicht entstehen ... Deshalb haben so viele Blasen ihren Ursprung in den Fehlentscheidungen und Unterlassungssünden von Zentralbanken“ (Ferguson, S. 111).

Bei zu schwacher gesamtwirtschaftlicher Nachfrage kann die Zentralbank versuchen, diese zu stimulieren, indem sie einen **expansiven Kurs** fährt, also Zentralbankgeld zu **niedrigen Zinssätzen** anbietet.

Vorgehen während der Finanz- und Wirtschaftskrise

Dies konnte weltweit während der Finanz- und Wirtschaftskrise beobachtet werden, als die Notenbankzinssätze drastisch gesenkt wurden und so massiv **Liquidität in den Markt** gepumpt wurde. So senkte die EZB den Hauptrefinanzierungszinssatz von 4,25 Prozent ab Oktober 2008 innerhalb eines halben Jahres auf ein Prozent (zu den Einzelheiten vgl. Ruckriegel 2011a und EZB, 2010a). Die Bilanzsumme der EZB stieg von Anfang September 2008 bis Ende Dezember 2010 um 39 Prozent von 1.441 Mrd. auf 2.004 Mrd. Euro. Wegen der schwachen Kreditnachfrage der Nichtbanken wirkte sich dies jedoch kaum auf die umlaufende Geldmenge M3 aus, die Ende Oktober 2008 bei 9.371 Mrd. Euro lag und bis Ende Dezember 2010 lediglich um 1,9 Prozent auf 9.524 Mrd. Euro stieg (zum Zusammenhang von Geldbasis, Geldmenge und Geldpolitik vgl. Görgens/Ruckriegel/Seitz 2008, Kap. III.1). Die EZB kann die Banken jedoch jederzeit (wieder) an die kurze Leine nehmen, d.h. durch die Rückführung von Hauptrefinanzierungsgeschäften

und längerfristigen Refinanzierungsgeschäften mittels einer Zuteilungsbegrenzung, wie sie vor Oktober 2008 üblich war, die Liquidität reduzieren..

Frage 1: Können die Zentralbanken eine nachfrageseitig ausgelöste Inflation ursachenadäquat bekämpfen?

III. Angebotsseitig ausgelöste Inflation

Zwei mögliche Inflationsauslöser

Auf der Angebotsseite gibt es zwei mögliche Inflationsauslöser: **Gewinn- und Kostendruck**. Mithilfe der Preissetzungsgleichung der Unternehmen lassen sich beide im Zusammenhang darstellen (zur Preissetzungsgleichung vgl. Görgens/Ruckriegel 2007, Kapitel XII.1).

Autonomer Gewinndruck

Die These des autonomen Gewinndrucks beruht auf der **Preissetzungsmacht der Unternehmen**.

Für das Preisniveau (P) gilt:

$$(1) \quad P = \ell / \Omega (1 + \gamma),$$

wobei ℓ der Nominallohn, Ω die Arbeitsproduktivität (Output pro Arbeitseinheit) ist und somit ℓ / Ω die Lohnstückkosten darstellen. γ ist ein bestimmter Aufschlagssatz auf die Lohnstückkosten, mit dem die Nicht-Lohnkosten und der Gewinn abgedeckt werden. Erhöhen die Unternehmen den Gewinnaufschlag, steigt γ und damit das Preisniveau. Daran zeigt sich, wie wichtig Wettbewerbspolitik ist: Zum einen begrenzt Wettbewerb generell die Preiserhöhungsmöglichkeiten auf den Güter- und Faktormärkten. Zum anderen zwingt er die Marktbeteiligten dazu, ständig ihre Leistung zu verbessern und flexibel auf veränderte Angebots- und Nachfragebedingungen zu reagieren. Dies wirkt produktivitätssteigernd (Ω steigt) und dämpft die Inflation. Auf eine Erhöhung des Gewinnzuschlages hat die Zentralbank keinen Einfluss.

Kostendruck

Die These des Kostendrucks beruht auf der Überlegung, dass **Erhöhungen der Faktorpreise** für Kapital, Arbeit etc., die von den Unternehmen nicht durch entsprechende Produktivitätssteigerungen aufgefangen werden können, zu Stückkostenerhöhungen führen. Diese geben die Unternehmen in Form von Preiserhöhungen an die Kunden weiter, sollten sie nicht bereit oder (aufgrund des Wettbewerbs) gezwungen sein, einen verminderten Gewinnaufschlag hinzunehmen.

