

Bruno Schönfelder<sup>1</sup>

## Folgt auf die Corona-Krise eine Inflation?

Bearbeitungsstand 26.6.2021

*It cannot be said too often that inflation is never an unavoidable natural disaster; it is always the result of the weakness or ignorance of those in charge of monetary policy – though the division of responsibility may be spread so wide that nobody is alone to blame. The authorities may have regarded whatever they tried to avert through inflation as greater evils; it is always their choice of policy, however, that brings about inflation.<sup>2</sup>*

Wie im folgenden dargelegt werden soll, lautet die Antwort auf diese Frage: Ja. Hierbei wird vorausgesetzt, dass Inflation Preissteigerungen bezeichnet, die sich über mehrere Jahre hinweg fortsetzen und sich gewissermaßen selbst reproduzieren. Damit legt sich dieses Paper auf eine Prognose fest, die derzeit noch von den meisten bestritten wird. Oder genauer gesagt: Die These, dass die derzeitigen Preissteigerungen nächstes Jahr wieder abflauen werden, wird sich wahrscheinlich als falsch erweisen. Ob es bei einer sog. schleichenden Inflation (unter 5%) bleibt oder daraus eine trabende wird (5-10%), wird man sehen müssen. Das kann man derzeit nicht wissen. Es liegt im Wesen von Inflation, dass sie sich der Prognose und Steuerung zu einem beträchtlichen Teil, wenn auch nicht völlig entzieht. Insofern gleicht sie einem Virus. Immerhin kann eine galoppierende Inflation, eine zweistellige Rate, für die Eurozone in den nächsten Jahren als unwahrscheinlich gelten.

Mit Hayek geht dieser Aufsatz davon aus, dass Inflation auch ein politisches Phänomen ist, weil sie gerade in ihrer Anfangsphase die Bereitschaft voraussetzt, sie zumindest eine Zeit lang zu tolerieren. Das Federal Reserve System hat dies Bereitschaft für das laufende und das nächste Jahre bereits verkündet und eine Straffung der Geldpolitik vor 2023 ausgeschlossen. Dies geschah trotz der mittlerweile unbestrittenen Tatsache, dass die gegenwärtige Phase der Pandemie kräftige Impulse für Preisniveauerhöhungen auslöst. Um diesen politischen Aspekten gerecht zu werden, benötigen wir eine Politik, Recht und Wirtschaft übergreifende

---

<sup>1</sup> Für wertvolle Hinweise bin ich Markus Kerber zu Dank verpflichtet.

<sup>2</sup> Hayek (1960) S. 295.

Theorie. Eine reine Wirtschaftstheorie reicht nicht aus. Als eines der wenigen Theorieangebote auf diesem Gebiet wird auf die luhmannsche Gesellschaftstheorie zurückgegriffen.<sup>3</sup> Sie lehrt uns, den Blick mehr auf Strukturen als auf momentane Zustände zu richten, weil es sich bei Politik und Wirtschaft gleichermaßen um sich selbst reproduzierenden, rasch evolvierende System handelt. Strukturen sind beständiger als Zustände und haben daher den größeren Vorhersagewert.

Die Prognose beruht in erster Linie auf der Beobachtung, dass der in der Eurozone schon zu Beginn dieses Jahrhunderts in Gang gekommen Anstieg der Staatsschuldenquoten, also des Schuldenstandes dividiert durch das Bruttonationaleinkommen (BNE), in der Corona-Krise ein Tempo angenommen hat, das selbst im Zweiten Weltkrieg nicht ubiquitär war. Diese Quoten haben sowohl in den USA als auch in der Mehrheit der Eurozonenländer, darunter drei der vier wirtschaftlich größten eine Dimension erreicht, in der Inflation die politisch attraktivste Lösung des Problems wird, und alternative Lösungen als „greater evils“ gelten. Das trifft zwar nicht für Deutschland zu, aber das dürfte keine große Rolle spielen.

Die Eurozone ist so konstruiert, dass Frankreich meist den Ausschlag gibt, weil es sozusagen die mittlere Linie zwischen den sog. Süd- und Nordländern vertritt. Die EZB ist etwas völlig anderes als es die Bundesbank war und die amerikanische Zentralbank, die Fed, das Federal Reserve Board, noch heute ist. Im Führungsgremium der EZB sitzen Repräsentanten von Nationalstaaten, die die Politik ihrer Regierungen vertreten, und mit der eventuellen Ausnahme von Deutschland nichts weniger im Sinn haben als die Überwindung des Nationalstaates. Eben wegen dieser konstruktiven Merkmale ist die EZB eine hochgradig politische Organisation und das schiere Gegenteil dessen, was eine Zentralbank in die Lage versetzt, die wirtschaftliche Entwicklung ihres Währungsraums wirksam zu fördern. Das kann die EZB nicht.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Vgl. Schönfelder (2020). Dies ist eine Alternative zu dem bei Ökonomen so beliebten Rückgriff auf die sog. Politische Ökonomie. Letztere ist u.E. ein „Fach“, das gegenüber der traditionellen politischen Theorie und Soziologie fast keine relevanten neuen Erkenntnisse gestiftet hat. Seine Beliebtheit unter Ökonomen verdankt sich u.E. hauptsächlich dem Umstand, dass es eine bequeme Entschuldigung dafür liefert, auf ein umfangreiches Lektürepensum zu verzichten, also gewissermaßen einen Vorwand für Ignorantentum. Der eingangs zitierte Hayek gehörte einer Ökonomengeneration an, in der politische Theorie noch rezipiert wurde.

<sup>4</sup> Die Gründung des EZB unterstellte eigentlich, dass die Wirtschaftspolitik ohne nennenswerten Schaden ausgerechnet auf ihre zwei wirksamsten Instrumente verzichten kann, die Geld- und die Wechselkurspolitik. Diese Unterstellung ist umso erstaunlicher, als die Betreiber des Projekts, allen voran der französische Präsident Mitterand, ja ansonsten nicht eben als Vertreter eines lupenreinen

