

Deflation – besser als Inflation

Inflationierungsbefürworter meinen, Deflation löse Konsumaufschub aus und schwäche so die Nachfrage, Inflation aber löse das Staatsschuldenproblem. Doch etwa 1,5% Deflation wären tragbar. **REINER EICHENBERGER**

Der Streit über die Stabilisierungspolitik in Europa wird immer wirrer. Nun predigen neben französischen und italienischen Politikern auch manche US-Starökonom dem «Stabilitätshort» Deutschland eine keynesianische Inflationierungspolitik durch höhere Staatsausgaben und -schulden. Ansonsten drohen Deflation und eine lange Krise. Nur dumm, dass die Schweiz am Wechselkurs angebunden im Euroboot sitzt. Woher stammen Deflationsangst und Inflationslust?

Die Inflationierungsbefürworter meinen, Deflation bringe Konsumaufschub und so einen Nachfrageeinbruch, Inflation hingegen löse das Staatsschuldenproblem. Dagegen argumentieren die Inflationierungsgegner, dass Menschen bei höherer Inflation unsicherer über die zukünftige Preisentwicklung werden, zunehmend inflations- und marktbedingte Preisänderungen verwechseln und so mehr wirtschaftliche Fehlentscheidungen treffen. Doch Inflationsbegeisterung ist verfehlt, und die Inflationskritik greift zu kurz.

Inflation bringt neben der Schuldenerosion auch einen Zinsanstieg, sodass die Schuldenlast langfristig etwa gleich bleibt. Zudem bringt sie ein heute völlig vergessenes Problem: Bei Inflation explodiert die Steuerbelastung auf Kapitalerträgen.

Inflationierte Steuerlast

Die heutigen Steuersysteme sind nicht inflationsneutral. Zwar gibt es vielerorts ähnlich wie in der Schweiz Automatismen zur Korrektur der kalten Progression, doch sie wirken nur für Arbeitseinkommen, nicht aber für Kapitaleinkommen. Diese werden fast überall zum nominalen Wert besteuert.

Normalerweise beträgt der Realzins – die Differenz aus Nominalzins und Inflation – für «risikolose» Anlagen etwa 1,5% jährlich. Für einen begüterten Zürcher Sparer resultiert daraus bei einer Inflationsrate von 3%, einem Nominalzins von 4,5% sowie dem in der Stadt Zürich geltenden Spitzensteuersatz von rund 43% eine nominelle Kapitalrendite nach Steuern von unter 2,6% und damit eine reale Rendite von –0,4%. Nach Bezahlung der Zürcher Vermögenssteuer von rund 0,7% bleibt ein Kapitalschwund von 1,1% jährlich. Der Kapitalschwund steigt bei höherer Inflation noch und erreicht bei einer Inflationsrate von 5% schon 2% jährlich.

Der gleiche Überbesteuerungsmechanismus spielt auch bei der Liegenschaftengewinnsteuer und bei der immer wieder geforderten Kapitalgewinnsteuer, weil auch die Kapitalgewinne durch Inflation aufgebläht werden. Die Überbesteuerung der Kapitaleinkommen ist für die Schweiz infolge ihrer Vollbesteuerung der Kapitaleinkommen und der Vermögenssteuern extrem, gilt aber abgeschwächt für alle Länder, auch für Deutschland und Österreich, wo die Kapitaleinkommen nur mit dem halben Spitzensteuersatz belastet werden und es keine Vermögenssteuern gibt.

Während Sparer und Kapitaleigentümer verlieren, gewinnen die Nettoschuldner, weil sie ihre inflationär aufgeblähten Schuldzinsen steuerlich absetzen können. Insgesamt gewinnt der Staat, weil seine Steuereinnahmen aus inflationsierten Kapitalerträgen weit höher als die Ausfälle infolge inflationierter Schuldzinsabzüge sind. Damit ist Inflation ein gigantisches Umverteilungsprogramm zulasten von Sparern und Kapitaleigentümern und zugunsten der Nettoschuldner und besonders des Staates. Doch das ist noch nicht alles. Wegen ihrer steuerlichen Wirkung senkt Inflation die Sparanreize und löst teure Anpassungsreaktionen aus, wodurch Kapital knapper wird und ein Teil der Besteuerung an die Kreditnehmer überwälzt wird. Somit verteuert Inflation die Eigen- und die Fremdkapitalfinanzierung von Unternehmen, senkt die Investitionen und das Wachstum und schädigt schliesslich die gesamte Wirtschaft und Gesellschaft.