Lohnkostendruck

An erster Stelle ist der Lohnkostendruck zu nennen. Die **Lohnsetzungsgleichung** lässt sich so formulieren (zur Lohnsetzungsgleichung im Einzelnen vgl. Görgens/Ruckriegel 2007, Kapitel XII.1):

$$(2) \quad \ell = P^e f(u, z).$$

Der Nominallohn hängt vom erwarteten Preisniveau (P^e), von der Arbeitslosenquote (u) und von sonstigen Variablen ab, die in z zusammengefasst werden.

Ist etwa die **Arbeitslosenquote** gering und haben die Arbeitnehmer/Gewerkschaften deshalb eine starke Macht- bzw. Verhandlungsposition, können diese eher Nominallohnsteigerungen durchsetzen, die über den Produktivitätssteigerungen liegen. Es kommt zu einem Anstieg der Lohnstückkosten (ℓ / Ω), was das Preisniveau steigen lässt, wenn die Unternehmen nicht im Gegenzug den Aufschlagssatz γ (Gleichung 1) senken (Verminderung des Gewinnaufschlags bzw. Verminderung von γ aufgrund parallel sinkender Nicht-Lohnkosten). Gelingt es den Unternehmen aufgrund ihrer Machtposition, Nominallohnsteigerungen durchzusetzen, die unterhalb der Produktivitätssteigerungen liegen, geht entweder — bei ausreichendem Wettbewerb — das Preisniveau zurück oder es kommt — durch eine Erhöhung des Aufschlagssatzes γ — zu einem höheren Gewinnaufschlag.

Massen- und Selbständigeneinkommen

Aufgrund der **Lohnzurückhaltung** in Deutschland während des letzten Jahrzehnts haben sich das Masseneinkommen und das Selbständigeneinkommen stark auseinanderentwickelt. Das Masseneinkommen ist das Einkommen aus unselbständiger Arbeit sowie aufgrund staatlicher und privater Transfers, während zum Selbständigeneinkommen das Einkommen aus Unternehmertätigkeit und Vermögen zählt. Das Selbständigeneinkommen hat zunehmend die Entwicklung des verfügbaren Einkommens geprägt, während die Bedeutung des Masseneinkommens gesunken ist. Das Masseneinkommen hat sogar real an Kaufkraft verloren.

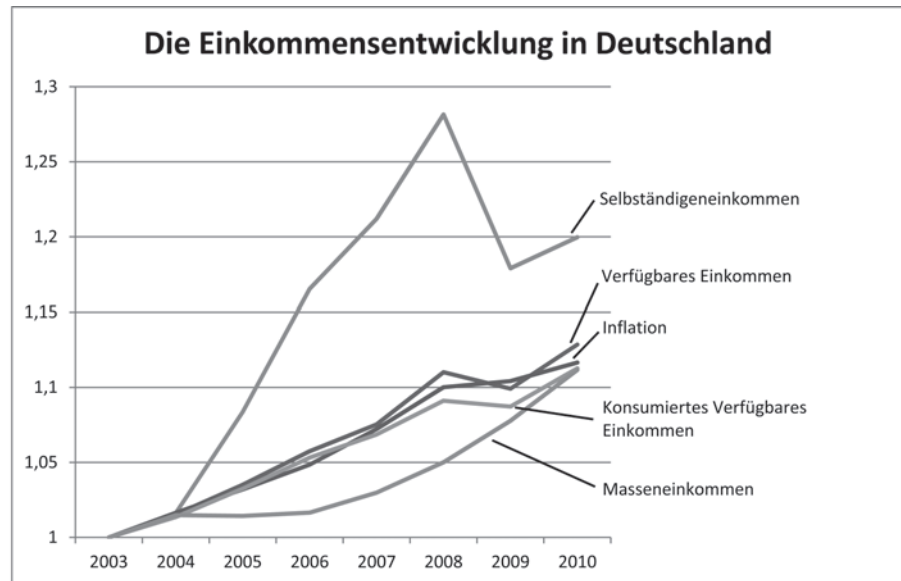


Abb. 2: Einkommensentwicklung (Quelle: Statistisches Bundesamt)

