GLOBAL 22.06.2020 | Peter Bofinger

Im Sinkflug

Peter Bofinger gibt besonders den deutschen Inflations-Phobikern zu bedenken, dass nach der Pandemie eher die Gefahr einer Deflation besteht.

Als Folge der Covid-19-Pandemie ist weltweit die Wirtschaftstätigkeit massiv eingebrochen. Gleichzeitig führen Regierungen und Zentralbanken zum GlückKonjunkturmaßnahmen durch, die in der Wirtschaftsgeschichte ihresgleichen suchen. Angesichts dieser Kombination aus massivem Schock und hochdosierter Therapie stellt sich die Frage, ob sich daraus mittelfristig für die Weltwirtschaft inflationäre oder deflationäre Tendenzen ergeben.

Vor allem in Deutschland wird Sorge über mögliche Inflationseffekte der Konjunkturmaßnahmen laut. Hans-Werner Sinn, langjähriger Präsident des renommierten ifo-Instituts, zieht bereits Parallelen zur Hyperinflation, die in der ersten Hälfte der 1920er Jahre Deutschland heimsuchte. Für eine Analyse der wirtschaftlichen Auswirkungen der Coronavirus-Pandemie gilt es zunächst, drei Phasen zu unterscheiden:

In der ersten Phase löste die Coronakrise gleichzeitig einen Angebots- und einen Nachfrageschock aus. Die internationalen Lieferketten wurden unterbrochen. Weil Kindergärten und Schulen geschlossen waren, mussten sich viele Beschäftigte um ihre Kinder kümmern. In einigen Ländern wurde die Wirtschaftstätigkeit fast vollständig eingestellt. Auf der Nachfrageseite führte der Lockdown in dieser Phase dazu, dass die Verbraucher bestimmte Dienstleistungen nicht mehr nachfragen konnten („sozialer Konsum“). Reisen und alle damit verbundenen Dienstleistungen kamen praktisch zum Erliegen.

Wie sich diese Erschütterungen auf die Preise auswirkten, ist schon jetzt absehbar: In den Vereinigten Staaten fiel der Verbraucherpreisindex von Februar bis Mai saisonbereinigt um 1,3 Prozent, im Euroraum um 0,7 Prozent. Wenn die Preiseffekte des Nachfrageschocks stärker waren als die des Angebotsschocks, ist dies vor allem auf das starke Absinken der Energiepreise zurückzuführen, denn unverarbeitete Lebensmittel wurden teurer.

Die Nachfrage dürfte weiterhin unter den hohen Stellenverlusten leiden, und da auch viele Unternehmensbilanzen durch die Krise massiv unter Druck geraten sind, wird es wenig Spielraum für Investitionen geben.

Die „neue Normalität“ (die zweite Phase), die sich nun in Europa eingestellt hat, ist alles andere als normal. Zwar wirkt sich das Fortbestehen von Abstandsregeln weiter negativ auf die Produktivität von Industrie und Dienstleistungen aus, doch die Beschränkungen auf Angebotsseite verlieren an Bedeutung. Auf der Nachfrageseite bleibt das strikte Verbot von Großveranstaltungen (Konzerte, Kongresse, Sportveranstaltungen) bestehen. Die steigende Arbeitslosigkeit dämpft die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, ebenso wie dieKurzarbeit, die vor allem in Deutschland (und Österreich) üblich ist und ebenfalls die Nettoeinkommen sinken lässt.

Zu diesen unmittelbaren Auswirkungen kommt hinzu, dass die allgemeine wirtschaftliche Nachfrage unter der großen Unsicherheit über den Fortgang der Pandemie leiden dürfte, insbesondere die Gefahr einer „zweiten Welle“. In der Folge werden Unternehmensinvestitionen ebenso aufgeschoben wie der Erwerb von Autos und anderen längerfristigen Konsumgütern durch Privathaushalte. Insgesamt werden die preisdämpfenden Nachfrageeffekte die preistreibenden Angebotseffekte wohl noch stärker übertreffen als in Phase I.

Die dritte Phase „echter Normalität“ wird erst eintreten, wenn ein Impfstoff gegen das Coronavirus und/oder eine wirksame Therapie für die Erkrankten gefunden wird. Mit der Rückkehr zum normalen gesellschaftlichen Leben werden die Angebotsbeschränkungen wohl kaum noch zum Tragen kommen. Die Nachfrage dürfte jedoch weiterhin unter den hohen Stellenverlusten leiden, und da auch viele Unternehmensbilanzen durch die Krise massiv unter Druck geraten sind, wird es wenig Spielraum für Investitionen geben.