Mit diesem Desiderat der Entpolitisierung wird nicht in Abrede gestellt, dass eine Zentralbank die Wirtschaftspolitik der Regierung schlechterdings nicht konterkarieren kann und auf ihre Unterstützung angewiesen ist.<sup>5</sup> Die so viel beschworene verrechtlichte Unabhängigkeit der Notenbank bedeutet in der Realität nicht so viel, wie man in Deutschland zu glauben pflegt. Im wirklichen Sozialleben gibt es keine Unabhängigkeit, sondern nur unterschiedliche Grade und Richtungen der Abhängigkeit. Verrechtlichung kann bestimmte Abhängigkeit reduzieren und andere spezifizieren, und darin liegt ein bedeutender Vorteil, aber das setzt voraus, dass Politik und öffentliche Verwaltung sich einigermaßen an das Recht gebunden fühlen. Das mag in Deutschland vielerorts so sein, aber diesbezüglich ist es in der EU eher die Ausnahme als die Regel, was in Deutschland leider oft ignoriert wird. In Deutschland pflegt man ein erstaunliches Ignorantentum gegenüber den Ländern, mit denen wir durch das Europrojekt in eine Schicksalsgemeinschaft eingetreten sind, in der wir obendrein der größte Haftungsträger sind. Die Radikalität und Tragweite dieses Einschnitts wurde weithin nicht erkannt, auch nicht in akademischen Kreisen. Nur deswegen konnte man sich in Deutschland der geradezu lächerlichen Illusion hingeben, dass ein Vertragswerk wie das von Maastricht reale Bedeutung entfalten könnte. Dass die formale Unabhängigkeit der Notenbank keinen verlässlichen Schutz vor Inflation bietet, gilt, wie man durchaus wissen kann, immer und überall, auch im Rechtsstaat. In den USA und der Bundesrepublik Deutschland konnte die Inflation der 1970er Jahre in den frühen 1980ern nur deswegen besiegt werden, weil dies auch auf der Linie der Reagan-Präsidentschaft und der Kohl-Regierung lag. Wir hatten in der Bundesrepublik von 1970 bis 1982 durchaus ein Inflationsproblem, wenn auch kein so schwerwiegendes wie die USA, aber in diesen 13 Jahren kam es trotzdem beinahe zu einer Verdoppelung des Preisniveaus. Die Unabhängigkeit der Bundesbank konnte uns davor nicht schützen, sondern nur Schlimmeres verhindern. 1983 flaute die Inflation ab<sup>6</sup>, aber das ist nur mehr für die Älteren unter uns noch miterlebte Wirtschaftsgeschichte. Auch deswegen kann es heute viel leichter zu einer neuen Inflation kommen als vor 20 Jahren. Die Erinnerung an Inflation ist verblasst.

---

Wirtschaftsliberalismus bekannt sind. Mitterand wusste wohl nicht, was er tat, und wollte es vielleicht auch nicht wissen. Den Rat der Volkswirtschaftslehre kann er nicht ernstlich gesucht haben.<sup>5</sup> Vgl. hierzu Schönfelder (2020, S. 368f.).

<sup>6</sup> Weil der Zeitraum mit SPD-Kanzlerschaften zusammenfällt, sei erwähnt, dass die Grundlagen für diese Inflation schon unter der Kiesinger-Regierung, also der großen Koalition und damit unter Mitwirkung der CDU und des Finanzministers Franz Josef Strauß gelegt wurden. Es kam zu einer Verfassungsreform, die besser unterblieben wäre.

Sie kommt fast so unerwartet wie 1914. Eben deswegen verspricht sie, fiskalisch ergiebig zu sein.

Die Corona-Krise hat die Rolle eines Zeitraffers gespielt. Sie hat für ein schlagartiges Anziehen des finanzpolitischen Problemdrucks gesorgt, wie wir es sonst nur allmählich im Laufe dieses Jahrzehnts als Demographiefolge erlebt hätten. Wir hätten das Problem noch jahrelang vor uns herschieben können. Das geht jetzt kaum mehr, aber die deutsche öffentliche Meinung hat dies noch nicht so recht wahrgenommen. Die Inflation könnte das rapide ändern, vermutet der Durchschnittsbürger hinter einer Inflation doch Staatsschuldenprobleme und das stimmt zwar nicht immer, aber recht oft. Durch die Coronakrise hat der Schuldenstand in den USA und in den meisten Eurozonenländer Ausmaße angenommen, die eine inflationistische Lösung schon jetzt und nicht erst gegen 2030 politisch attraktiv machen.

In den USA ist sie schon deswegen attraktiv, weil sich ungefähr ein Drittel aller US-Bundesschulden und ungefähr die Hälfte aller USD-Banknoten in den Händen von Nichtamerikanern befindet. Die Kehrseite der inflationären Teilentschuldung ist natürlich eine inflationäre Teilenteignung der Gläubiger, aber soweit das Ausländer sind, haben die noch nicht einmal ein Wahlrecht. Solange es keine galoppierende Inflation ist, wird durch die inflationäre Lösung auch nicht die Weltgeldstellung des Dollars gefährdet, weil weder der Euro noch der Renminbi eine ernsthafte Konkurrenz darstellen.

Eine Qualifikation der Inflation als politisch attraktiv impliziert nicht, dass sie populär ist. Das ist sie nie. Nur sind eben alle in Frage kommenden Alternativen noch weniger populär.<sup>7</sup> In Europa wären das vor allem Ausgabenkürzungen, wohingegen die USA sich in der glücklichen Lage befinden, dass es dort bei den Steuern noch viel Luft nach oben gibt, man das Staatsschuldenproblem durch Steuererhöhungen beseitigen könnte und auch nachher noch

---

<sup>7</sup> Eine vor allem in Italien diskutierte Alternative ist ein Forderungsverzicht der Notenbanken gegenüber den Mitgliedsländern der Eurozone. Man könnte diese Forderungen zulasten des bilanziellen Eigenkapitals dieser Notenbanken abschreiben, das damit auch tatsächlich weg wäre. Stattdessen würden sie eine Unterbilanz ausweisen. Man mag argumentieren, dass man damit nur die Realität anerkennen würde: Das bilanzielle Eigenkapital der Bundesbank ist schon verloren, aber der Verlust nur eben noch nicht verbucht. Aber dies wäre eine sehr unpolitische Sicht der Dinge. Ein solcher Forderungsverzicht wäre ein Medienereignis ersten Ranges und der damit verbundene Streit um die Lastenverteilung ebenso lautstark wie endlos. Dies wäre vermutlich der schnellste Weg zur definitiven Sprengung der Eurozone. Das dürfte man in Frankreich derzeit nicht ernstlich wollen. Allerdings könnte beispielsweise eine Präsidentin Le Pen darüber anders denken – und die französischen Präsidentschaftswahlen zur Schicksalsstunde des Euro werden.

