

**Eckhard Behrens**  
Vorstandsmitglied  
**Seminar für freiheitliche  
Ordnung e.V., Bad Boll**  
www.SffO.de

**Bergstraße 29, 69120 Heidelberg**  
**Tel. 06221-47 42 97**  
**Fax: 06221-47 42 70**  
**mobil: 0171- 4007 408**  
post@EBehrens.de www.EBehrens.de

13. Oktober 2007

Für *Fragen der Freiheit*.

## Wer zähmt den Hang zur Liquidität?

***Die Notenbanken verursachten die Kapitalmarktkrise – was müssten sie ändern?***

*Eckhard Behrens<sup>1</sup>*

Seit Mitte 2007 wird uns von der Wirtschaftspresse täglich anschaulich berichtet, was der Hang zur Liquidität auf den Kapitalmärkten und in den Bankbilanzen alles anrichtet. War er nicht ein alter, wohlbekannter Hausgenosse, der meist friedlich und mit wenig Futter zufriedenzustellen war? Er wohnt in jedem von uns, aber wir überwandern ihn (und unsere Entscheidungsschwäche), wenn irgendwo auf dem Kapitalmarkt Zinsen lockten. Doch urplötzlich steht er wie ein unbezähmbares wildes Tier mitten im Markt, reißt alles Kapital an sich, verschmäht die süßesten Zinsen und lässt weite Teile des Wirtschaftslebens stocken.

Solche Phänomene werden in den volkswirtschaftlichen Lehrbüchern beschrieben, aber wir haben sie seit Jahrzehnten nicht selbst erlebt – jedenfalls nicht in den entwickelten westlichen Ländern, schon gar nicht überall gleichzeitig und überall Schrecken verbreitend. Ein Ende ist nicht abzusehen, sagen alle Sachverständigen. Das klingt alles andere als beruhigend. Wer hat den Hang zur Liquidität so groß gemacht? Wer hat da nicht aufgepasst? Wer hat ihn von der Kette gelassen?

### *Der Hang zur Liquidität*

Am liebsten möchte man seine Ersparnisse jederzeit in vollem Umfang so verfügbar haben, dass man etwas dafür kaufen oder sie bei der Bank oder unmittelbar auf dem Kapitalmarkt anders anlegen kann. Aber die Wirtschaft braucht die Ersparnisse als

---

<sup>1</sup> Die Ursprungsfassung dieses Aufsatzes wurde Ende September 2007 an die Wirtschaftsredaktionen der überregionalen Presse gesandt mit der Aufforderung, den aufgezeigten Zusammenhängen eigene Ausführungen zu widmen. Eine unmittelbare Reaktion blieb – nach meiner Wahrnehmung – leider aus; für Hinweise wäre ich dankbar.

Leihgeld für die jeweilige Lebenszeit (Abschreibungszeit) ihrer Investitionen, also für die Finanzierung von Lagerbeständen kurzfristig, für die von Maschinen mittelfristig und für Gebäude langfristig. Realwirtschaftlich leisten nur diese Sachinvestitionen den Wertetransfer in die Zukunft, den der Sparer intendiert. Es muss daher dafür gesorgt werden, dass die Sparer sorgfältig abwägen, wieviel sie wirklich bar im Geldbeutel oder auf dem Girokonto brauchen und welche anderen Teile sie kurzfristig als Festgeld oder auf dem Sparbuch sowie mittel- oder gar langfristig über Sparverträge, Wertpapiere oder Lebensversicherungen anlegen und damit der Investition zur Verfügung stellen (Sparen = Investieren).

In den Lehrbüchern wird der Hang zur Liquidität im Zusammenhang mit Deflationen beschrieben. Wenn die Preise sinken, ist heute alles teuer, weil es morgen billiger sein wird; also ist es klüger, das Geld zu behalten und auf Waren und Dienstleistungen so weit und solange wie möglich zu verzichten. In der Deflation fröhnt jeder dem Hang zur Liquidität. Aber diese Ursache haben wir jetzt doch gar nicht. Gewiss, sie drohte auch uns vor wenigen Jahren, nachdem sich Japan schon lange vergeblich bemühte, sich aus ihren Fängen zu befreien. Dort wütete der Hang zur Liquidität und zwang zu unglaublicher Geldvermehrung, die aber nicht preiswirksam wurde: sie verschwand wie in einem großen Loch.