«Inflation bringt einen Zinsanstieg, sodass die Schuldenlast langfristig etwa gleich bleibt.»

Wenn die Inflation sinkt oder gar Deflation einsetzt, sinkt automatisch die Steuerbelastung der realen Kapitalerträge, was die Sparanreize stärkt und Investitionen billiger macht. Das ist bis zu einer Deflation von etwa 1,5% jährlich problemlos. Bei einer so starken Deflation und 0% Nominalzins beträgt ja der Realzins gerade die historisch üblichen 1,5%, weshalb noch keinerlei Konsumzurückhaltung zu erwarten ist. Weil die Steuern am Nominalertrag von null ansetzen, wären sie auch null. Volkswirtschaftlich ist es ideal, wenn die Zinserträge für risikolose Anlagen nicht besteuert werden. Der Staat aber würde nicht nur Geld, sondern auch Kontrollmacht verlieren. Bei 1,5% Deflation würde die Bereitschaft der Bürger sinken, Staatspapiere als «sichere» Anlage zu kaufen, solange sie nicht mehr Rendite als Bargeld geben. Wegen der steigenden Bargeldnachfrage könnten die Zentralbanken die Geldmenge ohne inflationäre Wirkung erhöhen, indem sie Anlagen mit einer positiven Rendite kaufen, so Gewinn machen und gegenüber der Regierung noch stärker werden. So gesehen ist es verständlich, dass Regierungen Deflation des Teufels finden.

Aus Bürgersicht ist die Verteufelung der Deflation unbegründet. Das Konsumaufschubargument ist falsch. Die erwarteten Preissenkungen geben auf den ersten Blick zwar negative Konsumanreize. Wirklich entscheidend für den Konsumaufschub sind aber die Realzinsen,

und die müssten ja bis zu einer Deflation von 1,5% nicht über den historisch üblichen Wert von 1,5% steigen. Tatsächlich droht auch bei einer Deflation über 1,5% kein dramatischer Konsumaufschub. Schon nach kurzer Zeit würde der Konsum wieder auf das Normalniveau steigen, weil in jeder Periode einerseits Konsum aufgeschoben, aber andererseits auch Konsum aus der Vorperiode nachgeholt wird. Selbst wenn der Konsumaufschub sehr stark wäre und lang dauerte, wäre das in flexiblen und offenen Volkswirtschaften kein grosses Problem. Unternehmen könnten dann billig und gross investieren, um, sobald der aufgeschobene Konsum nachgeholt wird, gut liefern und richtig Kasse machen zu können. Die Angst vor Deflation beruht also grossteils auf der versteckten und sehr speziellen Annahme, dass die Menschen den Konsum zwar gezielt aufschieben, aber ihn nie nachholen wollen, und die Investoren die zukünftigen Konsumnachholbedürfnisse systematisch unterschätzen.

Verwirrte US-Starökonom?

Weshalb nun sind manch hoch dekorierte US-Ökonomen trotzdem für Inflationierung? Entscheidend sind die Unterschiede in den Bedingungen zwischen den USA und Europa. Nur wer sie berücksichtigt, zieht die richtigen Schlüsse. Die Vor- und Nachteile keynesianischer Stabilisierungspolitik hängen von wenigstens vier Faktoren ab: Je grösser die Lücken in staatlichen Dienstleistungen und die Mängel in der Infrastruktur, desto vorteilhafter und weniger schädlich ist das Aufblähen der Staatsausgaben und Investitionen durch aktive Inflationierungspolitik. Je niedriger die allgemeine Steuerbelastung, desto unproblematischer ist die längerfristige Finanzierung zusätzlicher Ausgaben und Schulden mit höheren Steuern. Je niedriger die Kapitalbesteuerung, desto niedriger sind die Kosten von Inflationierung. Je geringer die Korruption in Staat und Wirtschaft, desto eher werden Gelder zur Stabilisierung sinnvoll ausgegeben.