eine viel geringere Steuerbelastung hätte als in Kontinentaleuropa. Gemäß der CBO-Projektion<sup>8</sup> ließe sich das Problem der amerikanischen Bundesschulden lösen (im Sinne einer dauerhaften Stabilisierung der Schuldenquote), wenn man den BNE-Anteil der Bundeszwangsabgaben von läppischen 17 % des BNE auf gut 20 % anheben würde. Die Rede von Zwangsabgaben statt von Steuern, weil die Beiträge zu den Sozialversicherungen des Bundes mitenthalten sind. Eine Anhebung der Mineralölsteuer auf europäisches Niveau würde diesen Ausgleich schon zu ungefähr zwei Dritteln bewirken. Aber dafür plädieren nur politische Außenseiter, weil das genauso unpopulär wäre wie eine Kürzung von Sozialausgaben. Die inflationistische Lösung ist für die Biden-Administration auch deswegen politisch attraktiv, weil die Wohnungseigentümerquote in den USA seit 2015 wieder recht merklich (von 63,5 auf 65,8 % des Wohnungsbestandes) angestiegen ist. Sie hilft bei der Abzahlung der Hypotheken und der Students' Loans. Weil die Reserveoption von Steuererhöhungen verbleibt, ist die amerikanische Bundesschuld anders als in Europa abgesehen vom Inflationsrisiko sicher und nominal nicht ausfallgefährdet. Dazu kommt in den USA der Vorteil einer politisch handlungsfähigen Unionsebene, die es anders als in der Eurozone erleichtert, die inflationäre Lösung mit so viel Konsequenz durchzuziehen, dass sie eine kräftige Wirkung entfaltet. Politisch attraktiv bedeutet natürlich nicht volkswirtschaftlich empfehlenswert. Auch eine trabende Inflation verursacht bereits hohe wirtschaftliche und soziale Kosten. Die Inflation geht meist vor allem zu Lasten der unteren Mittelschicht und bedroht sie mit sozialem Abstieg. Das betrifft vor allem die Altersvorsorge, weil Inflation private Vorsorgebemühungen oft vereitelt.

Die zwei markantesten Eurozonen-Schuldengeschichten, die griechische und die italienische, vermitteln wenig Grund zu der Hoffnung, dass sich das Problem nichtinflationär lösen lassen könnte. In der Eurozone ist die Frage eher, ob die Inflation schnell genug sein wird, um Italien so stark zu entlasten, dass das Problem nicht binnen weniger Jahre zurückkehrt. Ein kurzer Rückblick: Beim offenen Ausbruch der seit langem schwelenden griechischen Schuldenkrise im Jahre 2010 lagen die Schulden bei 160 % des BNE. Danach kam es zu dem Versuch, diese Schulden unter anderem durch einen Schuldenschnitt zu reduzieren, der aber nur die nichtstaatlichen Gläubiger betreffen sollte. Das führte nicht weit, weil das vor allem

---

<sup>8</sup> CBO ist eine Behörde, die den amerikanischen Kongressabgeordneten finanzpolitische Informationen zur Verfügung stellt, so dass sie weniger als in Deutschland auf die naturgemäß einseitigen und lückenhaften Ausführungen des Finanzministers angewiesen sind, der seine Politik in rosigem Licht darstellt. CBO achtet auf Überparteilichkeit und Objektivität.

die griechischen Banken und Versicherer waren und die musste man im Anschluss rekaptalisieren – sonst wären sie samt und sonders untergegangen. Das geht natürlich nicht. Heute liegen die griechischen Schulden bei 210 %. Genau dasselbe Problem, nur in ganz anderen Dimensionen, würde sich in Italien stellen, wenn der italienische Staat die Zahlungen einstellte. An der italienischen Staatsschuldensaga ist bemerkenswert, wie lange sie schon läuft. Bis 1982 hielt sich die Verschuldung des italienischen Staates mit weniger als 60 % der italienischen Wirtschaftsleistung auf einem Niveau, das man als unproblematisch erachten kann. Die Expansion von 60 auf 88% vollzog sich unter der Regierung Craxi in nur fünf Jahren.<sup>9</sup> Von diesem Niveau kam Italien nie wieder herunter. Eine Lösung des italienischen Schuldenproblems rückte in den letzten vier Jahrzehnten nur einmal in den Bereich des Vorstellbaren, nämlich bei Renzis Versuch einer Verfassungsreform, der dann aber vom Volk per Referendum verworfen wurde. Renzis Bemühungen waren so heroisch, dass die Entmutigung durch den letztlichen Misserfolg wohl auf lange Zeit nachwirken wird. Die griechische Staatsschuld lag 1981 noch bei unglaublich soliden 21 % der Wirtschaftsleistung, 1992 hingegen schon bei 115 %. Auch hier wurde in kurzer Zeit ein riesiger Schuldenberg aufgetürmt, von dem man nicht mehr herunterkam. Für diese Schuldensagas, aber beispielsweise auch für Frankreich ist charakteristisch, dass es sozusagen keinen Rückwärtsgang gibt.<sup>10</sup> Die Schuldenquote ging seit langem nicht mehr nennenswert zurück, auch nicht in wirtschaftlich guten Zeiten. Die BR Deutschland fuhr in den 1980er hingegen im Rückwärtsgang, wenn auch langsam. Das hätte auch ab 2012 wieder geschehen können, zumal sie ab diesem Jahr ein goldenes Zeitalter durchlebte, in dem die Steuerquellen nur so sprudelten. Tatsächlich war die Reduktion der Schuldenquote, die in diesem Zeitraum erfolgte, aber eine Scheinkonsolidierung, ja ein Täuschungsmanöver, kam es doch gleichzeitig zu neuen Leistungszusagen im Bereich der Sozialsysteme wie etwa der Renten- aber auch der Pflegeversicherung, und das in einer Größenordnung, die

---

<sup>9</sup> Getragen war sie vor allem von sozialpolitischen Großzügigkeiten, durch die sich Craxi eine für italienische Verhältnisse ungewöhnlich lange Regierungszeit erkaufte. Craxi zweifelhafter Ruf verdankt sich aber nicht so sehr dieser Fehlleistung (obwohl sie eigentlich die gravierendere ist), als dem Umstand, dass er 1994 bei der Antikorruptionskampagne der italienischen Staatsanwaltschaft (mani pulite) in schwere Bedrängnis geriet und sich dem Zugriff der italienischen Justiz durch Flucht nach Tunesien entzog. Dort starb er 6 Jahre später eines natürlichen Todes.

<sup>10</sup> Frankreich baute unter de Gaulle letztmals signifikant Staatsschuld ab. Die Schuldenquote stieg unter seinen Nachfolgern wieder an, aber bis 1980 nur langsam. Sie lag beim Amtsantritt von Mitterrand noch bei paradiesisch anmutenden 20%.

offenkundig unbezahlbar ist.<sup>11</sup> Opposition dagegen hat man nicht viel gesehen. Auch Deutschland ist damit zu einem Land des Schuldenleichtsinn geworden, das wenig Anlass hat, über Italien die Nase zu rümpfen.<sup>12</sup> Aus Gründen, auf die zurückzukommen ist, ist diese Bemerkung nicht als Vorwurf gemeint.