Da die Inflationsraten in den letzten zehn Jahren im historischen Vergleich schon sehr niedrig waren, wird die Krise auch in der Phase echter Normalität die Preise höchstwahrscheinlich nicht nach oben treiben.

Zur Bekämpfung der Krise haben alle Länder Staatsausgaben erhöht und Steuern gesenkt. Verstärkt durch die „automatischen Stabilisatoren“ – so steigen mit der Arbeitslosigkeit die Sozialausgaben und gleichen Nachfrageverluste aus –, zieht dies hohe Haushaltdefizite und einen starken Anstieg der Staatsverschuldung nach sich. Wird eine Haushaltskonsolidierung nötig, so folgt in der Regel eine eher restriktive Fiskalpolitik. In Deutschland besteht mit der 2009 in der

Verfassung verankertenSchuldenbremse sogar eine gesetzliche Verpflichtung, die im Zuge der Krise aufgenommenen Staatsschulden abzubauen.

In diesem verhaltenen Umfeld wird es den Gewerkschaften schwerfallen, deutliche Lohnerhöhungen zu erstreiten. Da die Inflationsraten in den letzten zehn Jahren angesichts der relativ robusten Wirtschaft und dem stabilen Arbeitsmarkt im historischen Vergleich schon sehr niedrig waren, wird die Krise auch in der Phase echter Normalität die Preise höchstwahrscheinlich nicht nach oben treiben.

Das Risiko, dass die Pandemie in der Weltwirtschaft eine Deflation auslöst, ist insgesamt größer. Nach den Erfahrungen, die wir seit März 2020 gesammelt haben, könnten wir unsere Einstellung zur Mobilität grundlegend verändern. Durch die intensivere Nutzung der eigenen Wohnung als Büro werden sich die Fahrten zur Arbeit verringern, die Nachfrage nach Autos und Büroflächen wird sinken. Reisen zu Workshops und Konferenzen werden zum Nachteil von Fluggesellschaften, Hotels und Restaurants deutlich zurückgehen. Wegen der zurückgehenden Ölnachfrage werden auch die Energiepreise dauerhaft niedrig bleiben.

Die deflationären Effekte werden umso spürbarer sein, wenn sich in der Phase der „neuen Normalität“ ein Anstieg der Arbeitslosigkeit und eine größere Insolvenzwelle nicht vermeiden lassen.

Die deflationären Effekte werden umso spürbarer sein, wenn sich in der Phase der „neuen Normalität“ ein Anstieg der Arbeitslosigkeit und eine größere Insolvenzwelle nicht vermeiden lassen. Große Volkswirtschaften wie die USA, Japan und Deutschland können das deutlich leichter verhindern als kleinere, teils hoch verschuldete Länder wie Italien, Griechenland oder Spanien.

Wie kommen deutsche Inflations-Phobiker dann auf ihre Hyperinflationsszenarien? Sinn verweist auf den starken Anstieg der Geldbasis in der Eurozone: Die von der Zentralbank in Umlauf gebrachte Geldmenge betrug vor Ausbruch der Eurokrise 1,2 Billionen Euro. Ende letzten Jahres lag sie bereits bei 3,7 Billionen Euro, und nach den mittlerweile beschlossenen Maßnahmen dürfte sie bis Ende des Jahres auf 4,8 Billionen Euro steigen.

Erstellt man mit diesen Zahlen eine einfache Gleichung, die das Preisniveau aus Geldmenge, Umlaufgeschwindigkeit und Warenmenge erklärt, gelangt man leicht zu dem Schluss, dass früher oder später eine

große Inflation zu erwarten ist. Aber das Geld, das von der Zentralbank in Umlauf gebracht wird (die „monetäre Basis“) ist eine Summe, die im Euroraum nach Daten vom April 2020 nur etwa zu einem Drittel aus Bargeldumlauf besteht (1,3 Billionen Euro), zu etwa zwei Dritteln aber aus Banksalden bei der Zentralbank (2,2 Billionen Euro). Diese Summe spielt für das Ausgabeverhalten von Haushalten und Unternehmen jedoch keine Rolle. Die Geldmenge, die wirklich zählt, ist der Geldbestand „M3“, der sich aus Bankeinlagen (12,3 Billionen Euro) und dem Bargeldumlauf (1,3 Billionen Euro) zusammensetzt.