Zentralbanken haben kaum Einfluss auf die Tarifpartner

Die Zentralbanken haben nur sehr bedingt Einfluss auf die Tarifpartner. Sie können lediglich mit **Zinserhöhungen**, also der Bremsung der Konjunktur und einem entsprechenden Verlust an Arbeitsplätzen drohen. Es ist jedoch nicht Aufgabe der Zentralbank, die Verteilung von Lohnneinkommen und Einkommen aus Unternehmertätigkeit und Vermögen zu bestimmen. So sind etwa die **Lohnstückkosten** in Deutschland von 2003 bis 2007 Jahr für Jahr gesunken. Die **Lohnquote** hat sich von 2002 bis 2007 von knapp 72 Prozent auf 64 Prozent vermindert (2010: 66 Prozent, vgl. Statistisches Bundesamt 2011).

Lohnquote hängt von der Verhandlungsmacht ab

Kann ein Anstieg der Lohnstückkosten, der lediglich die Folge eines gewünschten bzw. wegen einer Veränderung des Machtgefüges zugunsten der Arbeitnehmer (z.B. wegen des demografischen Wandels) erzwungenen Wiederanstiegs der Lohnquote ist, Grund für eine Zinserhöhung durch die Zentralbank sein? Ein entsprechendes Absinken des Gewinnaufschlags, d.h. eine Rückkehr zu den früheren Verteilungsrelationen, könnte nämlich auch den inflationstreibenden Effekt der Erhöhung der Lohnstückkosten kompensieren. Letztlich ist es also nur eine Machtfrage, zu welcher Verteilung es kommt bzw. ob eine Inflation auftritt oder nicht.

Frage 2: Kann bzw. darf die Zentralbank Einfluss auf die Einkommensverteilung nehmen?

Die zweite Ursache des Kostendrucks

Eine zweite Ursache des Kostendrucks sind **steigende Importpreise**. Hier sind zwei Fälle zu unterscheiden: steigende Weltmarktpreise und der Wechselkurs. In Gleichung 1 lässt sich dies über den Anstieg der Nicht-Lohnkosten, also des Aufschlagsatzes γ , erfassen.

Die **internationale Arbeitsteilung** bringt es mit sich, dass — zumindest kurzfristig — nicht auf bestimmte Importe (z.B. Rohstoffe) verzichtet werden kann. Wegen der fehlenden Substitutionsmöglichkeit schlagen Preiserhöhungen bei derartigen Gütern auf das Inland durch. Das Problem stellt sich generell, wenn — bei festen Wechselkursen — die ausländische Inflationsrate höher ist als die inländische. Neben unmittelbar steigenden Importpreisen können die Preissteigerungen auch dann aufs Inland überspringen, wenn die Exporteure die Möglichkeit, die Preise auf ausländischen Märkten zu erhöhen, zum Anlass nehmen, auch die Preise im Inland anzuheben.

Flexible Wechselkurse

Bei Wechselkursen, die sich frei am Markt bilden, kommt die **Wechselkursentwicklung als eigenständige Inflationsursache** hinzu, wobei die aufgrund von Spekulation und Herdentrieb häufig zu beobachtenden starke Schwankungen der Wechselkurse und Rohstoffpreise das eigentliche Problem sind (vgl. EZB 2010b; Deutsche Bundesbank 2011b; Ruckriegel, 2011a und 2011b; zur Behavioral Economics vgl. Mai/Rettig; Deutsche Bundesbank 2011a).

Schon wegen der Inflation kann eine Zentralbank dem erratischen Auf und Ab auf den Devisenmärkten also nicht tatenlos zusehen — ganz abgesehen von den realwirtschaft-

Herdentrieb auf den Finanzmärkten

lichen Folgen, da erratische Wechselkursschwankungen ständig Schocks in der Realwirtschaft auslösen.

