



## AUTOR



Prof. Dr. Henning Vöpel  
Direktor des Hamburgischen  
WeltWirtschaftsinstituts  
(HWWI).

## INFLATION

### Kehrt die Inflation zurück? Zur makroökonomischen Stabilität nach Corona

Wie stabil wird die Weltwirtschaft makroökonomisch nach der Corona-Pandemie sein? Neben einigen Gründen, entspannt sein zu können, gibt es aber zunehmend Anzeichen dafür, dass mittelfristig Ungemach droht. Die Inflation könnte zurückkehren und das würde die Situation schlagartig verändern.

Die beiden Ökonomen Larry Summers und Olivier Blanchard, beide eher dafür bekannt, einer expansiven Fiskalpolitik den Vorzug zu geben, äußerten kürzlich die Sorge, man könne in der Corona-Pandemie nicht nur zu wenig, sondern auch zu viel des Guten tun. Gemeint war das Billionen-Dollar schwere Fiskalpaket in den USA. Eine zu starke Überhitzung könne Inflation erzeugen und Inflationsprozesse auslösen, so ihre Warnung.

Eine weitere interessante Äußerung kam in den letzten Tagen von Thomas Piketty, der zusammen mit anderen Ökonomen einen Schuldenerlass für Italien forderte. Die Europäische Zentralbank könne und solle einfach darauf verzichten, dass jene Schulden, die

sie selbst finanziert habe, von Italien zurückgezahlt werden müssen. Eine Forderung, die gerade im Kontext der Eurozone enorme Brisanz birgt, wird doch einerseits die nach wir vor fehlende Fiskalunion beklagt und andererseits eine stärkere wirtschaftliche Divergenz nach der

Corona-Krise erwartet – Gift für den Zusammenhalt einer Währungsunion mit strukturell sehr unterschiedlichen Mitgliedsländern.

*»Die Makroökonomie nach Corona wird gerade in Europa instabiler.«*

Und dann geistert derzeit eine „Theorie“ durch die öffentliche Debatte: die Modern Monetary Theory (MMT). Ihre derzeit prominenteste Protagonistin, Stephanie Kelton, sieht nahezu unbegrenzte Möglichkeiten der mehr oder weniger direkten Staatsfinanzierung durch die Zentralbanken. Sogar auf Steuern könne der Staat eigentlich verzichten, denn solange es keine Inflation gebe und der Staat keine privaten Investitionen verdränge, könne und müsse der Staat für Vollbeschäftigung sorgen, so das Argument. Die MMT ist damit weniger eine Geld- als vielmehr eine Fiskaltheorie. Die intellektuell sicherlich nicht uninteressanten Argumente, die auf postkeynesianische Ansätze zurückgehen, sind aber keine echte Theorie, sondern gelten unter bestimmten Bedingungen.

Nimmt man alle drei Aussagen zusammen, jene von Summers und Blanchard sowie von Piketty und Kelton, dann wird klar, dass die Diskussion über die makroökonomische Stabilität zurück ist. Und zwar just zu einem Zeitpunkt, in dem sich die Frage stellt, ob wir uns das alles leisten können mit den fast unbegrenzten Hilfen in der Corona-Krise. Die Antwort lautet zunächst: Ja, wir können und wir müssen uns das leisten. Die Corona-

## »Die Zunahme der Staatsschulden ist richtig und noch nicht gefährlich.«

bedingten Schulden bedeuten eine Umverteilung heute und implizieren eine Umverteilung in der Zukunft, die reale Last der Krise aber tragen die Ökonomien und Gesellschaften heute, eine Umverteilung zwischen den Generationen findet kaum statt. Mehr noch: Solange die realen Zinsen auf Staatsschulden geringer sind als die reale Wachstumsrate der Volkswirtschaft insgesamt, lassen sich die Staatsschulden permanent in die Zukunft überwälzen, um einfach aus den Schulden herauszuwachsen.

