

Ein Flirt mit Folgen: Zum Verhältnis von Geld- und Fiskalpolitik

von Jens Weidmann

Die vielleicht pointierteste Beschreibung eines Notenbankers zum Verhältnis von Geld- und Fiskalpolitik stammt von *Mervyn King*, dem früheren Gouverneur der *Bank of England*: „Zentralbanken wird häufig vorgeworfen, von der Inflation besessen zu sein. Das ist falsch. Wenn sie von irgendetwas besessen sind, dann ist es die Fiskalpolitik.“

Aber woher kommt diese „Besessenheit“? Warum stellt eine aus dem Ruder laufende Staatsverschuldung die Geldpolitik vor Probleme? Auf den ersten Blick scheint dies nicht offensichtlich, schließlich ist die Geldpolitik zumindest in den Industrieländern in der Regel unabhängig und mit dem eindeutigen Auftrag ausgestattet, den Geldwert zu sichern. Man könnte daher zu dem Fehlschluss kommen, dass unsolide Staatsfinanzen für die Geldpolitik nicht von Bedeutung sind.

Ein näherer Blick zeigt jedoch, dass die Geldpolitik bei der Sicherung der Preisstabilität auf die Finanzpolitik angewiesen ist. Ufert die Staatsschuld immer weiter aus, steigen früher oder später auch die Preise. Aber selbst im Vorfeld einer solchen Spirale ergeben sich aus einer steigenden Staatsverschuldung Gefahren für die Preisstabilität.

Eine hohe Staatsverschuldung erschwert die Wahrung der Preisstabilität auf verschiedene Weise. So lässt ein zu hohes Schuldeniveau langfristig die Wachstumskräfte erlahmen. Denn der gestiegene Kapitalbedarf des Staates erhöht die Zinsen, was Investitionen verteuert und damit das Wachstum verringert.

Erkennt die Notenbank eine solche Abschwächung des Wachstums nicht rechtzeitig, wird ihre Geldpolitik zu expansiv sein und damit letztlich Inflationsrisiken heraufbeschwören. Aber selbst wenn die Wachstumsabschwächung als solche erkannt wird, könnte der Druck auf die Notenbank steigen, durch eine übermäßig expansive Geldpolitik die Konjunktur zu stimulieren und so die gewohnten Wachstumsraten aufrechtzuerhalten. Je länger dann die Zentralbank versucht, die strukturelle Wachstumsschwäche mit geldpolitischen Mitteln zu übertünchen,

desto unglaublicher wird sie in Bezug auf das Preisstabilitätsziel. Dies kann zu steigenden Inflationserwartungen und schließlich zu einer Beschleunigung der Inflation führen.

Die strukturelle Verringerung der Wachstumsaussichten ist jedoch nicht das einzige Problem, das eine übermäßige Staatsverschuldung für die Geldpolitik birgt. Wenn Staaten sich bereits in guten Zeiten stark verschulden, kann die Finanzpolitik im Falle einer Krise ihre Pufferfunktion nicht mehr wahrnehmen. Im Normalfall verstetigt die Finanzpolitik in einer konjunkturellen Schwäche- phase die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durch die so genannten automatischen Stabilisatoren, wie beispielsweise die Unterstützung von Erwerbslosen oder eine automatisch sinkende Steuerbelastung. Dieser Weg ist versperrt, wenn solche finanzpolitischen Maßnahmen die Solvenz des Staates in Zweifel ziehen. Das gilt für die eben skizzierten automatischen Stabilisatoren. Es gilt beispielsweise aber auch, wenn die Krise das Bankensystem erfasst hat und eine staatliche Stützung der Institute unumgänglich wird, um einen Kollaps zu vermeiden. Unterbleibt diese Stützung durch die eigentlich zuständige Finanzpolitik, steigt tendenziell die an die Zentralbank gerichtete Erwartung, selbst insolventen Banken weiterhin Liquidität bereitzustellen. Diese Maßnahmen erhöhen die Bilanzrisiken der Zentralbank und können, sofern sie von den Banken bereits im Vorfeld antizipiert werden, zu einer risikoreicheren Geschäftspolitik der Banken führen. Langfristig kann darunter die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik leiden.