### *Reicht unser Sicherabstand von der Deflation?*

Die westlichen Notenbanken lernten daraus, dass es sinnvoll ist, einen „Sicherheitsabstand von der Deflation“, also von der Nulllinie zwischen Inflation und Deflation einzuhalten. Die Europäische Zentralbank beschloss deshalb im Mai 2003 ganz ausdrücklich, sie verstehe unter Geldwertstabilität, zu der sie verpflichtet ist, eine Inflationsrate „unter, aber nahe 2%“.<sup>2</sup> Und dieses Ziel hat sie bisher mit energischer Zinspolitik auch erstaunlich gut erreicht; die Schwankungen der Inflationsraten waren viel geringer als früher. Das war ein sehr mutiger und denkwürdiger Beschluss, denn 2% Jahr für Jahr obendrauf verdoppeln die Preise in nur 35 Jahren. Das müssen wir alle aushalten, sonst schliddern wir in die Deflation und werden den Hang zur Liquidität erst recht unersättlich machen.

Wir haben also nicht Deflation, sondern eine (sehr leichte) Inflation. Trotzdem wird der Hang zur Liquidität nun sehr mächtig. Wenn er nicht bald zur Ruhe kommt, könnten – angestoßen durch irgendwelche weiteren schlechten Wirtschaftsnachrichten – noch größere Teile der Geldmenge, die bisher auf den Märkten für kurzfristiges Kapital vagabundierten, in privaten Horten (Vorsichtskassen) verschwinden; dann wird es für die Notenbanken schwieriger werden, ein Abrutschen der Geldwertentwicklung in Richtung Deflation zu vermeiden, also den Sicherheitsabstand zu wahren. Wachsamkeit ist in dieser Richtung jetzt viel mehr geboten, als Wachsamkeit in Richtung der Inflation, von der die EZB immer noch gebetsmühlenartig spricht. Wer kennt die Frühindikatoren und wird die Warnglocken läuten? Die Lage ist doch brandgefährlich!

### *Die Krise am amerikanischen Hypothekenmarkt*

Die gegenwärtige Krise auf den internationalen Finanzmärkten hat ihre Ursachen nur vordergründig in den Zusammenbrüchen auf dem amerikanischen Hypothekenmarkt. Ein tiefergehender Blick erkennt verzwickte Zusammenhänge zwischen Erfolgen der

---

<sup>2</sup> Siehe dazu meinen Aufsatz „Wieviel Inflation? – Zum Streit der Notenbanken um Inflationsziele“ in FdF 265 (2004), Seite 3-19, mit weiteren Nachweisen; auch als unentgeltlicher Sonderdruck und im Internet unter [www.sffo.de](http://www.sffo.de) verfügbar.

Notenbanken bei ihrem Streben nach Geldwertstabilität und Nebenwirkungen der von ihnen dazu eingesetzten Instrumente.

Im Verhältnis zu dem gewaltigen Volumen der internationalen Finanzmärkte sind die Krisenerscheinungen auf den amerikanischen Kreditmärkten eigentlich vernachlässigbare Randerscheinungen, die nur diejenigen treffen müssten, die sich dort verspekuliert haben. Die eingesetzten Finanzinnovationen sollten doch gerade ein Risikomanagement ermöglichen, das auch hohe Risiken tragbar ausgestaltet und auf genügend viele Schultern verteilt. Da wird es Fehler gegeben haben, zumal die Innovationen von manchen Beteiligten noch nicht hinreichend durchschaut wurden, aber es ist bestimmt nicht alles falsch gemacht worden. Da die Wirkungen weiter reichen, als von den Volumina her eigentlich zu erwarten war, stellt sich die Frage, ob die internationalen Finanzmärkte nicht schon *vor* der amerikanischen Kreditkrise in einer Verfassung waren, die zu labil war, um ökonomische Schocks irgendwelcher Herkunft noch sicher verkraften zu können. Man kennt aus dem Physikunterricht das Phänomen eines Eimers mit unterkühltem Wasser, in den ein kleiner Stein hineinfällt und bewirkt, dass sich das Wasser schlagartig in Eis umwandelt. Das Steinchen ist der Auslöser, nicht die Ursache; die Unterkühlung ist die Ursache der Vereisung des Wassers.