Diese heute günstige makroökonomische Konstellation offeriert einen fiskalpolitischen Spielraum, der für Hilfen und Investitionen genutzt werden sollte. Jede Diskussion über schnelle Konsolidierung oder Steuererhöhungen nach der Pandemie wäre kontraproduktiv. Nach dem Pandemie-Schock einen Fiskal-Schock zu erzeugen, würde mitten in der Erholung keinen Sinn machen. Und doch gilt Vorsicht! Fiskal- und Geldpolitik könnten sich an die seit der globalen Finanzkrise 2008 praktizierte Whatever-it-takes-Attitude allzu leicht gewöhnen. Es handelt sich heute aber nicht um einen reinen Nachfrageschock. Die Pandemie hat vielmehr einen kombinierten Angebots- und Nachfrageschock ausgelöst. Zugleich befinden sich fast alle Volkswirtschaften in einem mehrfachen strukturellen Umbruch: Klimawandel, Digitalisierung und auch die geopolitischen Verwerfungen der Weltwirtschaft könnten die globale Angebotsseite massiv verändern. Auch Verteilungskonflikte könnten nach der Corona-Krise zurückkehren, von der Demografie ganz zu schweigen, die langsam, aber sicher steigende Zinsen nach sich ziehen wird. Wenn sich jetzt also monetäre Ungleichgewichte aufbauen, ist es umso wichtiger, die realwirtschaftlichen Ungleichgewichte abzubauen. Ein beschleunigter Strukturwandel und eine stärkere Reallokation von Arbeit und Kapital muss nach der Pandemie stattfinden, damit nicht eine sklerotische Wirtschaft das lange Erbe der Krise wird.

Mit anderen Worten: Die heute so günstige makroökonomische Konstellation, die nicht wenige dazu bewogen hat, sogar ein neues Paradigma der Makroökonomik auszurufen, kann und wird sich irgendwann, vielleicht schon bald wieder verändern. Die Kombination aus sehr niedrigen Zinsen, geringer Güterpreis-inflation (und hoher Vermögens-

## »Aber komplexe Wirkungszusammenhänge verändern die Konstellation.«

preis-inflation) und hoher Beschäftigung kann sich schneller ändern, als viele heute glauben mögen. Dabei ist es nie nur eine Ursache, die Krisen auslöst, es sind fast immer Kombinationen von Ursachen, makroökonomische Abhängigkeiten, die in bestimmten Konstellationen auftreten

und sich wechselseitig verschärfen: Steigende Inflation führt zu steigenden Zinsen, die Tragfähigkeit der Staatsschulden sinkt, die Gefahr von Währungskrisen steigt. Geld- und fiskalpolitische Spielräume sind nie statisch, sondern immer dynamisch. Sie verändern sich schon allein dadurch, dass man sie nutzt.

Stabilität gibt es immer nur langfristig, aber sie wird durch die Disziplin des kurzfristigen Handelns entschieden. Wenn immer das gemacht wird, was kurzfristig möglich und bequem ist, können sich die Effekte negativ kumulieren und am Ende die Stabilität bedrohen. Insoweit sind die Unabhängigkeit der Zentralbanken zur Vermeidung einer langfristigen Abhängigkeit von Geld- und Fiskalpolitik (finanzielle Repression) und die Schuldenbremse zur Abwehr unbegrenzter Ausgabenwünsche der Politik auch und

gerade heute wichtige institutionelle Beschränkungen politischen Handelns. Das Zeitkonsistenzproblem zwischen kurzfristig opportunem Handeln und langfristiger Stabilität gilt in politökonomischen Zusammenhängen fast immer.

This time is different. So lautet häufig der Hinweis in Krisen, dass dieses Mal alles anders sei. Und doch musste man nach Krisen immer wieder feststellen, dass eben doch nicht alles anders gewesen ist, sich bestimmte Muster, Konstellationen und Dynamiken wiederholen. Menschen und Märkte sind und bleiben anfällig für Übertreibungen. Es ist kein Zufall, dass Selbstüberschätzung (overconfidence) einer der validesten Befunde der Verhaltensökonomie ist. So sind auch Inflation und Währungskrisen in Zukunft nicht ausgeschlossen. Im Gegenteil: Es hat sie historisch immer wieder gegeben und es gibt keinen Grund zu der Annahme, dass es sie nicht auch in Zukunft geben wird. Auch wenn die Daten es (noch) nicht zeigen, die Theorie und vor allem die historischen Erfahrungen legen dies nahe. Es braucht daher nach der Krise sehr viel Staatskunst, die unterschiedlichen Handlungserfordernisse, von der konjunkturellen Erholung über die öffentlichen Investitionen bis hin zu nachhaltiger Stabilitätspolitik, klug zusammenzuführen.

*»Institutionelle  
Beschränkungen politischen  
Handelns bleiben wichtig.«*