Unter Berücksichtigung dieser vier Aspekte kann man eine aktive Inflationierungspolitik in den USA weit besser als in Europa vertreten. Die Infrastruktur ist oft lausig und kann leicht ausgebaut werden, und die allgemeinen Steuern, die Steuern auf Kapitalerträgen sowie die Korruption sind im Vergleich mit den europäischen Problemländern niedrig. Deshalb nützen in den USA Konjunkturspritzen im Sinne von Investitionsprogrammen mehr und schaden weniger als in Europa. Insofern haben die US-Topökonom vielleicht recht für ihr Land. Europa hingegen helfen nur tiefgreifende Strukturereformen: Flexibilisierung der Arbeitsmärkte, Deregulierung vieler Branchen, Kürzen schädlicher Subventionen, Bildungsreformen, niedrigere und effizientere Steuern sowie Dezentralisierung und bessere Anreize für Politiker.

Reiner Eichenberger ist Leiter des Seminars für Finanzwissenschaft der Universität Freiburg i. Üe.



CLAUDIA CARL
Ressortleiterin
zum Thema
Swisscom

Mehr Tempo und weniger Angst

Der Bericht zum Fernmeldemarkt zeigt, dass die Telecombranche und Bundesbern ungleich getaktet sind. Zu parlamentarischen Vorstössen über die Zukunft der teilprivatisierten Swisscom aus dem Jahr 2006 zeigte die Verwaltung vier Jahre später Varianten zur Weiterentwicklung des Dossiers auf. Dann passierte – nichts. Und im aktuellen Bericht werden die vor vier Jahren gesammelten Erkenntnisse dargelegt. Wieder geht es um die Wahrung des Status quo.

Gleichzeitig merkt der Bundesrat an, der Telecommarkt habe sich stark verändert. Das stimmt. Gerade deshalb wäre mehr Tempo angebracht. Vor einer weiteren Überarbeitung des Berichts will die Exekutive nun klären, ob das Parlament an seinen Anträgen festhält oder «ob es die Auffassung des Bundesrats teilt, dass im Moment der Bedarf nach einer Grundsatzdiskussion zur Bundesbeteiligung nicht gegeben ist». Diese Taktik wird gemeinhin als Aussitzen bezeichnet und ist aus mehreren Gründen heikel.

Die Interessenkonflikte des Bundes sind gewichtig. Er ist Mehrheitsaktionär, Grosskunde und setzt die Rahmenbedingungen. Auch ist die Sorge um die Qualität der Infrastruktur bei einer weiteren Öffnung des Aktionariats nicht nachvollziehbar. Es zeugt vielmehr von einem veralteten Service-public-Verständnis. Private Unternehmen können Leistungsaufträge mindestens ebenso gut, wenn nicht sogar besser und effizienter erfüllen. Es braucht nur Ausschreibungen und passende Rahmenbedingungen.

Die bestehende Struktur birgt nicht nur für den Staat Risiken, sondern auch für private Anleger. Etwa dann, wenn politische Vorstösse in die unternehmerische Freiheit bundesnaher Betriebe eingreifen. Oder wenn die Innovationskraft unter der Ägide des Bundes leidet.

Neue Bonusdebatte ist lanciert

Mehr Risikobeteiligung, aber keine Boni. **CLIFFORD PADEVIT**

Die Aufarbeitung der Finanzkrise ist nicht abgeschlossen. Zwar wurden die Gründe, die zu dem Risikoaufbau in den grossen Banken geführt hatten, analysiert. Aber noch immer sind Politik und Aufsichtsbehörden damit beschäftigt, die Ursachen zu bekämpfen. Zum wiederholten Mal rückt nun der Bonus in den Fokus.