„Aus Sicht der Finanzstabilität gibt der Gleichlauf, der gerade in Stressphasen besonders ausgeprägt auftritt, Anlass zur Sorge. Zwar können Investoren mit entsprechend diversifizierten Portfolios über Wertzuwächse ihrer Anlagen in sicheren Häfen die Verluste in anderen Anlageklassen teilweise kompensieren. Endogene Prozesse wie ein ausgeprägtes ‚Herdenverhalten‘ führen jedoch insgesamt dazu, dass das Finanzsystem exogene Schocks eher verstärkt anstatt sie zu dämpfen“ (Deutsche Bundesbank 2011b, S. 34). Die Eigenschaften von Finanzmärkten werden von einem Bankenvertreter so beschrieben: „ ... bei den Marktbewegungen sind Übertreibungen, wenn nicht gar Panik, und Herdenverhalten unverkennbar. Ebenso unverkennbar ist, dass sich selbst verstärkende Mechanismen wirken, die Abwärtsbewegungen noch betonen — ebenso wie sie in Boom-Zeiten die Blasenbildung fördern ... Die Fragen nach der Effizienz der Finanzmärkte, nach der Sinnhaftigkeit manch moderner Finanzprodukte, der Organisation der Finanzmärkte mit Transaktionsfrequenzen im Takt von Millisekunden, nach der Rolle der Finanzmärkte im Verhältnis zu den realen Gütermärkten generell, werden immer lauter“ (Ackermann 2011, S. 6, 10).

Preisschwankungen bei Rohstoffen

Ähnliches gilt auch für die Rohstoffmärkte. In letzter Zeit waren vor allem die Preisschwankungen bei Rohstoffen (Energie, Industrierohstoffe, Nahrungsmittel) für die „schwankenden“ Inflationsraten verantwortlich. Sie wurden von Finanzinvestoren ausgelöst und damit von Spekulation und Herdentrieb (mal Gier, mal Verlustangst), von Absolute-Return-Strategien (Stop-Loss-Orders, die bei Kursrückgängen automatisch Verkäufe auslösen und damit die Abwärtsspirale verschärfen) und den passiven Investmentstrategien der Indexfonds. Alles zusammen führte zu erratischen Schwankungen.

So kam es etwa ab Ende 2007 zu einem drastischen **Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise**, der sich nicht realwirtschaftlich, d.h. durch eine Zunahme der realen Knappheit, erklären ließ. Ebenso wie die Preise „über Nacht“ explodierten, gingen sie ab August 2008 wieder zurück. Ab Sommer 2010 kam es erneut zu einem starken Anstieg (zum Verhalten der EZB während der Finanzmarktkrisen vgl. Ruckriegel 2011a).

Zentralbanken haben jedoch — zumindest bislang — nur bedingt Einfluss auf das Verhalten der Finanzinvestoren.



Abb. 3: Weltmarktpreise (Quelle: Deutsche Bundesbank 2009, S. 14)

Verschulden der Zentralbanken

Ein Vorwurf kann den Zentralbanken jedoch nicht erspart bleiben: Sie haben dem Treiben der Finanzindustrie in den letzten zwanzig Jahre nicht nur zugeschaut, sondern es im Zeichen weltweiter Deregulierungen sogar massiv gefördert (siehe dazu auch das obige Zitat von Ferguson). Dies schlug sich auch in einer **ungehemmten Geldschöpfung** in der und für Zwecke der Finanzindustrie — Geschäftsbanken schöpften über Kre-

dite zur Finanzierung von Hedgefonds, Private-Equity-Fonds, Investmentbanken etc. Geld für andere Teile der Finanzindustrie — nieder (zur Technik der Geldschöpfung vgl. Görgens/Ruckriegel 2007, Kapitel V; zur Kritik an der Vernachlässigung der Geldmenge in neukeynesianischen Modellen und der praktischen Geldpolitik im letzten Jahrzehnt vgl. Ruckriegel/Seitz 2007).

Entwicklung der Geldmenge

So stieg der M3-Bestand in der Eurozone von 4.899 Mrd. Euro Ende 2000 auf 9.390 Mrd. Euro Ende 2008, was einem **Wachstum von über 90 Prozent** entsprach. Dagegen ist das nominale BIP in dieser Zeit von 7.017 Mrd. auf 9.168 Mrd. Euro, d.h. nur um 31 Prozent, gestiegen. Die **Umlaufgeschwindigkeit** des Geldes (Nominales BIP: M3) sank also stark, d.h. Geld wurde zunehmend für andere Zwecke als für die Finanzierung realwirtschaftlicher Transaktionen verwendet. Die Finanzindustrie schuf sich sozusagen ihre eigene Spielwiese und finanzierte sich mit Krediten an sich selbst. Sie löste sich von der „wirklichen“ Wirtschaft, der Realwirtschaft. Wozu dies geführt hat und welche Gefahren es nach sich zog, haben die letzten Jahre gezeigt. Dies ist mittlerweile auch den Banken klargeworden: „Wir müssen nach meiner Überzeugung unsere gesamte Tätigkeit in allen Bereichen noch einmal gründlich daraufhin überprüfen, ob wir damit unseren genuinen Aufgaben als Diener der realen Wirtschaft gerecht werden“ (Ackermann, S. 11).

