

Zwei ist die neue Null

Warum Zentralbanken einen Unterschied machen zwischen Preisstabilität und stabilen Preisen

Die Europäische Zentralbank zielt geradezu krampfhaft auf eine Inflationsrate von knapp 2%. Eine überzeugende Begründung, warum ausgerechnet diese Rate optimal sein soll, existiert aber nicht.

THOMAS FUSTER

Das oberste Ziel der meisten Zentralbanken ist die Sicherung der Preisstabilität. Ein solides und kalkulierbares Preisgefüge ist nicht nur unerlässlich für das Funktionieren einer Marktwirtschaft. Auch der soziale Friede eines Landes hängt davon ab, dass die Bürger auf die Werthaltigkeit des Geldes zählen können. Nirgendwo sonst hat sich diese Tatsache tiefer ins öffentliche Bewusstsein gebrannt als in Deutschland. Die rasante Geldentwertung etwa zu Zeiten der Weimarer Republik wirkt als nationales Trauma bis heute nach. Es ist daher kein Zufall, dass in Deutschland die Skepsis gegenüber der extrem expansiven Geldpolitik, wie sie seit Ausbruch der Finanzkrise beobachtet werden kann, besonders gross ist. Den offiziellen Beteuerungen, dass dieses Mal alles ganz anders sei und langfristig keine Hyperinflation mehr drohe, traut man denn auch nicht.

Inflation als Schmiermittel

Doch was ist Preisstabilität? Eine intuitive und ziemlich tautologisch anmutende Antwort würde lauten, dass sich die Preise stabil entwickeln, also weder steigen noch sinken. In der oft etwas erklärungsbedürftigen Welt der Geldpolitik ist diese Antwort aber allzu naheliegend. So streben die meisten Zentralbanken nicht eine Inflation von 0% an, sondern eine leicht positive Rate. Mit anderen Worten: Nicht jeder Preisanstieg wird zwangsläufig als inflationär und unerwünscht betrachtet. Die Europäische Zentralbank (EZB) beispielsweise verfolgt das Ziel, die Inflationsrate auf mittlere Sicht «unter, aber nahe 2%» zu halten – ein Ansinnen, das ihr seit Jahren nicht recht gelingen will. Auch das amerikanische Fed kommt zum Schluss, dass eine Inflation von 2% auf längere Sicht mit dem dualen Mandat der Preisstabilität und maximalen Beschäftigung am ehesten konsistent ist.

Warum streben Währungshüter aber eine Inflation von rund 2% an und nicht Preisstabilität im engen Sinn des Wortes? Offenbar betrachten viele Ökonomen ein bescheidenes Mass an Inflation als willkommenes Schmiermittel für das Funktionieren einer Marktwirtschaft. Wer mit einem stetigen Anstieg der Preise rechnen muss, zeigt sich eher bemüht, sein Geld unter die Leute zu bringen, also zu konsumieren und zu investieren, da er in Zukunft mit höheren Ausgaben rechnen muss. Solches Verhalten wirkt stimulierend auf den Wirtschaftsgang. Bei Deflation hingegen spielt die Anreizwirkung in die umgekehrte Richtung: So lohnt es sich bei anhaltend sinkenden Preisen, geplante Käufe und Investitionen in die Zukunft zu verschieben, weil diese Transaktionen tendenziell immer günstiger werden. Es kommt zu einem Horten von Geld, da man auf diese Weise den Geldwert mehren kann; dies lähmt dann die Wirtschaft.

Die EZB verweist in ihrer geldpolitischen Strategie auf einen weiteren Vorteil leicht positiver Inflationsraten. So gelte es, zum Schutz gegen Deflationsrisiken für eine ausreichende Sicherheitsmarge zu sorgen. Ein solcher Puffer sei nötig, weil nominale Zinsen nicht unter null fallen könnten und die Zentralbank in einem deflationären Umfeld die Nachfrage nicht länger mit Zinspolitik stimulieren könne. Diese Einschätzung ist zwar insofern nicht ganz korrekt, als der nominale Schlüsselsatz nicht nur in der Schweiz, sondern auch im Euro-Raum schon längst in einen leicht negativen Bereich gefallen ist. Zutreffend ist aber, dass die Geldpolitik nahe der Nullzinsgrenze (Zero Lower



Geldtransport für Lohnauszahlungen während der Hyperinflation in Deutschland im Jahr 1923.