Auslöser ist die gescheiterte Anfechtung der Bonusgrenze durch Grossbritannien. Diese Woche musste der britische Finanzminister George Osborne eingestehen, dass er nicht in der Lage sein wird, die Bonusbeschränkung für Banken in Europa auf rechtem Weg zu verhindern. Die Vorschrift der EU besagt, dass der Bonus von Schlüsselpersonen in einer Bank höchstens so hoch sein darf wie das reguläre Gehalt. Sofern die Aktionäre zustimmen, darf der Bonus das Doppelte des fixen Jahreslohns betragen.

Nicht dass Osborne für die City in London in den Kampf gezogen wäre, im Gegenteil. Ihn stört, dass der höhere Fixlohnanteil Bankern weniger dem Risiko aussetzt. Gehen ihre Deals schief, tragen deshalb vorab die anderen das Risiko, in letzter Konsequenz vielleicht sogar der Staat. Das passt Osborne gar nicht. «Ich bin zunehmend besorgt», schrieb er in einem Brief an den Chef der Bank of England, Mark Carney, der auch das internationale Financial Stability Board (FSB) leitet. Der Trend zu höheren Fixlöhnen im Banking sei schlecht für die Stabilität des Finanzsystems, es fehle der Bezug zur Leistung, und der Lohn könne nicht mehr zurückgefordert werden wie bei den gesperrten Boni.

Carney und vor ihm der Präsident der Federal Reserve Bank of New York, William Dudley, haben diesen Zustand bereits bemängelt. Carney sagte diese Woche in einer Rede, wenn der Bonuspool kleiner werde, wie in Europa, müsse in Zukunft wohl auch der Fixlohn ans Risiko gebunden werden. Damit möchte er sicherstellen, dass diejenigen Personen, die Risiken eingehen, auch dafür gerade stehen, sollte der Schuss nach hinten losgehen. Dudley hatte zuvor gefordert, dass die regulatorischen Bussen für Fehlverhalten künftig aus dem Bonuspool bezahlt werden, damit für hochrangige Banker ein Anreiz bestehe, Fehlverhalten zu identifizieren oder zu verhindern.

Diese Aussagen lassen erahnen: Die Vorschriften rund um Bankboni sind noch nicht in Stein gemeisselt. Wie das Beispiel der EU-Bonusbegrenzung aber zeigt, führen neue Vorschriften zu neuen Problemen. Dennoch ist es richtig, die variable Entlohnung ins Visier zu nehmen und zu begrenzen. Dies dient dem Bestreben, die Banken sicherer zu machen (Stichwort Too big to fail).

Die Weichen wurden richtig gestellt. So ist die gestaffelte Auszahlung von Boni über eine gewisse Zeit sinnvoll, damit sie später zurückgefordert oder gestrichen werden können. Zielführend ist es zudem, die Mitarbeiter am Verlustrisiko zu beteiligen, damit sie gleich gestellt sind wie die anderen Interessengruppen, also Aktionäre, Gläubiger und, ja, auch Einleger. Das ist, was zählt, denn auch in Zukunft werden Banker vor allem die Sprache des Geldes verstehen.

Obamas Wirtschaftspolitik chancenlos

Der Kongress wird Steuer- und Ausgabenprogramme des Präsidenten blockieren. **PETER DE THIER**

Weniger als drei Wochen nach den Kongresswahlen gerät US-Präsident Barack Obamas wirtschafts- und finanzpolitische Agenda bereits stark ins Wanken. Republikaner wollen seine Ausgabenprogramme blockieren und Obama Steuererhöhungen vorenthalten, die er für Besserverdienende durchsetzen will. Sie möchten zudem die 2010 verabschiedete neue Finanzmarktarchitektur demontieren.

Mit seinen Plänen, den Kongress zu umgehen und eigenhändig eine Teilreform des Einwanderungssystems zu forcieren, hat Obama nun weiteres Öl ins Feuer gegossen und könnte sichergestellt haben, dass der politische Apparat in Washington komplett zum Stillstand kommt.