Regulierungen des Finanzsektors

Die Zentralbanken können diese offene Flanke nur durch einschneidende Regulierungen des Finanzsektors entschärfen. So müssen die **Geschäftsbanken** auf die **originären Banktätigkeiten beschränkt** werden. Ihre **Kreditvergabemöglichkeiten** — die bilanzielle Gegenseite der Geldschöpfungsmöglichkeiten — müssen ebenfalls **begrenzt** werden, d.h. eine Kreditvergabe zur Finanzierung von Hedgefonds, Private-Equity-Fonds, Investmentbanken etc. darf künftig nicht mehr möglich sein. Die Geschäftsbanken müssen auf ihre dienende Funktion für die Realwirtschaft begrenzt werden. Es muss verhindert werden, dass sich die Finanzindustrie das „Spielgeld“ für ihre spekulativen Geschäfte selbst schafft und im Verlustfall der Steuerzahler dafür aufkommen muss.

Diese gilt sinngemäß auch für andere (Finanz-)Märkte. Eine Argumentation, die sich bereits bei Keynes findet, wonach auf den Devisenmärkten die „Kontrolle von Kapitalbewegungen ... zu einem dauerhaften Merkmal der Nachkriegsordnung“ werden sollte (zit. nach Ferguson, S. 271).

Beschränkung der Finanzinvestoren, Finanztransaktionssteuer

„No one has ever made rational sense of the wild gyrations in financial prices, such as stock prices“ (Akerlof/Shiller, S. 131; siehe dazu auch Ferguson, insb. S. 18, 110, und insb. Appleby, S. 567). Um spekulativen Blasenbildungen und irrwitzigen Preisschwankungen entgegenzuwirken, müssen ferner die Möglichkeiten der Finanzinvestoren auf den Aktien-, Anleihe-, Devisen-, Immobilien- und Rohstoffmärkten begrenzt bzw. verboten werden. Dies wirkt sich auch dämpfend auf die Inflationsrate aus. Außerdem bietet sich eine Finanztransaktionssteuer an, um die — für die Realwirtschaft weitgehend nicht nur nutzlosen, sondern sogar gefährlichen — Aktivitäten auf den Finanzmärkten zu reduzieren. Die Idee einer Finanztransaktionssteuer wurde bereits vor Jahrzehnten vom Nobelpreisträger James Tobin ins Spiel gebracht: „James Tobin, den Erfinder der Steuer auf Finanztransaktionen, haben die Steuereinnahmen allerdings wenig interessiert. Ihm kam es vor allen darauf an, durch Verteuerung der einzelnen Transaktion die destabilisierende Währungsspekulation zurückzudrängen. Auch in der jetzigen Krise liegt das zentrale Ziel darin, Transaktionen zu eliminieren, die für die Realwirtschaft, d.h. für Haushalte, Unternehmen und Staat, schädlich sind. Heute geht es dabei in erster Linie um den intransparenten automatischen Hochfrequenzhandel und um spekulative Hebelgeschäfte“ (Schäfer).

Frage 3: Warum müssen die Finanzmärkte strikt reguliert werden?

Schließlich kann von **Zinserhöhungen** und von einer Erhöhung der **administrierten Preise** inflationärer Druck ausgehen (γ steigt infolge einer Erhöhung der Nicht-Lohnkosten). Bei Letzterem ist an Erhöhungen von indirekten Steuern (z.B. Mineralölsteuer, Mehrwertsteuer) und an Gebühren und Preise zu denken, die von den Kommunen festgesetzt werden (z.B. für Wasser, Strom, Gas, öffentlichen Nahverkehr). Die Zentralbank, die Teil des Staates ist, kann wohl kaum eine im politischen Raum beschlossene Anhebungen der „administrierten Preise“ (z.B. eine Erhöhung der Mehrwertsteuer) zum Anlass nehmen, die Zinsen zu erhöhen.