### *Nebenwirkungen der Geldwertstabilität und der Wertaufbewahrungsfunktion*

In den letzten Jahren blieb der Geldwert des Euro näher an der Ziellinie als in früheren Zeiten. Aber es bauten sich auch die Probleme auf, mit denen wir es jetzt auf den internationalen Finanzmärkten zu tun haben. Die Notenbanken bekamen das Wachstum der Geldmenge nicht in den Griff, obwohl sie nach der Phase, in der sie mit niedrigen Zinsen die Deflation bekämpften, ihre Leitzinsen weltweit wieder kontinuierlich erhöhten. Die Sachverständigen streiten jetzt darüber, ob diese Zinsen zunächst zu stark gesenkt und dann zu spät wieder erhöht wurden.<sup>3</sup> Aber die fast allgemeine Inflationsfurcht erwies sich als unberechtigt: die Preise blieben – jedenfalls bisher – im angestrebten Rahmen.

Dass der Hang zur Liquidität eine ständig latent vorhandene Gefahr für die volkswirtschaftlichen Kreisläufe darstellt, gehört schon lange zum volkswirtschaftlichen Grundlagewissen. Der Hang zur Liquidität muss nachhaltig, d.h. jederzeit überwunden werden; er darf *nie* durchschlagen. Aber die Notenbanken versorgen ihre Volkswirtschaften heute mit einem Geld, das eigentlich das Versprechen enthält, es könne von seinem Besitzer ohne spürbaren Nachteil unbeschränkt aufbewahrt werden, es sei ein ideales Wertaufbewahrungsmittel, ein materieller Wert mit Ewigkeitscharakter. Die Bundesbank tauscht immer noch Deutsche Mark in Euro um – ohne Abschlag und ohne dafür Gebühren zu erheben. Man traut sich angesichts der gesellschaftszerrüttenden Währungsreformen von 1923 und 1948 nicht, das alte Geld nicht nur für unwirksam, sondern einfach auch für wertlos zu erklären, wie andere europäische Länder das bald nach dem Umtausch getan haben. Es ist nachdrücklich darauf hinzuweisen, dass damit die Illusion eines Ewigkeitwertes vermittelt wird, für den es nirgends in der Natur ein Vorbild gibt. In der Natur ist das Sterben und Vergehen aller Dinge die Voraussetzung nachhaltiger Neubelebung. Man kann diesen Prozess nicht anhalten, ohne „Lebenskrisen“ zu erzeugen. Ist die schon erwähnte, ausdrückliche Aufkündigung des Ziels einer Nullinflation eine Anerkennung dieser Realität allen Lebens? Jedenfalls ist das moderne Geld ein Kunstprodukt, dessen Eigenschaften und Wirkungen auf das menschliche Verhalten wir auch verändern können.

---

<sup>3</sup> Siehe zur Entwicklung der US-Leitzinsen von 2000 bis September 2007 von 6,50% über 1,00% in 2003/2004 und 5,25% in 2006/2007 zu heute 4,75% die Grafik in der FAZ vom 19.09.2007, Seite 11.

## *Ein Kunstprodukt mit problematischen Eigenschaften*

Beim heutigen Geld stehen wir vor einem Dilemma: Weil es den Anschein erweckt, ewig gleichbleibenden Wert zu behalten, fördert es den Hang zur Liquidität. Überwunden wird er im Regelfall durch eine steile Zinsstrukturkurve, d.h. die kurzfristigen Zinsen sind niedrig und die langfristigen hoch. Je länger der Verzicht auf Liquidität sein wird, umso höher müssen die versprochenen Zinsen sein. Die Sparer werden nicht nur durch höhere Zinsen in die längerfristigen Geldanlagen gelockt. Neuerdings treibt die von der EZB angestrebte Inflationsrate von fast 2% die Anleger in dieselbe Richtung; sie ist ein (kleiner) Beitrag zur Dämpfung des Hangs zur Liquidität – durch eine Verlustdrohung. Wer in echter Liquidität (Bargeld oder Giralgeld) verharret, verzichtet nicht nur auf Zinsen; er erleidet auch einen Substanzverlust in Höhe der Inflationsrate.