DEUTSCHES HISTORISCHES MUSEUM, BERLIN

Bound) zusehends wirkungsloser wird. Die letzte Karte ist sozusagen ausgespielt, und zur weiteren Lockerung der monetären Rahmenbedingungen verbleiben nur noch unkonventionelle Massnahmen der Geldpolitik.

Gut für die Arbeitgeber

Eine positive Inflationsrate erleichtert daher die Geldpolitik, da sie negative Realzinsen ermöglicht. Liegt der nominale Zins zum Beispiel bei 0% und die Inflation bei 1%, beträgt die reale Verzinsung -1%. Das ist für Sparer zwar unerfreulich, da das Geld an Kaufkraft verliert. Für eine Notenbank kann dies aber vorteilhaft sein, wenn sie – wie in Krisenzeiten bisweilen notwendig – eine stärker stimulierende Geldpolitik betreiben will. Bei Deflation sind solche Stimuli schwierig. Denn bei sinkenden Preisen liegt der Realzins mindestens auf der Höhe der Deflation, da Geld durch blosses Horten an Wert gewinnt. Den Geldpolitikern sind dadurch die Hände gebunden.

Eine positive Inflation erleichtert aber vor allem auch die preisliche Anpassung einer Volkswirtschaft an eine sich verändernde Marktlage. Das gilt vor allem mit Blick auf den Arbeitsmarkt. So können Arbeitgeber bei Vorhandensein von Teuerung die Reallohne senken und auf diese Weise die Wettbewerbskraft stärken, ohne die (nach unten zumeist sehr starren) Nominallohne kürzen zu müssen. Bei sinkenden Preisen sind Reallohnsenkungen demgegenüber fast unmöglich, da sich solche Kürzungen in diesem Fall unmittelbar auf der Lohnabrechnung, wo der nominale Lohn festgehalten ist, bemerkbar machen würden. Diese vor allem psychologisch hohe Hürde wird in Lohnverhandlungen selten je überwunden. Das zeigen auch die jüngsten Lohnabschlüsse in der Schweiz.

2 Prozent ja – 4 Prozent nein

Es gibt somit diverse Gründe für einen Puffer gegenüber einer Nullinflation und der gefürchteten Nullzinsgrenze. Wie gross dieser Sicherheitsabstand idealerweise ist, bleibt aber unklar. Olivier Blanchard, früherer Chefökonom des Internationalen Währungsfonds (IMF), plädierte vor einigen Jahren dafür, dass Zentralbanken in normalen Zeiten eine Inflation von gegen 4% anpeilen. Auf diese Weise, so seine Argumentation, könne man den Nominalzins noch weiter weg von der Nullzinsgrenze führen, was den Notenbanken in Krisenzeiten mehr zinspolitischen Spielraum eröffne. Diese Idee stiess bei stabilitäts-

orientierten Währungsbehörden wie der Schweizerischen Nationalbank (SNB) oder der Deutschen Bundesbank aber auf heftige Kritik: Deren Präsidenten warnten vor den Folgen für die geldpolitische Glaubwürdigkeit und vor den schwerwiegenden Kosten einer derart hohen Inflation.