Bei der Verschuldung des Staates gegenüber seinem Bürger gibt es zwei Schranken. Die erste besteht darin, dass für Staatsschulden meist Zinsen gezahlt werden müssen und diese Zinszahlungen zumindest ab einem gewissen Punkt nicht mehr vollständig durch Neuverschuldung refinanziert werden können. Ein Schneeballsystem geht auch für den Staat nur ausnahmsweise, nicht auf Dauer und schon gar nicht im großen Stil. Der gewisse Punkt hat mit der zweiten Schranke zu tun. Die erste Schranke beruht letztlich darauf, dass die Zwangsabgabenquote 50 % des Bruttonationaleinkommen nicht überschreiten sollte. Ein Versuch darüber hinaus zu gehen, führt zu derart starken Wachstumseinbußen, dass er schon in der mittleren Frist das vereitelt, was er ermöglichen soll, nämlich die Refinanzierung der Staatsschuld. Eine Staatsverschuldung in Höhe von 200 % der Wirtschaftsleistung bedeutet bei einem Zins von 5 %, der aus dem Steueraufkommen zu zahlen ist, dass ein Fünftel der maximalen Steuereinnahmen bereits weg ist, bevor der Staat noch irgendetwas anderes getan oder bezahlt hat. Das ist kaum erträglich und schon gar nicht bei der heutigen Struktur der öffentlichen Ausgaben, in denen durch Leistungsgesetze festgeschriebene Sozialausgaben dominieren und die diskretionären und investiven Ausgaben beinahe schon zur Restgröße zusammengeschrumpft sind. Diese erste Schranke der Staatsverschuldung wurde in den letzten 10 Jahren temporär außer Kraft gesetzt und zwar vor allem durch eine erhebliche Veränderung im Verhalten der wichtigsten Zentralbanken, die sog. unkonventionelle Geldpolitik. Dies hat den Schuldenleichtsinn gefördert.

Eine zweite Grenze der Staatsschuld beruht darauf, dass diese Schuld zwar zum großen Teil, aber eben nicht nur über Zwangsanleihen aufgenommen wird. Gesetzliche Renten-, Kranken- und Pflegeversicherungsbeiträge sind der Sache nach Zwangsanleihen und haben mit anderen Zwangsanleihen gemein, dass der Gläubiger nicht so genau weiß, wieviel er wann zurückerhalten wird. Die Qualifizierung als Zwangsanleihe ist nicht als Polemik gedacht, sondern weil sie sachlich zutreffend ist. Nur die nicht als Zwangsanleihen ausgegebenen

---

<sup>11</sup> Vgl. Raffelhüschen (2021).

<sup>12</sup> Vgl. hier zu Bundesrechnungshof (2020).

Staatsschulden müssen sich auf die Suche nach Käufern machen, die sie freiwillig zu zeichnen bereit sind. Die Käufer müssen also willens sein, einen Teil ihres Vermögens in dieser Form zu halten. Diese privaten Vermögen belaufen sich unter Einschluss der Ansprüche gegen die Sozialversicherung, also der auf Rückzahlung der Zwangsanleihen, auf das Sieben- bis Achtfache der jährlichen Wirtschaftsleistung. Die Ansprüche gegen die Sozialversicherung machen zwischen 30 und 50 % dieser privaten Vermögen aus. Nun ist es ein elementarer Grundsatz aller Vermögensverwaltung, dass man nicht sein ganzes Geld einem einzigen Verwalter anvertrauen, sondern die Risiken durch Streuung mindern soll. Nachdem die Bürger unfreiwillig mindestens ein Drittel ihres Vermögens ihrem Staat anvertrauen, sollte man sich darüber wundern, dass sie demselben Verwalter freiwillig noch mehr anzuvertrauen bereit sind. Das ist eigentlich hochriskant und ruft nach einer entsprechenden Risikoprämie. Dementsprechend können die Zinsen auf Staatsschuld sehr hoch steigen. Man muss sich staunen, wie die Staaten so hohe Schulden aufhäufen konnten wie sie heute fast durchweg vorliegen. Man hat eigentlich schon immer gewusst, dass der Staat ein schlechter Schuldner ist. Das war bereits den Fuggern und Welsern bekannt. Dass der Staat ein unzuverlässiger Schuldner ist, liegt daran, dass diese Kreditbeziehung außer in Kleinstaaten (wenn sich diese im Ausland verschulden) durch eine starke Übermacht des Schuldners über den Gläubiger gekennzeichnet ist. Mit einem solchen Schuldner will man normalerweise nichts zu tun haben. Wenn er keine Lust mehr hat zu zahlen, kann der Gläubiger meist wenig ausrichten. In der Demokratie kann er allenfalls die Regierung abwählen. Bei der Sozialversicherung nützt das etwas, wenn die Zahl der geprellten Anspruchsberechtigten groß genug ist, dass sie die Wahl entscheiden können. Aber die Lage der freiwilligen Gläubiger wird dadurch nur noch schlechter.

Im Verfassungsstaat dient die Verfassung vor allem dem Zweck, den Bürger vor dem Staat zu schützen, und das umfasst eigentlich auch den Schutz des Gläubigers Bürger vor dem Schuldner Staat. England fand nach der glorious revolution dafür eine funktionsfähige Lösung und dies ermöglichte seinen Aufstieg zur führenden Weltmacht des 19. Jahrhundert. Der entscheidende Schritt zur Demontage dieses Arrangements erfolgte im Jahre 1911<sup>13</sup>. Seitdem wurde im Bereich des Verfassungsrechts vieles versucht, um die staatliche Schuldenaufnahme zu begrenzen und den Bürger als Gläubiger zu schützen – funktioniert hat anscheinend so gut

---

<sup>13</sup> Dies geschah durch den Parliament Act. Zur Geschichte der englischen Finanzverfassung vgl. Calomiris und Haber (2014, S. 106).

wie nichts. Schon die Weimarer Verfassung enthielt einen Artikel, der einen derartigen Schutz verhielt. Wenn er etwas genützt hätte, hätte die Große Inflation von 1923 nicht stattfinden können. Die Justiz und die Verfassungsgerichte haben sich fast stets davor gedrückt, derartige Artikel so auszulegen, dass sie tatsächlich etwas bewirkten. Vermutlich wird es mit der neuesten deutschen Generation derartiger Verfassungsschranken, den sog. Schuldenbremsen, genauso laufen. Bisher hatten sie noch keine echte Bewährungsprobe zu bestehen, aber nach Covid steht diese Probe an. Es darf als sicher gelten, dass man genügend Wege finden wird, sie nahezu unwirksam zu machen.<sup>14</sup> Verfassungsjuristen mögen prinzipiell dazu in der Lage sein, Verfassungsartikel zu schreiben, die die Staatsverschuldung effektiv beschränken, aber der Verfassungsgeber baut dann regelmäßig Schlupflöcher ein. Ein gutes Beispiel hierfür sind die US-Gliedstaaten, die trotz einer in Europa schwer vorstellbaren Strenge ihrer Schuldengrenzen doch ihre Schlupflöcher gefunden haben.<sup>15</sup>