Da die Notenbanken die Inflationsrate nicht über 2% hinaus steigen lassen wollen, erhöhten sie die kurzfristigen Zinsen in den letzten Jahren so sehr, dass die Zinsstrukturkurven in der Eurozone, in Großbritannien und in den USA ganz flach geworden sind, ja an der Kippe stehen, *invers* zu werden. Wenn aber die kurzfristigen Zinsen in etwa so hoch oder gar höher sind als die langfristigen, wird der latent vorhandene Hang zur Liquidität virulent: alle legen ihr Kapital nur noch kurzfristig an. Was langfristig angelegt war, wird nach der Rückzahlung nicht wieder langfristig, sondern zunächst nur kurzfristig angelegt, obwohl es nicht für den baldigen Verbrauch bestimmt ist.

## *Überdehnte Fristentransformation*

Die Kapitalmärkte halfen sich, indem sie die bankübliche Fristentransformation („aus kurz mach lang“) in immer stärkerem Maße ausübten und zu diesem Zweck noch manche „Finanzinnovationen“ kreierten. Solange die Zinsstrukturkurve noch recht steil war, erntete man dabei nicht nur satte Zinsmargen, sondern hatte auch kein Problem mit der Revolvierung der kurzfristigen Schulden: Man konnte jederzeit neue kurzfristige Schulden aufnehmen, um fällig gewordene zurückzuzahlen. Der Markt für kurzfristige Kredite war flüssig. Die schrittweise Anhebung der Leitzinsen vermasselte die Zinsmargen und damit das Geschäftsmodell, erschwerte aber wenigstens nicht die Rückzahlung der fälligen Schulden durch die Aufnahme neuer kurzfristiger Kredite; denn die immer flacher werdende Zinsstrukturkurve lockte immer mehr Kapital aus dem lang- in den kurzfristigen Kapitalmarkt. Der Markt für kurzfristige Kredite blieb zunächst flüssig; vor seiner Unterkühlung wurde nicht gewarnt.

Man konnte aus dem unrentabel werdenden Geschäft auch nicht so schnell aussteigen, wie die kurzfristigen Schulden teurer wurden; man hatte das Geld ja langfristig ausgeliehen und davon floss nur wenig zurück; die Kreditwürdigkeit der zuvor sehr ertragreichen Finanzinstitutionen nahm dadurch rapide ab; deshalb mussten sie noch höhere Zinsen zahlen, wenn sie überhaupt noch Kredit bekamen. Sie mussten ihre Geschäftstätigkeit einschränken, indem sie auf die Neuherausgabe langfristiger Hypothekenkredite verzichteten. Das dämpfte die Entwicklung der Immobiliennachfrage und -preise und machte alle Sicherheiten wackelig, die die Beleihungsgrenzen in Erwartung weiterer Wertsteigerungen ausgereizt hatten. Ihre kurzfristigen Schulden konnten die Finanzinstitutionen nicht rasch zurückführen; sie blieben zur Schuldentilgung auf die Aufnahme neuer Kredite angewiesen. Die Kreditklemme trieb schon mehrere von ihnen in die Insolvenz.

## *Kapitalfülle macht leichtsinnig*

Die Globalisierung der Kapitalmärkte macht diese Prozesse nur noch unübersichtlicher. In Europa und Asien sind die Sparquoten hoch und das Kapitalangebot steigend,<sup>4</sup> in den USA und einigen anderen Ländern stiegen dank guter Konjunktur die Nachfrage nach Häusern und Hausfinanzierungen. Die Kapitalfülle führte zu immer hemmungsloseren Vertriebsmethoden der Haus- und Hypothekemakler: man verkaufte auch an Bevölkerungskreise, die es sich eigentlich nicht leisten konnten, und brachte die Kreditrisiken am Kapitalmarkt verpackt in schön klingende Finanzinnovationen unter; das ging so lange gut, wie die Preise stiegen; ein Konjunkturunbruch oder steigende Arbeitslosigkeit oder sinkende Einkommen der Hauskäufer waren nicht der Auslöser; nur die Refinanzierung dieser Geschäfte wurde zu teuer; deshalb wurden sie gebremst und deshalb stagnierten die Immobilienpreise. Das reichte schon, um das Spiel anzuhalten; reihenweise brachen Finanzierungsinstitutionen zusammen, die auf Fristentransformation aufgebaut waren, und zogen die internationale Bankenwelt in einen Strudel des Misstrauens.