Während somit eine Inflation von 2% selten auf Widerstand stösst, provoziert die Forderung nach einer doppelt so hohen Geldentwertung einen Aufschrei. Das ist mit Blick auf die Tatsache, dass bei 4% Inflation ein Guthaben in einem Jahrzehnt rund einen Drittel an Wert verliert, zwar verständlich. Kommt hinzu, dass sich Notenbanken bei einer derart laxen Definition von «Preisstabilität» stets mit dem Verdacht konfrontiert sehen, als Helfershelfer zu agieren für überschuldete Staaten, die ihre Verbindlichkeiten bei hoher Teuerung bequem abbauen können. Dennoch, weshalb der Kaufkraftverlust bei einer Inflation von 2%, was immerhin einer Verdoppelung des Preisniveaus in 35 Jahren gleichkommt, in Ordnung sein soll, nicht aber bei 4%, bleibt letztlich eine eher willkürliche und ökonomisch wenig stringente Begründende Grenzziehung.

Angebliche Messprobleme

Zur Verteidigung positiver Inflationsraten verweisen Notenbanken nicht nur auf die Notwendigkeit eines Puffers gegenüber der Nullzinsgrenze. Oft betont wird auch die angebliche Überschätzung der Inflation durch Konsumentenpreisindizes. Begründet wird dies mit der Schwierigkeit, qualitative Verbesserungen, zum Beispiel bei Computern, zu berücksichtigen. Gemäss diesem Einwand liegt die Inflation bei einem Laptop, der 30% teurer wird, dessen Rechenleistung aber um 20% steigt, nur bei 10%. Wirklich überzeugend wirken solche Rechenübungen aber nicht. So lassen sich (vom Konsumenten oft ungewollte) Verbesserungen nur schwer quantifizieren, etwa beim Redesign eines Smartphone oder beim farbigen statt schwarz-weissen Deckblatt eines Buches. Zudem müsste man dann konsequenterweise auch allfällige Verschlechterungen der Qualität, etwa zusehends engere Sitze in Flugzeugen, in den Indizes berücksichtigen.

All diese Relativierungen legen den Schluss nahe, dass eine «optimale» Inflation weder existiert noch berechnet werden kann. Zudem sind sinkende Preise nicht per se eine unerfreuliche Sache. Negativ ist ein Preisrückgang nur dann, wenn er primär auf fehlende Nachfrage zurückzuführen ist. Anders sieht es aus, wenn etwa der Einsatz neuer Technolo-

gien zu Produktivitätsfortschritten und tieferen Herstellkosten führt. Der Preisrückgang ist dann angebotsseitig begründet und ein Zeichen des Fortschritts. Ähnlich einzuordnen sind die anhaltend sinkenden Energiepreise, die derzeit vielerorts für tiefe Inflationsraten sorgen. Sie sind aus konjunktureller Sicht zu begrüssen, da das billige Erdöl wie ein Stimulierungsprogramm wirkt. Zentralbanken sollten daher nicht allzu nervös werden ob der notorisch volatilen Energiepreise, sondern durch das vorübergehende Auf und Ab dieser Preise «hindurchschauen».

Zielkorridor statt Punktziele

Ein solches Hindurchschauen beherzigen etwa das Fed und die SNB, weshalb diese beiden Währungsbehörden temporär auch tiefe oder gar negative Inflationsraten zu akzeptieren bereit sind. Weniger gelassen agiert die EZB, die hartnäckig an einem faktischen Punktziel von knapp 2% festhält, und dies zu einer Frage der geldpolitischen Glaubwürdigkeit stilisiert. Eine solche Fixierung war bei der Gründung der Eurozone noch nicht vorgesehen. Bis Mai 2003 definierte auch die EZB die Preisstabilität als Anstieg des Verbraucherpreisindex um weniger als 2%. Im Rahmen einer Strategieüberprüfung wurde dieser Korridor aber ersetzt durch das Ziel einer Preissteigerung um nahe 2%. Mit dieser Politikänderung, so die damalige Begründung, solle man für ausreichenden Schutz gegen Deflationsrisiken und wappne sich gegen Messfehler bei Preisindizes.