Zinssatzerhöhungen — durch die Zentralbank oder durch eine (Über-)Reaktion der Märkte wie derzeit in einer Reihe von Euro-Ländern — tragen über einen Anstieg der

Kosten selbst zu höherer Inflation bei. „Ich habe den Druck von Märkten immer sehr begrüßt. Doch ich muss eingestehen, dass der Druck der Märkte in den ersten zehn Jahren des Euro total versagt hat. In der Zeit vor der Krise gab es überhaupt keinen Druck, und als die Krise ausbrach, war der Druck völlig übertrieben. Die Märkte haben sich gegenseitig Angst eingejagt, die Marktakteure haben sich wie eine Schafherde verhalten“ (Noyer).

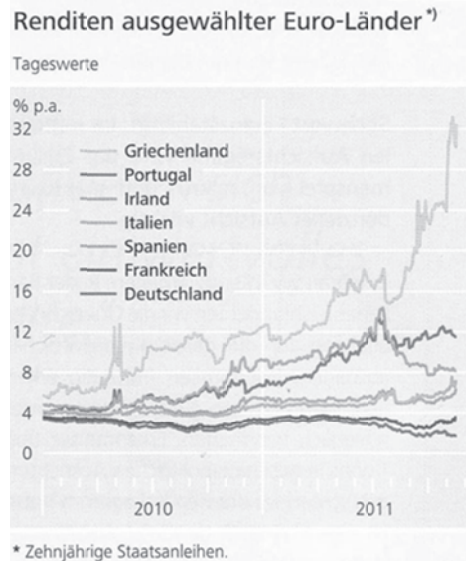


Abb. 4: Rendite öffentlicher Anleihen (Quelle: Deutsche Bundesbank, 2011b, S. 22)

Grund für die Intervention der EZB

Dieses **Marktverhalten** war auch der Grund, weshalb die EZB am Markt intervenierte bzw. intervenieren musste (zu den Einzelheiten vgl. Ruckriegel 2011a). Die EZB schreibt in ihrer Pressemitteilung v. 10.5.2010: „The Governing Council of the European Central Bank (ECB) decided on several measures to address the severe tensions in certain market segments which are hampering the monetary policy transmission mechanism and thereby the effective conduct of monetary policy oriented towards price stability in the medium term. The measures will not affect the stance of monetary policy.“

Dahinter steht die schlichte Erkenntnis, dass die Höhe des Zinssatzes für Staatsanleihen in einem Land Rückwirkungen auf die Zinssätze für andere Kredite in diesem Land hat. Das hebt den zentralen Ansatzpunkt der Geldpolitik, den geldpolitisch gewollten Tagesgeldsatzes in gleichem Maße auf das gesamte Zinnspektrum aller Euro-Länder zu übertragen, aus den Angeln (zum monetären Transmissionsprozess im Einzelnen vgl. Görgens/Ruckriegel/Seitz, insb. Kapitel III und IV; zur Position der EZB vgl. Bindseil/Modery).

Frage 4: Können die Zentralbanken eine angebotsseitig ausgelöste Inflation ursachenadäquat bekämpfen?

IV. Erwartungsinduzierte Inflation

Mit Inflations- bzw. Deflationserwartungen als eigenständiger Erklärung ist gemeint, dass es genügt, Inflation bzw. Deflation zu erwarten, damit sie entsteht. Zum einen kann ein **erwartungsinduzierter Nachfragedruck** bzw. eine **erwartungsbedingte Nachfrageschwäche** entstehen. Vermindern nämlich die Wirtschaftssubjekte ihre Kassenhaltung, um sie einer befürchteten Geldentwertung zu entziehen (Ökonomisierung der Kassenbestände), kommt es über eine erhöhte Umlaufgeschwindigkeit zu einer erhöhten monetären Nachfrage, was inflationsauslösend wirken kann. Deflationserwartungen wirken in die entgegengesetzte Richtung. Zum anderen kann ein **erwartungsinduzierter Kostendruck** nicht ausgeschlossen werden. In Erwartung einer bestimmten Inflationsrate kann es dann zu entsprechenden Anhebungen, etwa bei Löhnen und Zinsen, kommen, was die erwartete Inflationsrate ebenfalls durch Antizipation eintreten lässt. Die Erwartung bestätigt sich selbst. Inflation kann also auch „herbeigeredet“ werden.

