

## Staatsverschuldung und Inflation

- Hohe Staatsverschuldung plus reichliche Geldversorgung führen bei guter Konjunktur zu mehr Inflation.
- Für die USA ist aufgrund der Staatsverschuldung für die nächsten Jahre mit einer Preissteigerung von 4 – 6 % pro Jahr zu rechnen.
- In Europa dürften die Aussichten für Geldwertstabilität nicht ganz so schlecht sein. Dafür wird sich die Staatsverschuldung aber nicht verringern.

Staatsverschuldung kann vernünftig sein – wenn sie sich in Grenzen hält und der Finanzierung von Investitionen dient. Wenn sie aber, wie jetzt, zu groß wird, ist sie ein Übel. Sie verringert das Vertrauen der Menschen in die öffentlichen Institutionen. Sie beschränkt die Handlungsfähigkeit der Regierungen. Sie erhöht die künftige Steuerlast. Sie bremst das wirtschaftliche Wachstum. Sie fördert die Umverteilung von Arm zu Reich. Was die Menschen derzeit besonders umtreibt: Sie führt auf Dauer zu Inflation. Weil über diesen letzten Punkt gegenwärtig so oft gesprochen wird, möchte ich die Zusammenhänge etwas näher betrachten.

Generell gilt die Formel

$$\begin{array}{r} \text{Hohe Staatsverschuldung} \\ + \text{hohe Liquidität} \\ + \text{gute Konjunktur} \\ = \text{hohe Inflation} \end{array}$$

Die Formel beschreibt die historische Erfahrung, die Deutschland im 20. Jahrhundert zwei Mal gemacht hat. In den beiden Weltkriegen hatte sich der

Staat zur Finanzierung seiner Ausgaben stark verschuldet.

Die jeweiligen Notenbanken haben das durch großzügige Liquiditätsausweitung finanziert.

Als dann nach den Kriegen zunehmend zivile Güter benötigt wurden, fehlte es an entsprechenden Kapazitäten, und es kam zu Preissteigerungen. Nach dem ersten Weltkrieg war das eine offene Inflation, nach dem zweiten Weltkrieg wegen der Preiskontrollen eine versteckte Inflation. Jedes Mal wurde dann eine Währungsreform erforderlich.

So etwas kann aber auch in Friedenszeiten passieren. Der Staat nimmt zum Beispiel in einer Rezession durch die Ausweitung seiner Ausgaben einen größeren Teil der Produktionskapazitäten in Anspruch. Die Zentralbank stellt dafür die Liquidität zur Verfügung. Wenn dann die Konjunktur wieder anspringt, gibt es bei unveränderter Fiskal- und Geldpolitik Kapazitätsengpässe und die Preise steigen. Das ist unsere

gegenwärtige Situation. Es gibt Ökonomen, die hier von einem „dritten Weltkrieg“ sprechen.

Inflation kann aber noch auf eine andere Art aus der Staatsverschuldung resultieren.

Könige und Fürsten haben in früheren Jahrhunderten zum Abbau ihrer Schulden den Metallwert der Münzen verringert. Das war das berühmte Kippen und Wippen (im Englischen debasement).

Beim heutigen Papiergeld ist das so nicht möglich. Hier kann sich der Staat aber dadurch entschulden, dass er Inflation fördert oder zulässt. Dann kann er seine Verbindlichkeiten mit einem Geld zurückzahlen, das weniger Wert ist.