Die Strategieänderung war rückblickend kaum der klügste Entscheid der EZB. Weder lässt sich eine optimale Inflationsrate herleiten, noch ist es einer Zentralbank möglich, die Inflation punktgenau zu steuern. Diese Restriktionen werden durch einen Zielkorridor (zum Beispiel zwischen 0% und 2%) besser berücksichtigt als durch ein faktisches Punktziel. Bei einem Korridor, wie ihn auch die SNB ihrer Definition von Preisstabilität zugrunde legt, hätte die EZB dieser Tage mehr Flexibilität. Angesichts einer Kerninflation (ohne volatile Warengruppen wie Energie und Lebensmittel) von derzeit geradezu idealen 1% könnten sich die Eurohüter mehr Gelassenheit leisten und auf den hektischen Aktivismus, wie er seit geraumer Zeit die Politik der EZB charakterisiert, verzichten. Mit der dogmatischen Fixierung auf eine Inflation «unter, aber nahe 2%» verbaut man sich solche Zurückhaltung – ohne im Gegenzug etwas hinzuzugewinnen.

«Reflexe», Seite 34

Edeka kommt bei Kaiser's nun doch zum Zug

Sondererlaubnis der Regierung

CLAUDIA AEBERSOLD SZALAY

Der nach Umsatz grösste Detailhändler Deutschlands, Edeka, darf nun doch die gut 400 Kaiser's-Filialen der Tengelmann-Gruppe übernehmen. Am Dienstag hat Wirtschaftsminister Sigmar Gabriel den Zusammenschluss unter Auflagen genehmigt. Zuvor hatte das deutsche Kartellamt wegen der hohen Konzentration im deutschen Detailhandel Bedenken angemeldet. Der Wirtschaftsminister, dem es von Gesetzes wegen zusteht, einem Zusammenschluss von Unternehmen trotz negativen wettbewerblichen Auswirkungen zuzustimmen, gab dem Antrag von Edeka schliesslich unter Auflagen statt.

So muss der Platzhirsch im deutschen Detailhandel unter anderem den Mitarbeitern in den auf den Grossraum Berlin konzentrierten Kaiser's-Filialen eine Jobgarantie abgeben. Während mindestens fünf Jahren sollen nach Wunsch des Ministers die Arbeitsplätze gesichert sein. Zudem darf Edeka nicht wie ursprünglich vorgesehen bereits ab dem ersten Jahr Filialen an selbständige Lebensmittelhändler abgeben, sondern ebenfalls erst nach fünf Jahren. Selbst nach einer Auslagerung an selbständige Händler müssen die Tarifverträge noch während 24 Monaten eingehalten werden. Auch die ursprünglich vorgesehene Schliessung der Fleischwerke soll frühestens in drei Jahren möglich sein. Insgesamt sollen mit diesen Auflagen rund 16 000 Arbeitsplätze gesichert werden.

Trotz hohen Hürden zeigte sich Edeka erfreut über die Sondererlaubnis aus Berlin und gewillt, die Bedingungen zu erfüllen. In einer schriftlichen Stellungnahme gab das Unternehmen an, dies sei ein guter Tag für die Beschäftigten von Kaiser's und für den Wirtschaftsstandort Deutschland. Die gestellten Bedingungen sollen nun «so schnell wie möglich und mit der gebotenen Sorgfalt» angegangen werden.

Für die Kaiser's-Filialen hatte sich auch die Genossenschaft Migros Zürich interessiert. Da der Übernahme durch Edeka nun aber nichts mehr im Wege steht, dürfte der Fall für sie vom Tisch sein. Tengelmann selbst will sich aus dem Supermarkt-Geschäft zurückziehen, das es nach eigenen Angaben nicht mehr profitabel betreiben kann, und sich stattdessen auf seine anderen Standbeine, etwa die Baumarktkette Obi, Immobilien- und Beteiligungsgesellschaften oder die Bekleidungskette Kik, konzentrieren.

ANZEIGE

**In Myanmar
(Burma) besie-
gen Kleinbauern-
Familien mit
Bio-Landbau
den Hunger.**

Mit Mut und Ihrer Unterstützung.
Danke, dass Sie per SMS 20 Franken
spenden: **Mut 20** an 488.

PC 30-303-5
www.swissaid.ch

SWISSAID
Ihr mutiges Hilfswerk.