



Flossbach von Storch  
RESEARCH INSTITUTE

GESELLSCHAFT & FINANZEN 04/10/2022

# Die Blockade der Geld- und Fiskalpolitik

von PABLO DUARTE

## Zusammenfassung

Die Fiskalpolitik wird expansiver, um die Folgen der Inflation zu mildern. Zum Ausgleich müsste die Geldpolitik nun sehr restriktiv werden. Doch dadurch drohen neue Finanzkrisen.

## Abstract

Fiscal policy is becoming more expansionary to mitigate the effects of inflation. Monetary policy would now have to become very restrictive to counterbalance the expansion. Yet this threatens to trigger new financial crises.



Seit Beginn der 1990er Jahre übernahm die Geldpolitik die Konjunktursteuerung und die Fiskalpolitik hielt sich zurück. Da die Inflation strukturell niedrig war, drückte die Geldpolitik die Zinsen immer tiefer. Nun ist die Inflation zurück und die Fiskalpolitik wird zur Milderung der Folgen expansiver. Zum Ausgleich müsste die Geldpolitik nun sehr restriktiv werden. Doch dadurch drohen neue Finanzkrisen. Eine effektive Bekämpfung der Inflation ist daher kaum noch möglich.

### Die britische Bombe

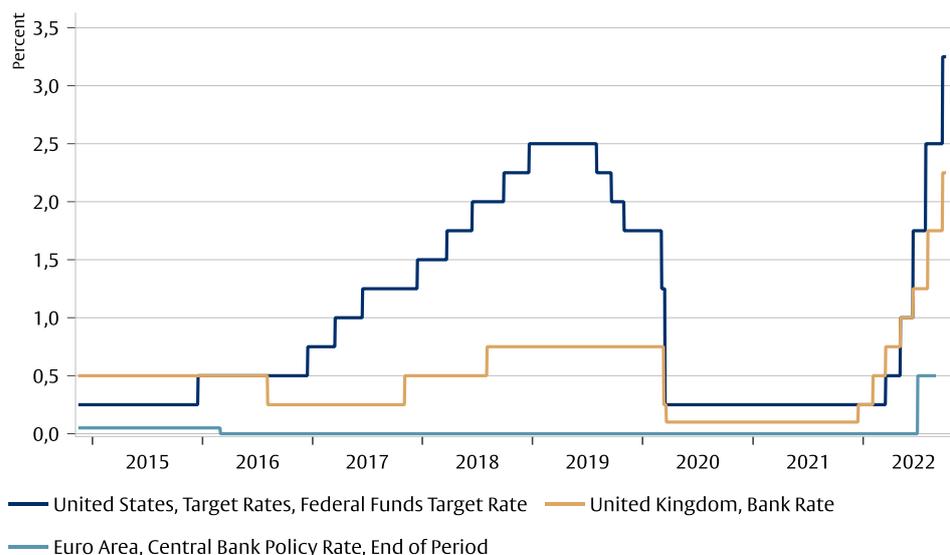
Am 23. September kündigte die neuformierte britische Regierung um Liz Truss ein Konjunkturpaket mit dem Ziel an, durch Deregulierung und die großzügigste Steuersenkung der letzten 50 Jahre das Wachstum mittelfristig anzukurbeln. Ohne einen Finanzierungsplan der Regierung für die Steuersenkung reagierten die Finanzmärkte mit Panik. Da die Bank von England beginnen wollte, ihr Bondportfolio zu verkaufen, fürchteten die Märkte eine Welle neuer Bondemissionen bei gleichzeitigem Rückzug eines der größten Käufer. Der Markt für britische Staatsanleihen kollabierte und Pensionsfonds, die mit einer Zinswende dieses Ausmaßes nicht gerechnet hatten, gerieten in Schieflage.

Um eine neue Finanzkrise zu vermeiden, stellte die Bank von England vom geplanten „Quantitative Tightening“ auf ein erneutes „Quantitative Easing“ um. Und das bei einer Inflationsrate von 10 %. Die Regierung weichte zehn Tage später ihre Steuerpläne auf. Der britische Zickzack-Kurs von Geld- und Fiskalpolitik verdeutlicht das Dilemma, in dem auch die Länder der Eurozone stecken.