Eine beispielsweise mit luhmannschen Theoriemitteln begründbarer Ausgangspunkt unserer weiteren Analyse ist, dass Appetit und Kreativität demokratischer Politik schlechtgerdings unbegrenzt sind, wenn es um die Findung und Erfindung von Anlässen zum Geldausgaben geht. Anders als die Wirtschaft ist vollständig demokratisierte Politik auf Ressourcenverbrauch geeicht und auf dem Gebiet der Vorsorge für künftige Knappheitslagen gänzlich unbegabt. Dass ein verfassungsrechtlicher Gehalt seit dem frühen 20. Jahrhundert fehlt, hat das Überleben dieser Demokratie nur deswegen nicht gefährdet, weil die Autokratie dasselbe ungelöste Problem hat. Sie agiert nur dann finanzpolitisch nachhaltig, wenn der Autokrat das nötige Einsichtsvermögen hat und fest genug im Sattel sitzt. Das kommt vor, ist aber eine Ausnahme. Die berühmteste Ausnahmeerscheinung dieser Art war im 20. Jahrhundert Josef Stalin und seine Nachfolger haben dann bewiesen, dass er eine Ausnahme war.

Da die Demokratie kein funktionsfähiges rechtliches Korrektiv gegen den Schuldenleichtsinn entwickelt hat, bleibt als Gehalt nur das Misstrauen der Finanzmärkte gegenüber dem Schuldner Staat. Die zentrale These dieses Aufsatzes ist, dass dieser Gehalt der Finanzmärkte durch eine Inflation gestärkt und beflügelt wird. Eine Inflation erhöht die Nominalzinsen. Die erwartete Inflation wird über die Nominalzinsen vorweggenommen, und damit erhöht sich das sog. Roll-over Risiko, das Umschuldungsrisiko. Im Unterschied zu

---

<sup>14</sup> Wie der Bundesrechnungshof (2020) gezeigt hat, sind derartige Wege auch schon gebahnt.

<sup>15</sup> Das ist dort vor allem die Alters- und Krankenversorgung der Staatsangestellten.

privaten Schuldnern tilgt der Staat seine Schulden fast nie. Stattdessen wälzt er sie vor sich her. Er zahlt die fälligen Schulden, indem er neue aufnimmt. Das Risiko liegt darin, dass dieser Roll-over scheitern kann oder nur zu sehr ungünstigen Bedingungen gelingt, so dass plötzliche Sparbemühungen nötig werden. Das ist sozusagen der Alptraum des Finanzministers. Diese Träume gilt es zu vermehren und dafür sorgt die Inflation, sobald sich Inflationserwartungen verfestigt haben. Insofern hat die jetzt angelaufene Inflation auch ihr Gutes, jedenfalls solange es bei einer trabenden Inflation bleibt. Diese These lässt sich in die luhmannsche Theorie einordnen. Luhmann zufolge benötigt demokratische Politik eine strukturelle Kopplung an die Finanzmärkte, damit das nötige Mindestmaß an Anpassung an wirtschaftliche Tatsachen aufrechterhalten werden kann und die Demokratie nicht zur Selbstzerstörung tendiert. Die strukturelle Kopplung wird durch eine moderate Inflation intensiver und wirksamer. Unsere Vermutung ist, dass diese Intensivierung in der Spätphase des Wohlfahrtsstaates unabdingbar wird und sich auch tatsächlich einstellen dürfte. In Abwandlung einer Formel, die Bronfenbrenner in den 1950er Jahren prägte, könnte man auch sagen: Bronfenbrenner hatte behauptet, die Inflation sei ein social mollifier. Das wird hier entschieden bestritten. Stattdessen ist sie ein fiscal hardifier und genau deswegen wird sie in der Dekadenzphase des Wohlfahrtsstaates benötigt. So gesehen war der Sieg über die Inflation, der in den USA, dem Vereinigten Königreich und der BR Deutschland in den 1980er Jahren – und nachfolgend dann auch in Frankreich - errungen wurde, zumindest zum Teil ein Pyrrhussieg und es wäre besser gewesen, wenn er nicht so total ausgefallen wäre.

Vor einem völlig anderen Theoriehintergrund und mit einer anderen Begründung plädiert mithin auch dieser Aufsatz für eine Empfehlung, für die sich viele Ökonomen ganz unterschiedlichen Couleurs ausgesprochen haben: Das Inflationsziel der Zentralbanken sollte von unter, aber nahe bei 2% auf 2 bis 4 % angehoben werden. Das würde der sog. unkonventionellen Geldpolitik die Legitimationsgrundlage entziehen. Wenn sie verschwände, wäre die Unterscheidbarkeit von Geld- und Fiskalpolitik wiederhergestellt, die durch die unkonventionelle Geldpolitik verloren ging. Das würde es erleichtern, zumindest Zentralbanken wie die Fed oder die Bank of England – nicht aber die EZB, sie ist diesbezüglich vermutlich ein hoffnungsloser Fall - wieder zu entpolitisieren und sie damit befähigen, die

Rolle von sekundären strukturellen Kopplungen im Sinne von Luhmann auszufüllen<sup>16</sup>. Der Rest dieses Aufsatzes liefert eine partielle Abstützung dieser These.

Die Behauptung, dass sich der Staat unbegrenzt verschulden könne, wird gar nicht selten mit dem Sophismus begründet, dass wir uns damit ja nur bei uns selbst verschulden. Das wäre nur richtig, wenn wir alle kinderlos wären und gleich lange lebten wie unser Staat, alle gleich viel Staatsschuld hielten und gleich viel Steuern zahlten. Dann würde, wenn Zinsen auf die Staatsschuld gezahlt werden, an jeden einzelnen immer nur das ausgezahlt, was er in seiner Eigenschaft als Steuerzahler gerade beim letzten Steuertermin dahingegeben hat, und würde eine Streichung der Staatsschuld nur diesen nutzlosen Kreislauf beenden und ansonsten nichts verändern.<sup>17</sup> Weil diese Bedingung nicht erfüllt ist, besagt das Wir nichts. Gewiss ist es bei jedem Schuldverhältnis, auch jedem privaten, möglich, Schuldner und Gläubiger gedanklich zu einem Wir zusammenzufassen. Wo ein Schuldner ist, ist auch ein Gläubiger. Die Aussprechbarkeit des Wir bedeutet mitnichten, dass die Schuld für den Schuldner kein Problem darstellt und ihn in seinen Möglichkeiten nicht beschränkt. Statt dem Schuldner kann es allerdings auch der Gläubiger sein, für den die Schuld zum Problem wird, weil er erkennen muss, dass er sein Geld nicht zurückbekommt. Bei der Staatsschuld ist letzterer Fall der typische. Sie ist für den Gläubiger ein größeres Problem als für den Schuldner, obwohl der auch nicht ungeschoren davonkommt.