Nochmals: weltweit läuft eine verhältnismäßig gute Konjunktur; die Sparquoten sind nicht geringer geworden, also steigt das Kapitalvolumen ständig weiter an; es verlagert sich jedoch unter dem Einfluss veränderter Zinsstrukturkurven zunehmend vom mittel- und langfristigen in den kurzfristigen Bereich. Die Anleger werden dabei immer unempfindlicher gegen Risiken, wenn nur irgendwo scheinbar attraktivere Zinsen geboten werden. Man vertraut gerne auf das versprochene bessere Risikomanagement durch modernste Finanzinnovationen. Die Kapitalfülle drückt auf die Zinsen; wenn bei der Kapitalanlage steigende Risiken eingegangen werden, zehren die Risikoprämien einen zunehmenden Anteil der Zinsen auf – aber das merkt nicht jeder Beteiligte rechtzeitig.

Die *erste Stufe* der Auswirkungen des Hanges zur Liquidität erschien noch recht harmlos: das Kapital wurde zunehmend aus langfristigen in kurzfristige Anlagen umgeschichtet; die Kapitalmärkte funktionierten weiterhin. Deshalb wurde dies Alarmsignal vor der amerikanischen Hypothekenkrise nicht beachtet; jetzt sind wir schon in der *zweiten Stufe*, der schwindenden Bereitschaft, Geld überhaupt noch auszuleihen. Wir sind schon in der Kreditklemme.

## *Das Zinsschwert der Notenbanken wird stumpf*

Die Notenbanken stehen vor einem weiteren Dilemma: Es ist ihnen in den letzten Jahren gelungen, nicht nur die Inflationsraten, sondern – eindeutig messbar – auch die längerfristigen *Inflationserwartungen* auf dem gewünschten Niveau bei 2% zu stabilisieren. Daher blieben die *langfristigen* Zinsen vergleichsweise niedrig; auch dadurch nahm die Zinsstrukturkurve in den letzten zwei Jahren die gefährliche Lage an.<sup>5</sup> Die Notenbanken sind auch insoweit Opfer ihres Erfolges bei der Inflationsbekämpfung. Sie haben die Kapitalmärkte in einen Zustand gebracht, der dem unterkühlten Wasser vergleichbar ist, das zu Eis wird, wenn es von einem kleinen Schock getroffen wird.

---

<sup>4</sup> Der frühere Chef der US-Notenbank, Alan Greenspan, sagte in einem Interview mit der Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung vom 23.09.2007, Seite 38: „Der Anteil der Schwellenländer an der Weltwirtschaft ist deutlich gestiegen. Dort wird auch viel gespart. Der Effekt war ein weltweiter Druck auf die langfristigen Zinsen. Zinsen und Inflation in vielen Entwicklungs- und Schwellenländern sowie in den Industriestaaten befinden sich im einstelligen Bereich. Das hat es noch nie vorher gegeben.“

<sup>5</sup> Alan Greenspan fuhr in dem bereits zitierten Interview unmittelbar fort: „Die Federal Reserve hat 2004 versucht, auf höhere langfristige Zinsen hinzuwirken, aber es ist uns nicht gelungen. Als wir die kurzfristigen Zinsen angehoben haben, sind die langfristigen Zinsen gefallen. Wir haben es 2005 noch einmal probiert und sind wieder gescheitert.“ – Von Mitte 2003 bis Mitte 2004 betrug der amerikanische Leitzins 1,00%; er wurde danach bis Mitte 2006 in kleinen Schritten auf 5,25% angehoben; siehe Grafik in der FAZ vom 19.09.2007, Seite 11.