Es ist ein wichtiges Ziel moderner Zentralbankpolitik, **Einfluss auf die Inflationserwartungen** zu nehmen und sie auf **niedrigem Niveau** zu stabilisieren. Das Eurosystem gibt daher auch eine bestimmte Inflationsrate (eine Preisnorm) vor, die bei einem Anstieg des

Das Ziel moderner Zentralbankpolitik

harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) knapp unter zwei Prozent liegt. Für die Erwartungsstabilisierung ist es jedoch unverzichtbar, dass die Notenbank hohe Glaubwürdigkeit genießt. Dies setzt voraus, dass sie ihren Ankündigungen auch Taten folgen lassen kann. Dabei spielt ihr **institutionelles Design**, d.h. die Frage der Unabhängigkeit der Zentralbank, eine wesentliche Rolle (vgl. im Einzelnen Görgens/Ruckriegel 2006).

Frage 5: Können die Zentralbanken auf die Inflationserwartungen Einfluss nehmen?

Literatur:

- Ackermann, J.: Neue Rahmenbedingungen für das Bankgeschäft. Vortrag auf der 16. Handelsblatt-Jahrestagung „Banken im Umbruch“ am 5.9.2011 in Frankfurt a.M.
- Akerlof, G.A./Shiller, R.J.: *Animal Spirits — How Human Psychology Drives the Economic and why it Matters for Global Capitalism*. Princeton et al. 2009.
- Appleby, J., *Die unbarmherzige Revolution — Eine Geschichte des Kapitalismus*. Hamburg 2011.
- Belke, A./Beckmann, J.: Inflation — Ursachen, Kosten und Nutzen. In: *WISU*, 40. Jg. (2011), S. 1377 - 1383.
- Bindseil, U./Modery, W.: Ansteckungsgefahren im Eurogebiet und die Rettungsmaßnahmen des Frühlings 2010. In: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, Bd. 12, Heft 3 (2011), S. 215 - 241.
- Deutsche Bundesbank, Internationales und europäisches Umfeld. Monatsbericht August 2009, S. 12 - 23.
- Deutsche Bundesbank: Anlegerverhalten in Theorie und Praxis. Monatsbericht Januar 2011 (2011a), S. 45 - 58.
- Deutsche Bundesbank: Finanzstabilitätsbericht. November 2011 (2011b).
- EZB: Die Reaktion der EZB auf die Finanzkrise. In: Monatsbericht Oktober 2010 (2010a), S. 63 - 79.
- EZB: Vermögensblasen und Geldpolitik. In: Monatsbericht November 2010 (2010b), S. 75 - 89.
- EZB: ECB Decides on Measures to Address Severe Tensions in Financial Markets. Pressemitteilung v. 10.5.2010.
- Ferguson, N.: *Der Aufstieg des Geldes — die Währungen der Geschichte*. Berlin 2009.
- Görgens, E./Ruckriegel, K.: Inflation und Deflation. In: *WISU*, 38. Jg. (2009), S. 1361 - 1367.
- Görgens, E./Ruckriegel, K./Seitz, F.: *Europäische Geldpolitik*. 5. Aufl., Stuttgart 2008.
- Görgens, E./Ruckriegel, K.: *Makroökonomik*. 10. Aufl., Stuttgart 2007.
- Görgens, E./Ruckriegel, K.: Brauchen wir eine Zentralbank — und was braucht eine Zentralbank? In: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 35. Jg. (2006), S. 194 - 199.
- Mai, J./Rettig, D.: *Ich denke, also spinn ich — warum wir uns oft anders verhalten, als wir wollen*. Frankfurt 2011.
- Noyer, C.: Gespräch mit der Financial Times Deutschland, 26.7.2011.
- Ruckriegel, K.: Das Verhalten der EZB während der Finanzmarktkrise(n). In: *Wirtschaftsdienst — Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, 91. Jg. (2011a), S. 107 - 114.
- Ruckriegel, K.: Behavioral Economics — Erkenntnisse und Konsequenzen. In: *WISU*, 40. Jg. (2011b), S. 832 - 842.
- Ruckriegel, K./Seitz, F.: Die Bedeutung der Geldmenge für eine moderne Geldpolitik. Beitrag im Rahmen des Zeit-Gesprächs „Hat die Geldmenge noch eine Bedeutung für die Geldpolitik?“ In: *Wirtschaftsdienst — Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, 87. Jg. (2007), S. 14 - 18.
- Schäfer, D.: Keine Zeit verlieren bei der Einführung der Finanztransaktionssteuer. In: *DIW Wochenbericht* Nr. 51/52 (2011) vom 21.12.2011, S. 24 (www.diw.de).

Die Fragen werden im WISU-Repetitorium beantwortet.