Zahlungsfähigkeit hat ebenso wie Zahlungsunfähigkeit Züge einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung. Wenn einer als zahlungsfähig gilt und sich deswegen jederzeit Geld ausleihen kann, dann ist er es auch. Für den Zahlungsunfähigen gilt mutatis mutandis dasselbe. Der immer mögliche Umschlag der ersteren Prophezeiung in die letztere vollzieht sich bei der Staatsschuld viel leichter und schneller als es bei privaten Schulden der Fall ist, jedenfalls in Ländern mit einigermaßen funktionierendem bürgerlichen Recht. Wenn es das gibt, kann der Gläubiger bei Nichterfüllung auf das Vermögen des Schuldners zugreifen. Beim Staat fehlt diese Durchgriffsmöglichkeit fast völlig. Seine Zahlungsfähigkeit beruht vorwiegend auf vom Recht nicht wirksam abgestützten Erwartungserwartungen, auf Erwartungen, die sich auf die Erwartungen anderer Leute beziehen, über die man wenig weiß. Das ist eine einsturzgefährdete Konstruktion. Eben deswegen ist der Staat ein schlechter Schuldner. Die

---

<sup>16</sup> Schönfelder (2020, S. 368).

<sup>17</sup> Wegen einer vortrefflichen Darstellung dieser und einiger anderer Erkenntnisse der ökonomischen Staatsschuldtheorie, auf die hier zurückgegriffen wird, vgl. Konrad und Zschäpitz (2012).

Möglichkeit umschlagender Erwartungen ist es, was das Roll-over Risiko so brisant macht und dazu führt, dass Staaten fast immer schon versucht haben, sich relativ langfristig zu verschulden, obwohl das erheblich mehr kostet.<sup>18</sup> Wenn der Staat in die Nähe des Umschlagpunktes kommt, zeigt sich dies zunächst an einem rapiden Anstieg der Zinsen, die er bei jeder Neuemission zahlen muss.

Um nicht in die Nähe eines solchen Umschlagpunktes zu kommen, hat man in vielen Ländern und zumal in der Eurozone neue Staatsschulden auch schon vor der Corona-Krise, aber erst recht danach, zu einem beträchtlichen Teil gar nicht direkt an den Bürger verkauft, sondern sie landeten häufig in den Bilanzen der Banken und Zentralbanken. In der Eurozone spielt das eine viel größere Rolle als in den USA und sie hat das auch viel dringender nötig. Im Fall der Fed beliefen sich die Bestände an Bundesschuldtiteln in ihrer Bilanz vor der Finanzkrise, also 2007, auf ca. 800 Milliarden USD. Das war bei einer (um die Inanspruchnahme bei den trust funds seiner Sozialwerke bereinigte) Verschuldung des Bundes in Höhe von ca. 5400 Mrd. USD oder ca. 40% der damaligen Wirtschaftsleistung. Das war ein geringer Schuldenstand. Der große Schuldentrouble kam erst nach 2007, aber die Zeitbomben, die ihn hervorbrachten, waren 2007 längst gelegt. Im März 2021 hielt die Fed ca. 5000 Mrd. USD Schuldtitel des amerikanischen Bundes bei einer bereinigten Verschuldung des Bundes von 23 000 Mrd. USD. Das entsprach ca. 115 % der US-Wirtschaftsleistung. Ab 2008 war der Finanzierungsbeitrag der Fed zur Neuverschuldung des Bundes erheblich größer als zuvor. In der Coronakrise erreichte er fast 100%. Dass sich diese Neuerungen bis unlängst nicht inflationistisch ausgewirkt haben, lag daran, dass die Gegenposition auf der Passivseite der Fed-Bilanz, dramatisch erhöhte Einlagen der Geschäftsbanken, recht wenig dazu genutzt wurde, zusätzliche Kredite zu vergeben. Die Banken ließen das Geld bei der Fed liegen, zumal die relativ attraktive Zinsen zahlte. Hätten sie stattdessen diese Kreditvergabespelräume genutzt, hätte die dadurch ermöglichte kreditfinanzierte Mehrnachfrage nach Gütern zu starken Preiserhöhungen geführt.<sup>19</sup> Bei der Betrachtung der USA ist es angemessen, sich auf die

---

<sup>18</sup> Greenwood et alii zeigen am Beispiel des amerikanischen Bundes, dass die Mehrkosten alles andere als unbedeutend sind. Sie rechnen ein kontrafaktisches Szenario durch, in dem sich der amerikanische Bund seit 1952 ausschließlich über dreimonatige T-Bills finanziert hat. Wegen seiner relativ geringen Schuldenquote wäre dies bis vor einigen Jahren ohne weiteres möglich gewesen. Ihnen zufolge wäre die Schuldenquote im Jahre 2012 dann um ca. 17 % des amerikanischen BIP niedriger ausgefallen! Wir reden von einem vierstelligen Milliardenbetrag. Vgl. Greenwood et alii (2014, S. 40).

<sup>19</sup> Zusage Seghezza und Morelli (2020) war zumindest in den USA die geringe Kreditnachfrage (und nicht etwa der Einlagenzins der Fed) der Hauptgrund, warum der Geldschöpfungsmultiplikator auf

Bundesschulden zu beschränken. Dies liegt daran, dass sie seit Thomas Jefferson keine Schuldenunion mehr sind: Es gibt keinen bail-out der Gliedstaaten durch den Bund oder der Kommunen durch den Gliedstaat. Die bei den Geschäftsbanken untergebrachten Staatsschulden können wir im Fall der USA weitgehend vernachlässigen, weil sie dort nicht mehr sonderlich bedeutend sind. Maßgeblich dafür war der Absturz der mit Bundesbürgschaften ausgestatteten Quasihypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac in der Finanzkrise. Zuvor generierten die in großem Stil latente Staatsschulden.