### Geld- vs. Fiskalpolitik

Spätestens als Ende 2021 die „Währungshüter“ der größten Währungsräumen erkannten, dass die Inflation nicht vorübergehend sei, begann eine neue Zeit für die Wirtschaftspolitik. Mit zunächst zögerlichen und später deutlicheren Anhebungen der Leitzinsen, versuchten vor allem die US-Notenbank Fed und die Bank von England die Inflation zu bekämpfen (Abb. 1).

Abbildung 1. Leitzinssätze: USA, Eurozone und UK.



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve Bank of England  
BIS (The Bank for International Settlements).  
Daten vom 04.10.2022



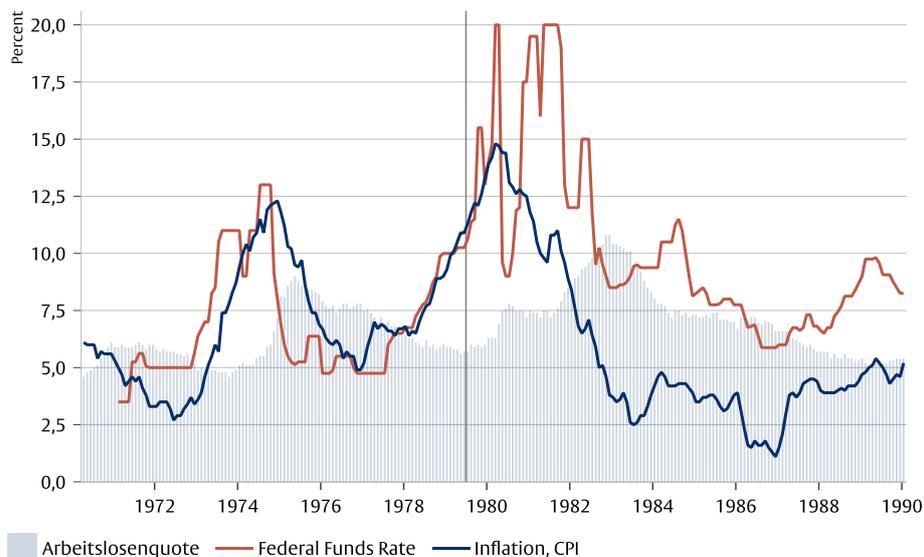
Gleichzeitig forderten die Bürger von ihren Regierungen einen Ausgleich für steigende Preise. Die dafür gewährten Transfers führen jedoch zu höheren Budgetdefiziten und die Fiskalpolitik wird expansiver. Zur Neutralisierung des positiven Konjunkturimpulses der Fiskalpolitik müsste die Geldpolitik noch restriktiver werden. Doch stark steigende Zinsen gefährden die Finanzstabilität.

### Geld- und Fiskalpolitik in den 1980er

In einer ähnlichen Lage befand sich die Federal Reserve als Paul Volcker 1979 zum Chef der US-Notenbank Fed ernannt wurde. Die Inflationsrate lag über 11 % und die Arbeitslosenquote bei 5,7 % (Abb. 2).<sup>1</sup> Da die Inflation als das größere Übel gesehen wurde, erhöhte die Fed die Leitzinsen im November 1980 von 10 % auf 17,5 %. Schon die früheren Zinsanhebungen waren unpopulär und Jimmy Carter verlor die Präsidentschaftswahl an Ronald Reagan.

Reagan senkte die Steuern und die Staatsschuldenquote stieg sehr stark an (Abbildung 3). Die Fed hielt dagegen und erhöhte die Leitzinsen auf 20 %. Reagan ließ es zu, obwohl die Wirtschaft in die Rezession fiel und die Arbeitslosigkeit auf über 10 % stieg. Die Inflation sank auf akzeptablen Niveaus.