Der labile Zustand der internationalen Kapitalmärkte wird anhalten, solange die Zinsstrukturkurve flachliegt oder gar invers ist. Der Hang zur Liquidität bleibt ungezähmt und mächtig, wenn es nicht gelingt, die Zinsstrukturkurve wieder in eine normal ansteigende Lage zu bringen. Die US-Notenbank hat am 18. September 2007 eine erste deutliche Senkung des Leitzinses von 5,25%, der seit Mitte 2006 galt, auf 4,75% vorgenommen.<sup>6</sup> Die EZB hat geplante weitere Leitzinserhöhungen unter Hinweis auf die Kreditklemme schon zweimal zurückgestellt und den Leitzins in Höhe von 4,00% beibehalten. Die weiteren Schritte der Notenbanken sind noch nicht absehbar, zumal sie sich zu ihrer Verantwortung für die gegenwärtige Krisensituation noch nicht bekannt haben<sup>7</sup> und unverändert von ihrer Bereitschaft zur Inflationsbekämpfung sprechen. Wird die US-Notenbank weitere Zinssenkungen vornehmen? Wird sich die EZB anschließen? Ohne ein neues währungspolitisches Konzept, das die Erfahrungen der letzten Jahre überzeugend aufarbeitet, können die Notenbanken den Kurswechsel, der notwendig ist, nicht öffentlich vermitteln. Noch ist nicht erkennbar, ob ein Umdenken schon begonnen hat.

### *Höhere Inflationsraten als zusätzliches Notenbank-Instrument*

Inflationsraten sind eine wirksame, aber schmutzige Form der Bekämpfung des Hanges zur Liquidität. Sie sind *wirksam*, weil sie die Inanspruchnahme der Wertaufbewahrungsfunktion des Geldes, also die Ausübung des Hanges zur Liquidität durch eine *Verlustdrohung* begrenzen. Sie sind *schmutzig*, weil sie die Nebenwirkung haben, auch die Wertmesserfunktion zu beeinträchtigen. Soll man Inflationsraten trotzdem zur Bekämpfung des Hanges zur Liquidität planmäßig einsetzen? Wie hoch müssen sie werden, um ausreichend wirksam zu sein? Man muss sich trauen, diese aufreizende Frage zu stellen, wenn die Zinsstrukturkurve eine Lage angenommen hat, bei der sie keinen Beitrag zur Überwindung des Hanges zur Liquidität leistet. Die Notenbanken der Eurozone, Großbritanniens und der USA sind am Ende ihres Zinslateins angekommen. Sie brauchen ein zusätzliches Instrument, das sie selbst einsetzen können!

Die Inflationsraten müssen höher sein, als derzeit von den Notenbanken geplant, um die übermäßige Inanspruchnahme der Wertaufbewahrungsfunktion des Geldes, also den Hang zur Liquidität unter allen (!) Umständen wirksam zu begrenzen. Zu dieser Erkenntnis konnten sich die Notenbanken bisher nicht durchringen, auch wenn es schon gelegentlich Stimmen gab, die die Frage stellten, ob so niedrige Inflationsraten, wie wir sie in den letzten Jahren hatten und immer noch verteidigen wollen, volkswirtschaftlich nicht zu teuer sind, weil sie nur durch Konjunkturerdrosselung aufrechtzuerhalten sind; das kostet Arbeitsplätze und Wohlstand – mit allen sozialen Folgeschäden.

Die grassierende Kreditklemme ist eine Folge des Hanges zu Liquidität, den die Notenbanken mit ihrem Einfluss auf die Zinsstrukturkurve in den letzten zwei Jahren selbst entfesselt haben. Nun bekämpfen sie die selbst geschaffene Kreditklemme mit Liquiditätshilfen für den „Geldmarkt“ (richtig: den Markt für kurzfristig ausgeliehenes Kapital), die ein unvorstellbares Ausmaß haben, obwohl sie selbst ständig die zu hohen Wachstumsraten der Geldmenge als latentes Inflationsrisiko anprangern! Sie handeln richtig, geraten aber mit jeder Woche in größere Not, den Widerspruch zu erklären. In deren Haut möchte man nicht stecken!

---

<sup>6</sup> Siehe Grafik in der FAZ vom 19.09.2007, Seite 11.

<sup>7</sup> Die Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung setzte am 23.09.2007 über ihr zweiseitiges Interview mit Alan Greenspan die Titelzeile „Die Finanzkrise ist nicht unsere Schuld“.