Wenn wir uns der Eurozone zuwenden, empfiehlt es sich hingegen, die Schulden der Fisci aufzuaddieren. Die Eurozone ist heute eine Schuldenunion aus Schuldenunionen, also eine Schuldenunion zweiten Grades. Der zweite Grade wurde ihr nicht die Wiege gelegt, aber hat sich seit 2007 etabliert und verfestigt. Deswegen waren die obigen Anmerkungen über den neuen deutschen Schuldenleichtsinn kein Vorwurf. In der Schuldenunion gilt eine spezielle Version des Beamtenmikado: Wer zuerst spart, hat verloren. Wer spart, hat das Spiel nicht verstanden.<sup>20</sup> Darüber, für welchen Teil dieser Staatsschulden die EZB Gläubiger ist, gibt es keine regelmäßigen offiziellen Veröffentlichungen, aber es ist bekannt, dass es derzeit ca. 40 % sind. Aufschlussreicher als diese Zahl sind jedoch die Zahlen aus der in den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank zugänglichen Konsolidierte Bilanz der Monetären Finanzinstitute. Sie geben uns darüber Auskunft, welche Forderungen gegen die Fisci das Bankensystem der Eurozone unter Einschluss der EZB hält. Anders als in den USA empfiehlt es sich, auf diese Zahl zu schauen, weil der Geschäftsbankensektor in der Zone stärker politisiert und zu einem beträchtlichen Teil auch formell staatlich ist. Außerdem halten die Geschäftsbanken der Eurozone in einem unvergleichlich größeren Umfang Staatsschuldtitel. 2007 hielten die monetären Finanzinstitute in summa derartige Forderungen in Höhe von 2300 Mrd. Euro. Das waren damals schon mehr als ein Drittel aller Schulden der Eurozonenfisci. Die Schulden der

---

einem historisch niedrigen Niveau blieb. Wenn Inflationserwartungen aufkommen, erhöht sich die Kreditnachfrage, solange diese Erwartungen noch nicht in die Zinsen eingearbeitet sind. Dann dürften moderat höhere Einlagenzinsen nicht mehr ausreichen, um die Kredit- und Geldmengenausweitung zu verhindern.

<sup>20</sup> In der Terminologie von Konrad und Zschäpitz (2012, S. 57) könnte man auch sagen: Sie haben erkannt, dass sie in das Samariter-Dilemma geraten sind. Der eigentümliche Mix aus Konsolidierung des Bundeshaushalts und Ausgabenfreude im Bereich der Sozialversicherung, so unsinnig er aus ökonomischer Sicht ist – die ökonomische Sicht würde es nahelegen, den vorübergehenden Geldsegen für Investitionen zu nutzen und da gibt es in Deutschland viel zu tun - erhält vor diesem Hintergrund ebenfalls eine politische Funktion. Die Intransparenz der Sozialsysteme ermöglicht es, den deutschen Wähler über den Kurswechsel zum Finanzleichtsinn hinwegzutäuschen.

Eurozonenfisci beliefen sich damals auf 66% der Zonenwirtschaftsleistung. Sie waren im Zonendurchschnitt mithin noch nicht besorgniserregend hoch, aber sehr ungleichmäßig verteilt. Im Februar 2021 hielten die Finanzinstitute 6000 Mrd. Euro der inzwischen auf über 11000 Mrd. Euro und damit ca. 100 % der Zonenwirtschaftsleistung angeschwollenen Staatsschuld. Der Anteil dieser Schuld, bei dem Nichtbanken als Erstgläubiger firmieren, ist schon vor Corona geschrumpft. In der Coronakrise wurde die gesamte Neuverschuldung von der EZB aufgekauft. Die parallel dazu expandierende Passivposition in der EZB-Bilanz ist inzwischen auf fast 4000 Mrd. Euro angeschwollen. Sie ist einer der Gründe für Inflations Sorgen, ist das doch Geld, das die Banken für Kreditvergabe nutzen könnten und bei einem Anstieg der Inflation oder der Kreditzinsen auch nutzen würden, statt es unverzinslich oder zum Teil sogar negativ verzinslich auf ihren Konten bei der EZB liegen zu lassen. Täten sie das, dann wäre das ein gewaltiger Impuls. Berücksichtigt man außer den bei den Finanzinstituten liegenden 6000 Mrd. Euro Staatsschuld noch die erheblichen Bestände an Staatsschuldtiteln, die die Versicherer unfreiwillig halten, sowie die, die von den in der Griechenlandkrise aufgelegten Rettungsfonds gehalten werden, wird deutlich, dass Privatanleger nur mehr einen relativ kleinen Teil aller Staatsschulden der Eurozone halten. Oder genauer gesagt: Sie halten sie nicht mehr direkt, sondern nur mehr vermittelt durch Banken u.ä.m. Auch der Autor dieser Zeilen hält italienische Staatsschuld, nämlich in seiner Eigenschaft als Kunde eines deutschen Lebensversicherers. Wenn ein Italiener bei einer italienischen Bank Geld auf der hohen Kante hat, hält er Staatsschuld, aber dies wird zum Teil einfach, zum Teil doppelt vermittelt. Letzterer Fall liegt vor, wenn die Bank Einlagen bei der EZB hält, weil denen auf der Aktivseite der EZB-Bilanz Staatsschuld gegenüberstehen. Diese Vermittlungen bewirken nicht nur eine Verschleierung, sondern solange es mit dem Roll-over gut geht, gewinnt der Letztgläubiger, der Sparer, dadurch mehr Sicherheit, ist es doch für den italienischen Staat schwierig, bei diesen Schulden einen Schuldenschnitt durchzuführen. Dies würde die italienische Kreditwirtschaft ruinieren und mit ihr auch die italienische Realwirtschaft. Aber wenn der Roll-over misslingt, wird aus diesem Mehr an Sicherheit der sichere Ruin der ganzen Nation. Das Mehr an Sicherheit im Erfolgsfall wird damit bezahlt, dass sich ein Misserfolg zur Katastrophe ausweitet. In der Volkswirtschaftslehre nennt man das den doom loop. Vor allem die Gefahr eines italienischen doom loop ist der Grund, warum es in der Zone zu Inflation kommen dürfte und man schon fast auf sie hoffen muss.