Abbildung 2. USA: Leitzinssatz, Inflation und Arbeitslosigkeit

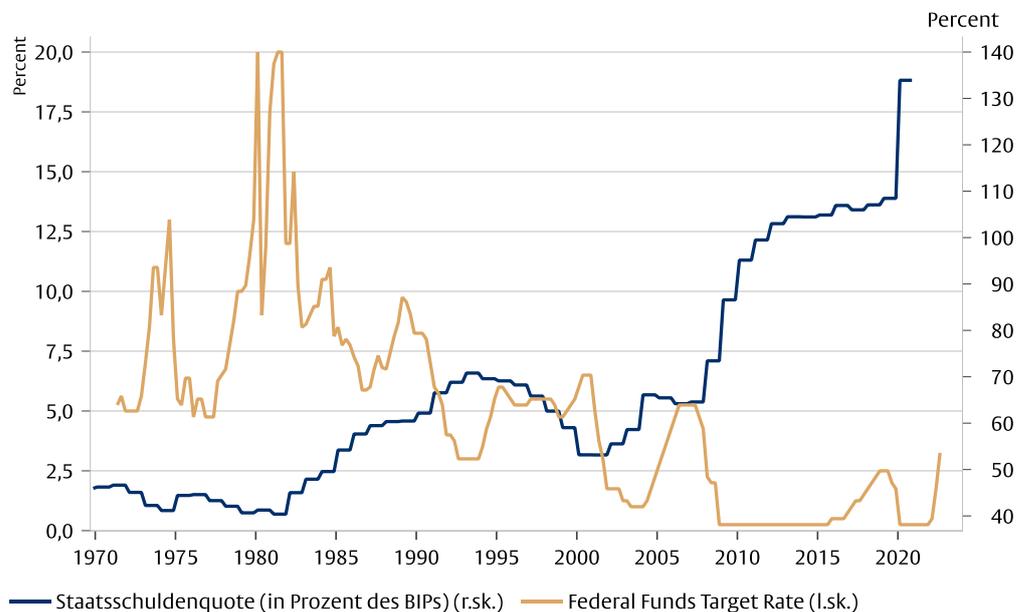


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Federal Reserve, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS).  
Daten vom 30.09.2022

<sup>1</sup> Eine detaillierte Analyse der „Great Inflation“ und die Rolle der ökonomischen Ideen bietet Kleinheyer (2022), „[Die große Inflation: Lernen durch Schmerz](#)“, Flossbach von Storch Research Institute.



Abbildung 3. USA: Staatsschuldenquote und Leitzins



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, International Monetary Fund (IMF), Federal Reserve.  
Daten vom 30.09.2022

### Warnschuss vor den Bug der Eurozone

Die Europäische Zentralbank ist der Federal Reserve und Bank von England erst zögerlich gefolgt und hat nun großen Nachholbedarf. Gleichzeitig steigt aber auch der Druck auf eine expansivere Fiskalpolitik im Euroraum. Die deutsche Bundesregierung hat eine 200 Milliarden Euro kreditfinanzierte „Gaspreisbremse“ beschlossen. Die neue italienische Regierung will die Steuern senken und Ausgaben erhöhen. Die französische Regierung drängt schon lange auf die Möglichkeit für höhere staatliche Defizite. Der während der Pandemie ausgesetzte Stabilitätspakt ist bis heute nicht wieder in Kraft gesetzt worden.

Vor diesem Hintergrund dürfte es der EZB schwerfallen, ihre „zu geldpolitischen Zwecken“ – d.h. zur Befeuerung der Inflation – gekauften Anleihen nun zur Löschung des Inflationsbrands wieder zu verkaufen. Im Euroraum dürfte die Gefahr weniger von verschuldeten Pensionsfonds als von hoch verschuldeten Staaten drohen. Ob die Erfahrung der Bank von England die EZB vor einer verstärkten Verschärfung abhält oder sie zunächst selbst die Erfahrung einer drohenden Finanzkrise machen muss, bleibt abzuwarten. Aber eine effektive Bekämpfung der Inflation ist unter diesen Umständen kaum möglich.



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2022 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autor* Dr. Pablo Duarte; *Redaktionsschluss* 04. Oktober 2022