Eine hohe Staatsverschuldung kann nicht nur den Druck auf die Geldpolitik erhöhen, die Konjunktur zu stimulieren oder in der Krise zum Zwecke der Finanzstabilität in die Bresche zu springen. Sie kann natürlich auch den Druck auf die Geldpolitik erhöhen, generell die Finanzierung des Staates zu erleichtern. Dabei reicht die Bandbreite möglicher Maßnahmen von Zinssenkungen über Anleihekäufe bis zur direkten Finanzierung des Staates durch die Zentralbank.

Die Zinsausgaben des Staates hängen nicht zuletzt vom Zinsniveau und damit von der Geldpolitik ab. Wenn ein Land nur langsam wächst, aber bereits hohe Defizite und Schuldenstände aufweist, dürfen die Zinskosten ein bestimmtes Niveau nicht überschreiten, sonst wird die staatliche Schuldenquote unkontrollierbar. Wenn nun der Staat zur Sicherung seiner Zahlungsfähigkeit bei der Zentralbank einen niedrigeren Zins durchsetzt als es die Preisstabilität verlangt, steigt die Nachfrage zu schnell, und dies führt letztlich zu Inflation. Ökonomen sprechen in diesem Fall von einem Regime der fiskalpolitischen Dominanz: Die Zinsen richten sich nicht mehr nach den Erfordernissen der Preisstabilität, son-

dern sie richten sich nach dem Bedürfnis des Staates, seine Finanzierungskosten zu senken.

Stimulierung der Konjunktur, Übernahme finanzpolitischer Aufgaben im Krisenfall, Finanzierung des Staates: Der Druck, der von unsoliden Staatsfinanzen auf die Geldpolitik ausgehen kann, ist vielfältig. Um diesen Einflüssen widerstehen zu können, hat man die Zentralbanken mit einem hohen Grad an Unabhängigkeit ausgestattet, was unter anderem eine Reaktion auf die Erfahrungen der 1970er und 1980er Jahre darstellte, die insbesondere aufgrund der Ölpreisschocks für die Geldpolitik eine große Herausforderung darstellten. Dabei zeigte sich, dass Länder mit unabhängigen Zentralbanken deutlich niedrigere Inflationsraten aufwiesen als Länder mit weisungsgebundenen Notenbanken – und das bei gleichem oder sogar höherem Wachstum.

Wir lernten damals: Preisstabilität steht nicht im Gegensatz zu wirtschaftlicher Prosperität, sondern ergänzt sie. Diese Erkenntnis hat sich als eine der zentralen wirtschaftspolitischen Lehren der letzten dreißig Jahre erwiesen. Die Entscheidung, Zentralbanken von Weisungen der Politik unabhängig zu machen, war von durchschlagendem Erfolg bei der Bekämpfung der Inflation gekrönt. Und zumindest in den Industrieländern scheint seitdem die Höhe der Staatsverschuldung tatsächlich keinen Einfluss mehr auf die Inflation gehabt zu haben.

Doch daraus zu schließen, dass eine unabhängige Geldpolitik bereits eine hinreichende Bedingung für stabiles Geld ist, wäre, wie gerade dargelegt, voreilig, wenn nicht gar naiv. Der Druck auf die Zentralbank kann sogar Zweifel an ihrer Unabhängigkeit aufkommen lassen und ihre Glaubwürdigkeit untergraben, ohne dass die Geldpolitik einen Kurswechsel vollzogen hat. Bestehen aber erst einmal Zweifel an der Stabilitätsorientierung der Notenbank, läuft sie Gefahr, die Kontrolle über die Inflationserwartungen und damit über die Inflation zu verlieren.

An dieser Stelle wird von Skeptikern gerne eingewandt, dass gestiegene Inflationserwartungen nicht zwangsläufig einen Anstieg der Inflation bedeuten. Dem liegt die Vorstellung zu Grunde, dass Inflation nur entstehen kann, wenn sich die Nachfrage ausweitet. Aber Inflation kann bereits dann steigen, wenn sich die Inflationserwartungen erhöhen.