Von den Kritikern der Inflationsprognose wird geltend gemacht, dass die Preissteigerungen, die wir jetzt schon sehen können, auf temporäre Ursachen zurückzuführen sind, die sich im Laufe der Zeit wieder zurückbilden dürften. Allerdings stehen für die Zukunft viele weitere temporäre Ursachen bereit, nicht zuletzt die Klimapolitik, die als Kosten- und damit als Preistreiber fungiert, und die Deglobalisierung. Wenn es zu so etwas wie einem EU-Kohlendioxidgrenzausgleich kommen sollte, könnte dies einen regelrechten Handelskrieg entfesseln. Deglobalisierung bedeutet höhere Produktionskosten und damit auch Preise. Deglobalisierung wird schon allein deswegen kommen, weil die Globalisierung der letzten zwanzig Jahre vor allem eine Integration mit China war. Die VR China hat indes schon vor Jahren einen Kurswechsel in Richtung Desintegration und Xenophobie eingeleitet. Der hat die deutsche Exportwirtschaft nur noch nicht erreicht. Dieser Kurswechsel war eine politische Notwendigkeit, wenn man versuchen wollte, eine überlebte KP-Herrschaft unter Bedingungen hoher sozialer Komplexität beizubehalten und die Einrichtung eines Regierungs-Oppositions-Dualismus zu verhindern.<sup>21</sup> Ein unterschätzter Preistreiber besteht ferner darin, dass in den wohlhabenden Ländern die Pandemie vermutlich bald vorbei sein wird, wohingegen sie im Rest der Welt noch viele Jahre weitergehen wird. Dieser Rest der Welt fängt schon an der Ostgrenze der EU an, wenn nicht gar mitten in Polen. Das liegt an der unzureichenden Impfbereitschaft. Dieser Rest der Welt liefert mehr als die Hälfte der Weltindustrie- und Rohstoffproduktion. Während sich in den wohlhabenden Ländern die Investitionen und der Konsum kräftig erholen und es zu Nachholeffekten kommt, bleibt das Angebot zurück, weil im großen Rest der Welt Produktion und Transport weiterhin durch die Pandemie und ihre Bekämpfung gestört werden. Ohne diesen Rest der Welt geht heutzutage nicht mehr viel. Manche meinen, dass sich dank der unternehmerischen Initiative diese Angebotsengpässe relativ rasch entschärfen könnten, aber das ist sehr ungewiss. Dieser Initiative stehen nicht zuletzt solche Absurditäten wie das deutsche Lieferkettengesetz im Wege. Natürlich bedeutet eine Vielzahl von temporären Kosten- und Preisschüben nicht notwendigerweise Inflation. Entscheidend ist die Bildung und Verfestigung von Inflationserwartungen und die hängen, wie schon Hayek wusste, maßgeblich davon ab, ob die Zentralbanken dagegenhalten oder nicht, also ob sie ihre Leitzinsen rechtzeitig ausreichend erhöhen. Das kann die Fed nicht sehr gut und die EZB wohl gar nicht. Beide haben sich durch die sog. unkonventionelle Geldpolitik seit 2007 in eine Lage hineinmanövriert, in der jeder Versuch, die Inflation zu bremsen, unschwer

---

<sup>21</sup> Vgl. den Beitrag von Heribert Dieter in der NZZ 17.6.2021

zu einer Finanzkrise führen kann.<sup>22</sup> Davor warnen sie neuerdings auch selbst und vollkommen zu Recht.<sup>23</sup> Die Gefahr ist in der Eurozone vermutlich größer als in den USA, weil die US-Banken weniger Staatsschuldtitel halten und besser kapitalisiert sind. Aus diesem Dilemma kommt man zumindest in der Eurozone kaum anders heraus als durch eine inflationäre Entschuldung der Staaten und anderer hochverschuldeter Akteure. Erst dadurch würde die EZB ihre geldpolitische Handlungsfähigkeit zurückgewinnen. Das ist dann aber auch der Grund, warum wir für die nächsten Jahre eine galoppierende Inflation ausschließen können. Wenn der Galopp losgeht, schafft er selbst die Bedingungen für seine Beendigung.

Eine Zahl, die für die Beurteilung des staatsschuldenfressenden Potentials einer Inflation maßgeblich ist, ist die durchschnittliche Restlaufzeit der bestehenden Staatsschuld. In Italien wird sie derzeit auf 6,4 Jahre geschätzt. Die Zahl ist strategisch, weil nach dem Ausbruch einer Inflation die Zinsen für die Staatsschuldtitel, die neu auf den Markt kommen, steigen. Die Inflation wird eingepreist. Nur die beim Ausbruch der Inflation bereits bestehenden Schulden kann man inflationistisch entwerten. Wenn die Restlaufzeit 6,4 beträgt, bedeutet das, dass eine Verdoppelung des Preisniveaus binnen 6 Jahren den Realwert der Staatsschuld ungefähr halbieren würde. Dazu benötigen wir allerdings eine Inflation, die deutlich schneller ist als die der 1970er Jahre. Dass wir dieses Tempo erreichen werden, ist nicht sicher.

---

<sup>22</sup> Das ist nichts weniger als eine Überraschung, sondern wurde bereits in frühen Entwürfen dieser unkonventionellen Politik herausgearbeitet – und zwar zumeist als ein Vorteil dieser Politik benannt, auf der ihre Effektivität beruhte, mit der es letztlich aber anscheinend trotzdem nicht sonderlich weit her war. Man nannte dies ihren commitment-Effekt. Vgl. z.B. Illing (2018). Die Zentralbank stabilisiert die für die Zukunft erwarteten Nominalzinsen, indem sie sich in eine Lage hineinmanövriert, in der sie ihre Leitzinsen kaum mehr erhöhen kann. Die erste Probe auf die Stärke dieses Effekts war das sog. taper tantrum von 2013. Das Resultat überzeugte.

<sup>23</sup> Für die EZB vgl. den Financial Stability Review May 2021, veröffentlicht unter [ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202105-757f727e4.wn.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202105-757f727e4.wn.html)

## Literaturverzeichnis:

Bundesrechnungshof (2020): Bericht an den Haushaltsausschuss des Deutschen Bundestages nach § 88 Abs. 2 BHO. Feststellungen zur finanzwirtschaftlichen Entwicklung des Bundes – ein weiter Weg aus der Krise. Auf der Homepage des Bundesrechnungshofs veröffentlicht am 27.11.2020.

Calomiris und Haber (2014): Charles Calomiris und Stephen Haber: Fragile by Design. Princeton: Princeton University Press.

Greenwood et alii (2014): Robin Greenwood, Samuel Hanson, Joshua Rudolph, Lawrence Summers: Government Debt Management at the Zero Lower Bound. Hutchings Center Working Paper Sept 30.

Hayek (1960): Hayek, Friedrich: The Constitution of Liberty. Chicago: The University of Chicago Press.

Illing (2018): Gerhard Illing: The Limits of a Negative Interest Rate Policy. Credit and Capital Markets 51 (4) S. 561-585.

Konrad und Zschäpitz (2012): Kai Konrad und Holger Zschäpitz: Schulden ohne Sühne. München 2012.

Raffelhüschen (2021): Bernd Raffelhüschen: Altersvorsorge nach Corona. Diskussionsbeiträge. Forschungszentrum Generationenverträge Januar.

Schönfelder (2020): Bruno Schönfelder: Ein Luhmann-Leitfaden für Ökonomen. Berlin: Berliner Wissenschaftsverlag.

Seghezza/Morelli (2020): Elena Seghezza und Pierluigi Morelli: Why the money multiplier has remained persistently so low in the post-crisis United States? Economic Modelling 92, S. 309-317.