Neue Mehrheit zeigt Muskeln

Der Präsident will Gelder bewilligen lassen für neue Schulen, Krankenhäuser und Brücken sowie eine Verbesserung des Schnellstrassennetzes. Die wachstumsorientierten Investitionen, wie sie im Haushaltsentwurf für das Fiskaljahr 2015 genannt werden, sollen von der Einrichtung 45 neuer «Fertigungsinstitute» («Manufacturing Institutes») begleitet werden, die das produzierende Gewerbe fördern sollen. Zudem will Obama Steuergutschriften für ärmere Familien und einen höheren Grenzsteuersatz für Haushalte mit Jahreseinkommen über 250 000 \$ durch den Kongress bekommen.

Sicher erscheint nicht nur, dass keiner dieser Wünsche in Erfüllung gehen wird. Wenn die Republikaner im Januar in bei-

den Kammern als Mehrheitspartei antreten, werden sie versuchen, den Spiess umzudrehen und eigene Initiativen in Gesetzesform zu giessen. Beginnen werden sie mit der Wiedereinführung von mehr als fünfzig verschiedenen Steuererleichterungen für private Haushalte sowie Unternehmen, die Ende 2013 ausser Kraft traten und nicht verlängert wurden. Werden die diversen Nachlässe, Abschreibungsmöglichkeiten und anderen Erleichterungen um ein Jahr verlängert, dann werden sie den Steuererlös um ca. 54 Mrd. \$ verringern. Werden sie, wie einige Republikaner fordern, um zwei Jahre verlängert, dann entgehen dem Treasury 84 Mrd. \$.

Zwar spielen Summen wie diese im Kontext eines Budgets von 3,9 Bio. \$ nur eine untergeordnete Rolle. Wichtig sind sie aber insofern, als das Tauziehen um solche Bagatellbeträge den Ton angeben wird für die mangelnde Bereitschaft der Demokraten und der Republikaner, konstruktiv zusammenzuarbeiten.

Von fundamentaler Bedeutung werden hingegen republikanische Anstrengungen sein, die Haushaltspolitik mit einer Verwässerung der Finanzmarktregulierung zu verknüpfen. Mitch McConnell, der künftige Mehrheitschef im Senat, und John Boehner, sein Pendant im Repräsentantenhaus, versuchen seit Jahren, das 2010 verabschiedete Dodd-Frank-Gesetz, das Rückgrat der neuen Finanzmarktarchitektur, auszuhöheln. Zwar würde ein neues Gesetz, das Vorgaben zur schärferen Überwachung der Banken, zur strikteren Regulierung des Derivatthandels, zur

regulierten Auflösung maroder Finanzinstitutionen und für besseren Verbraucherschutz aufhebt, entweder am Veto des Präsidenten oder an einem sogenannten Filibuster scheitern.

McConnell hat aber eine andere Waffe: Er signalisiert, die Bewilligung selbst kleiner Ausgaben an Auflagen zu knüpfen, die einzelne Vorschriften von Dodd Frank auflösen oder zumindest abschwächen. Obama stünde dann vor dem Dilemma, entweder auf ihm wichtige Sozialprogramme und Investitionen zu verzichten oder eine Entschärfung der Finanzmarkt-aufsicht in Kauf nehmen zu müssen.

Republikaner kontra Fed

Ins Fadenkreuz der Republikaner wird nicht zuletzt das Fed geraten. Seit der Finanzkrise steht die Opposition den Bemühungen des Fed um die Rettung der Grossbanken ebenso misstrauisch gegenüber wie der ultralockeren Geldpolitik, die nach ihrer Einschätzung Inflationsrisiken heraufbeschwört. So hat das seit 2010 republikanisch beherrschte Repräsentantenhaus bereits ein Gesetz verabschiedet, das das Fed unter die Aufsicht des Bundesrechnungshofs GAO stellen würde.

Jeb Hensarling, voraussichtlich der nächste Chef des Finanzdienstleistungsausschusses im Repräsentantenhaus, will sogar die zinspolitischen Entscheidungsbefugnisse des Fed beschneiden. Geht es nach den Republikanern, dann wird nicht nur Obama, sondern auch Fed-Chefin Janet Yellen schwer zu kämpfen haben.