Die monetäre Basis hat, wie Sinn zeigt, in den letzten zehn Jahren tatsächlich stark zugenommen. Doch gewachsen sind die Banksalden der EZB wegen ihrer Anleihekäufe. Und diese wirkten sich kaum auf die Geldbestände von Nichtbanken aus, die zwischen 2008 und 2019 lediglich um 3 Prozent im Jahr stiegen (Abbildung 1).

Das starke Anwachsen der Geldmenge geht somit darauf zurück, dass die Bestände der Privathaushalte steigen, weil sie weniger ausgeben, und die Unternehmen entgangene Einnahmen durch Bankkredite ersetzen müssen.

In jüngster Zeit hat sich allerdings das Wachstum der Geldbestände von Nichtbanken insbesondere in den USA auffallend beschleunigt. Dort weist die Geldmenge „M1“ (Bargeld und Tageseinlagen) nun ein jährliches Wachstum von 33,5 Prozent aus. Diese Geldschöpfung korrespondiert mit einem ähnlich starken Anstieg der Bankkredite an Unternehmen (30,3 Prozent; siehe Abbildung 2).

Das Problem ist hier der beispiellose Anstieg der Sparquote von Privathaushalten im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen, im April waren es 33,0 Prozent. Das starke Anwachsen der Geldmenge geht somit darauf zurück, dass die Bestände der Privathaushalte steigen, weil sie weniger ausgeben, und die Unternehmen entgangene Einnahmen durch Bankkredite ersetzen müssen. Das deutet durchaus nicht auf die Gefahr einer Inflation hin, sondern vielmehr auf die akute Gefahr einer Deflation.

Nebenbei belegt diese Erkenntnis schön, dass Sparen in Privathaushalten anders, als von der klassische Theorie vertreten, für das Wirtschaftssystem durchaus kein Segen, sondern ein Fluch ist.

Aus dem Englischen von Anne Emmert

Dieser Artikel ist eine gemeinsame Veröffentlichung von Social Europe und

dem IPG-Journal.

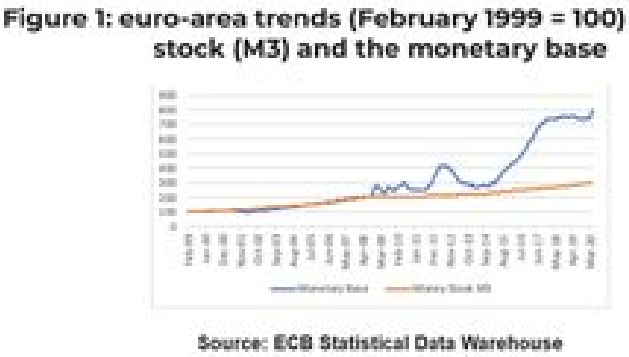


Abbildung 1: Entwicklung des Geldbestands (M3) und der monetären Basis im Euroraum (Februar 1999 = 100). Quelle: ECB Statistical Data Warehouse

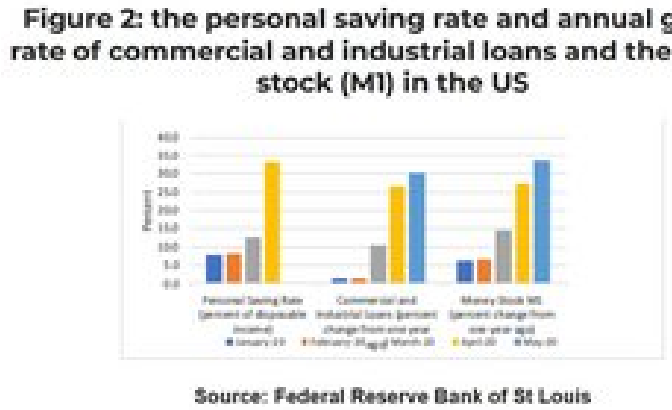


Abbildung 2: Persönliche Sparquote, jährliche Wachstumsrate von Handels- und Industriekrediten sowie Geldbestand (M1) in den USA. Quelle: Federal Reserve Bank of St Louis

---



Peter Bofinger
Würzburg

Peter Bofinger lehrt an der Universität Würzburg als Professor für Volkswirtschaftslehre. Von März 2004 bis Ende Februar 2019 war er Mitglied im Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.