## *Aus der Not eine Tugend machen*

Wenn es infolge der aktuellen Krisenbekämpfung – die alternativlos ist – zu einem ungeplanten Inflationsschub kommen sollte, gilt es für die Notenbanken, aus der Not eine Tugend zu machen. Vor wenigen Jahren begriffen sie, dass sie etwas Inflation zulassen müssen, wenn sie das Risiko eines Abrutschens in die Deflation vermeiden wollen. Sie streben seither ganz offiziell fast 2% Inflation an. Sie haben dieses Ziel erreicht und stehen nun vor Wirkungen ihres Erfolges, die eine unerwartete neue Herausforderung darstellen. Hoffentlich werden sie bald lernen, dass die Inflationsrate doppelt so hoch sein muss, um den Hang zur Liquidität nachhaltig zu überwinden. Wer seinem Hang zur Liquidität dann noch nachgibt, wird von einer *spürbaren* Inflationsrate voll getroffen; wenn sie hoch genug ist, überwindet sie den Hang zur Liquidität auch in Schocksituationen wie der aktuellen amerikanischen Hypothekenkrise.

Die EZB hat von Beginn ihrer Tätigkeit an eine Inflationsrate „unter 2%“ als mit dem Ziel der Geldwertstabilität vereinbar erklärt. Ökonomisch hat sie damit zutreffend eingeschätzt, dass so niedrige Inflationsraten so wenig gespürt werden, dass sie bei den meisten Wirtschaftsteilnehmern kein nennenswert anderes Verhalten als bei Geldwertstabilität bewirken. Geldwertstabilität entfesselt aber den Hang zur Liquidität, wenn auch nicht so stark wie eine Deflation dies tut.

## *Höhere Inflationsraten entlasten die Zinspolitik*

Inflationsraten ausreichender Höhe entlasten die Zinspolitik. Sie wird bei Geldwertstabilität nicht nur im niedrigen Bereich unwirksam, wenn es gilt mit Zinssenkungen eine drohende Deflation zu bekämpfen. Die Zinspolitik versagt auch im hohen Bereich, weil sie das kurze Ende der Zinsstrukturkurve so sehr anhebt, dass freiwerdendes langfristiges Kapital nur noch kurzfristig angelegt wird. Bei Inflationsraten ausreichender Höhe kann die Zinsstrukturkurve in normaler Lage gehalten und gesteuert werden: Am langen Ende treiben die Inflationsraten die Zinsen nach oben. Am kurzen Ende kann die Notenbank mit niedrigen Zinsen arbeiten, weil die Inflationsraten den Hang zur Liquidität bekämpfen, indem sie die Nominalzinsen aufzehren und erforderlichenfalls die Realzinsen sogar negativ machen. Die Anleger gehen zur Minimierung der Inflationsfolgen in dem Maße, wie sie es sich persönlich leisten können, in die mittel- und langfristigen Anlagen. Die Geldmenge wird dann nicht mehr durch Kapital aufgebläht, das längerfristige Anlagen meidet; die Notenbank kann also die Geldmenge mit Hilfe einer ausreichend hohen Inflationsrate begrenzen.

Das Übel der letzten Jahre – mit zu niedrigen Inflationsraten – war ein ständiges Wachstum der Geldmenge über die geplanten Wachstumsmargen hinaus. Die Notenbanken sahen darin ein anschwellendes Inflationspotential, das ihnen zunehmend Sorge bereitete. Aber die Anhebung der Notenbankzinsen zur Stabilisierung der zu niedrigen Inflationsraten führte zu Kapitalverlagerungen in den kurzfristigen Bereich und damit zu Aufblähungen der Geldmenge über die Ziele der Notenbanken hinaus. Je höher die erwartete Inflationsrate, umso straffer kann die Notenbank die Geldmenge führen. Ein Überschießen der Inflationsrate über das Inflationsziel hinaus ist umso leichter durch genaue Steuerung der Geldmenge zu verhindern, je höher das Inflationsziel angesetzt wird. Die Notenbank muss zwei Zügel in die Hand nehmen: die Inflationsrate und die Zinsen; dann kann sie Geldmenge und Inflationsrate erfolgreich begrenzen.