Die Ökonomen der amerikanischen Investmentbank Morgan Stanley haben vor kurzem in einer interessanten Studie gezeigt, dass das auch heute nicht nur Theorie ist (Spyros Andreopoulos, The Return of Debtflation, The Global Monetary Analyst, February 2010). Ausgangspunkt war die Frage, wie es die USA geschafft haben, ihre im zweiten Weltkrieg aufgelaufene Staatsschuld in den Nachkriegsjahren deutlich zu reduzieren (von 106 % des Bruttoinlandsprodukts in 1946 auf 36 % in 2003). Grundsätzlich wäre das auf drei Arten möglich gewesen: (a) durch eine restriktive Fiskalpolitik und die Erzielung von Budgetüberschüssen, (b) durch hohes reales Wachstum und eine entsprechende Steigerung des Bruttoinlandsprodukts oder (c) durch mehr Inflation, also eine Verringerung des Geldwerts. Das Ergebnis der Studie: Es war vor allem die Inflation, die die Staatsverschuldung verringert hat. Das hohe reale Wachstum der Nachkriegszeit hat geholfen. In der Haushaltspolitik wurden dagegen

weiterhin Defizite eingegangen (wenn auch niedrigere als vorher).

Für Europa ist eine solche Rechnung leider nicht möglich, weil eine Reihe von Staaten ihre Schulden nach dem Krieg durch Währungsreformen gestrichen hatten.

Morgan Stanley macht aber auch eine interessante Rechnung für die Zukunft auf.

Wenn die Amerikaner ihre derzeitige Staatsverschuldung (die sie mit 60 % annehmen) in den nächsten Jahren nicht ansteigen lassen wollen, dann haben sie zwei Alternativen:

- Entweder halten sie die Inflation konstant bei 2 %. Dann müssen sie in den Haushalten Überschüsse von 2,4 % erwirtschaften (Primärüberschüsse, das heißt ohne Berücksichtigung von Zinszahlungen).
- Oder sie verzichten auf Überschüsse in den öffentlichen Haushalten. Dann müssen sie eine Inflation von 4 – 6 % pro Jahr zulassen.

Die Ökonomen von Morgan Stanley halten den ersten Fall, also das ehrgeizige Haushaltsziel, angesichts der anstehenden demographischen Belastungen und zunehmender Ausgaben zum Beispiel im Gesundheitswesen für unrealistisch. Sie raten daher, sich auf den zweiten Fall, die höhere Inflation, einzustellen. Es gibt in den USA eine Reihe von Ökonomen, die gleicher Meinung sind und der Federal Reserve ein höheres Inflationsziel empfehlen. Der neue Chefvolkswirt des Internationalen Währungsfonds, Olivier Blanchard, hat dieser Tage unabhängig davon auch dafür plädiert, dass die Länder eine höhere Preissteigerung zulassen.

In Europa sind die Zusammenhänge nicht viel anders. Hier muss man zwar von einer höheren Staatsschuld ausgehen (in Deutschland in 2010 rund 75 %). Das heißt, dass keine so ehrgeizigen fiskalpolitischen Ziele notwendig sind, um das erreichte Niveau zu halten.

Andererseits ist das reale Wachstum aufgrund der demographischen und strukturellen Belastungen nicht so hoch. Selbst wenn die Budgetdefizite bald wieder auf unter 3 % sinken, wird ein weiterer Anstieg der Staatsschuld nur zu verhindern sein, wenn die Inflation stärker ansteigt.

Für den Anleger: Die Befürchtungen, dass die Staatsverschuldung zu mehr Inflation führt, sind nicht aus der Luft gegriffen. Die Zusammenhänge bestehen wirklich. Ich rechne damit, dass die Inflation in Europa mittelfristig höher sein wird als in den letzten Jahren, allerdings nicht so hoch wie die für die USA errechneten 4 – 6 %. Gleichzeitig wird sich die Staatsverschuldung aber ausweiten mit allen negativen Effekten für das Vertrauen in die öffentliche Hand.



Dr. Martin Hüfner  
Volkswirtschaftlicher Berater  
direktanlage.at

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen garantieren. Diese Information und Ansichten begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigkeit sonstiger Transaktionen.

Vorstand: Ernst Huber, Thorsten Schwarting  
Vorsitzender des Aufsichtsrates: Alessandro Foti  
Aufsichtsorgan Finanzmarktaufsicht