Dieser Mechanismus lässt sich gut am Beispiel der Festsetzung von Löhnen nachvollziehen. Löhne können in der Regel nicht beliebig zu jedem Zeitpunkt geändert werden, sondern werden zu einem Stichtag für einen bestimmten Zeitraum festgelegt. Daher berücksichtigen die Arbeitnehmer bei ihren Lohnverhandlungen die erwartete Preisentwicklung. Sie wollen vermeiden, dass ihre

Löhne in der Zeit, in der sie keine Preisänderungen durchführen können, zu stark vom dann angemessenen Niveau abweichen. Überschätzen sie die Preisentwicklung, wäre ihr Lohn zu hoch, mit entsprechenden Folgen für die Konkurrenzfähigkeit. Unterschätzen sie die Preisentwicklung, verlieren sie an realem Einkommen und damit an Kaufkraft. Deshalb fließt die erwartete Preisentwicklung bereits in die heutigen Löhne und damit in die heutigen Preise ein. Eine Entankerung der Inflationserwartungen kann somit direkt zu höherer Inflation führen.

Durch die Glaubwürdigkeit der Zentralbank verankerte Inflationserwartungen sind der beste Schutz gegen Inflation und Deflation gleichermaßen. Das hat die Entwicklung der Inflation nach dem Ausbruch der Finanzkrise gezeigt: Gemessen an der Größe des Wirtschaftseinbruchs war der Rückgang der Inflation vergleichsweise moderat. Zwar fielen die Inflationsraten kurzfristig sogar in den negativen Bereich ab, doch näherten sie sich bereits ein Jahr später wieder der Zielmarke von knapp unter 2% an. Eine sich selbst nährende Deflation konnte vermieden werden. Studien¹ belegen, dass dies insbesondere auf die bessere Verankerung der Inflationserwartungen zurückzuführen ist. Schwankungen der Wirtschaftsleistungen schlagen deshalb im Vergleich zu früher geringer auf die Inflationsentwicklung durch. Oder ökonomisch gesprochen: Die sogenannte *Phillips-Kurve*, die den Zusammenhang von Wachstum und Inflation ausdrückt, ist flacher geworden.

Aber auch bei der Bekämpfung etwaiger Deflationsgefahren ist die Notenbank auf den Beitrag anderer angewiesen. Deflationsrisiken können insbesondere dann entstehen, wenn ein angeschlagener Finanzsektor seine Kreditvergabe massiv einschränkt. In diesem Fall müssten die Aufsichtsbehörden die betroffenen Banken dazu anhalten, die notwendige Bilanzbereinigung in Form von Abschreibungen auf ausfallgefährdete Forderungen konsequent vorzunehmen. Sollte dafür zusätzliches Eigenkapital notwendig sein, müsste dies aus der Einbehaltung von Gewinnen oder durch die Aufnahme am Kapitalmarkt gewonnen werden. Sollten die betroffenen Banken hierzu nicht in der Lage sein und ist eine Abwicklung der Institute aus Gründen der Finanzstabilität nicht möglich, kann das Kapital letztlich nur von der Finanzpolitik bereitgestellt werden.

Insgesamt besitzen die Geldpolitik und die Fiskalpolitik zahlreiche Berührungspunkte. Eine klare Trennung der beiden Politikbereiche ist aber aufgrund des

¹ Matheson, T./Stavrev, E.: The Great Recession and the Inflation Puzzle, IMF Working Paper, 13/124 (2013).

Gesagten notwendig, damit die Geldpolitik ihr Ziel erreichen kann, Preisstabilität zu gewährleisten. Ein Flirt der Geldpolitik mit der Finanzpolitik mag manchen Beobachtern auf den ersten Blick harmlos erscheinen. Doch ist darauf zu achten, dass daraus langfristig keine „verhängnisvolle Affäre“ wird.