### *Die Notenbanken können, wenn sie wollen*

Die Notenbanken der westlichen Industrienationen sind so unabhängig, dass sie ihrer eigenen Einsicht in die Notwendigkeiten folgen können. Nur sie können den Hang zur Liquidität wirksam in seine Schranken weisen; wenn sie dies mit ausreichend hohen Inflationsraten geschafft haben, bleibt die Zinsstrukturkurve in einer normalen Lage und dann kann die Geldmenge durch Leitzinsänderungen so gesteuert werden, dass die (höhere) Inflationsrate konstant und damit für jedermann berechenbar bleibt. Ihre währungspolitischen Maßnahmen müssen von den Finanzmärkten richtig verstanden und möglichst auch vorausgesehen werden. Das gilt in besonderem Maße für die angestrebten Inflationsraten, die ihre Wirkung nur erzielen, wenn die Finanzmärkte daran glauben, dass sie eintreten und dauerhaft sein werden. Nur dann bringt jeder Anleger seinen Hang zur Liquidität unter Kontrolle und geht in stärkerem Maße als in der Vergangenheit in mittel- und langfristige Anlagen. Die volkswirtschaftlichen Zusammenhänge sind noch nicht allen Beteiligten geläufig. Wir sollten aber ihre Lernfähigkeit nicht unterschätzen. Wenn interessegeleitetes Handeln auf den volkswirtschaftlich wünschenswerten Pfad führt, finden ihn die meisten bald.

Es gilt jetzt, eine schwer zu übersteigende psychologische Schwelle zu überwinden und das Bekenntnis zur heilsamen Wirkung einer höheren Inflation auszusprechen und zu zeigen, dass ihre Nebenwirkungen in Grenzen gehalten werden können. Diese sind besonders schlimm, wenn die Inflationsraten unvorhersehbar schwanken, was im vergangenen Jahrhundert immer der Fall war. Solche Schwankungen befeuern die Spekulation und animieren zu Betrügereien. Erst neuerdings beweisen die Notenbanken die Fähigkeit, Inflationsraten auf einem angestrebten Niveau stabil zu halten. Aber auf Dauer ist das mit zu niedrigen Inflationsraten nicht möglich, sondern nur solange die Zinsstrukturkurve nicht flach wird.

### *Höhere Inflationsraten sind kein Gerechtigkeitsproblem*

Es ist schon vor Jahrzehnten von angesehensten Nationalökonominnen überzeugend dargelegt worden, warum *konstante* Inflationsraten, die offen angestrebt werden und daher jedermann bekannt sind, keine unüberwindlichen Gerechtigkeitsprobleme mit sich bringen.<sup>8</sup> Neuerdings sind auch die von ihnen empfohlenen Indexklauseln zugelassen. Leider bekamen sie beide nicht in den Blick, dass konstante Inflationsraten den gefährlichen Hang zur Liquidität, der allerdings seinerzeit nicht akut war, nachhaltig unter Kontrolle halten, wenn sie nicht zu niedrig sind.

Geldwertstabilität auf der Nulllinie zwischen Inflation und Deflation ist ein immer noch berechtigtes volkswirtschaftliches Ideal, das mit den obigen, pragmatisch orientierten Ausführungen nicht als ewig unerreichbar abgewertet werden soll.<sup>9</sup> Zunächst ist auf der Ebene der Wissenschaft zu fragen: Wie kann die Wertaufbewahrungsfunktion des Geldes eingeschränkt werden, ohne die Wertmesserfunktion gleichzeitig zu beeinträchtigen?

---

<sup>8</sup> Milton Friedman in „Chancen, die ich meine“, Ullstein 1983, Seite 293f., und Herbert Giersch in der FAZ vom 22. März 1969, Seite 17; dazu mein Aufsatz „Konjunkturstabilität nur durch leichte Inflation – Eine Stellungnahme zu Herbert Giersch's Aufsatz“ in FdF 75 (1969), Seite 39-42.

<sup>9</sup> Siehe dazu meine Aufsätze „Über die schleichende Inflation“ in FdF 73/74 (1969), Seite 45-53, und „Wie lief es mit alterndem Geld?“ in der Wochenschrift Das Goetheanum Nr. 38/2007, Seite 10-11.



Ca. 27.700 Zeichen (mit Leerzeichen und Fußnoten)