

**Thorsten Polleit**

ist seit 2000 bei Barclays Capital in Frankfurt am Main als Chefvolkswirt Deutschland tätig. Zuvor arbeitete er in dieser Funktion bei ABN Amro. Der 41-Jährige hat in Münster Wirtschaftswissenschaften studiert und 1995 dort promoviert. Seit 2003 ist Polleit Honorarprofessor an der Frankfurt School of Finance & Management.

**Peter Bofinger**

gehört seit März 2004 dem Gremium der „Fünf Wirtschaftsweisen“ an. Der 54-Jährige hat Volkswirtschaftslehre in Saarbrücken studiert und promovierte dort 1984. Seit 1992 ist er Professor an der Universität Würzburg. Gerade ist sein neues Buch erschienen, der Titel: „Ist der Markt noch zu retten?“



SPIEGEL-STREITGESPRÄCH

## „Wer soll das bezahlen?“

Die Folgen der Finanzkrise sind bedrohlich, zwei Szenarien denkbar: Verliert das Geld massiv an Wert, kommt die große Inflation? Oder droht der Welt die Deflation, ein lähmender Preisverfall? Die Ökonomen Peter Bofinger und Thorsten Polleit streiten über Stabilität der Währung

**SPIEGEL:** Herr Bofinger, Herr Polleit, worauf müssen sich die Bürger einstellen, auf Inflation oder Deflation?

**Bofinger:** Die Tendenz geht klar in Richtung Deflation, also eines Preisverfalls auf breiter Front. Wir haben jetzt schon eine Inflationsrate nahe null, sie dürfte in den nächsten Jahren eher darunterliegen.

**SPIEGEL:** Wie kommen Sie darauf?

**Bofinger:** Der Wirtschaft fehlen die Wachstumstreiber. Die Exporte brechen weg, die Arbeitslosigkeit wächst, die Löhne sinken, die Gehaltskürzung bei Daimler ist nur der Anfang. In einem solchen Umfeld können die Preise unmöglich steigen.

**Polleit:** Sie lassen in Ihrer Betrachtung ganz außer Acht, wie enorm die Notenbanken die Geldmenge ausgeweitet haben. Seit Beginn der Währungsunion vor zehn Jahren

hat die Wirtschaftsleistung im Euro-Raum nur um knapp 20 Prozent zugenommen, die Geldmenge ist gleichzeitig um 111 Prozent gewachsen. Dieses Geldmengenwachstum bestimmt die Geldentwertung. Die Inflation wird in den kommenden Jahren steigen, möglicherweise erheblich, nicht nur im Euro-Raum, sondern weltweit.

**SPIEGEL:** Davon ist aber derzeit bei einer Teuerungsrate, die sich in Richtung null Prozent bewegt, wenig zu spüren.

**Polleit:** Vertrauen Sie nicht zu sehr der offiziellen Inflationsrate! Das ist bloß ein Index, der die Preisentwicklung von Waren und Dienstleistungen misst; er vernachlässigt wichtige Vermögenswerte: Aktien zum Beispiel oder Immobilien.

**Bofinger:** Die Hauspreise in Deutschland sind in den letzten Jahren nicht gestiegen, sondern teilweise deutlich gefallen. Das spräche ja eher für Deflation. Inflation entsteht doch nur dann, wenn den Anbietern

die Güter förmlich aus der Hand gerisse werden und sie fast jeden Preis verlangen können. Da muss die Wirtschaft richtig unter Dampf stehen. Von einem solchen Nachfrageboom sind wir zurzeit nun wirklich weit entfernt.

**Polleit:** Inflation und Deflation sind stetig und überall monetäre Phänomene. Entscheidend ist, wie stark die Zentralbanken die Geldmenge ausweiten. In den vergangenen Monaten haben sie die Schleuse weiter denn je geöffnet, die Weltfinanzmärkte werden mit zusätzlichem Geld geradezu überflutet. So etwas bleibt nicht folgenlos.

**Bofinger:** Das muss nicht zum Problem werden. Die Notenbanken stellen die zusätzliche Liquidität ja nur bereit, weil sich die Geschäftsbanken nach der Lehman-Pleite nicht mehr gegenseitig trauten. Sobald der Geldmarkt wieder richtig funktioniert und der Aufschwung kommt, werden die Ne-

Das Gespräch führten die Redakteure Alexander Jung und Armin Mahler.



Wertlose Banknoten nach der Währungsreform 1923: „Geschichte voller Lug und Trug“

tenbanken ihre Notprogramme zurückfahren und die Liquidität wieder einsammeln. Das ist eine Sache von einer Woche.

**Polleit:** Technisch ist es in der Tat einfach, die Expansion zurückzuführen. Aber dazu gehört der politische Wille. Der Staat hat sich nur allzu häufig als schlechter Hüter des Geldwertes erwiesen. Die Weimarer Regierung hat Anfang der zwanziger Jahre die Inflation bewusst in Kauf genommen, um sich von den Schulden zu befreien. Nicht von ungefähr hat der österreichische Ökonom Friedrich August von Hayek einmal gesagt, dass die Geschichte des staatlichen Geldes, von kleinen Ausnahmen abgesehen, eine Geschichte voller Lug und Betrug sei.

**Bofinger:** Bei allem Respekt für Hayek, wir sind doch in Deutschland seit 1948 mit der Geldpolitik nicht schlecht gefahren. Auch wenn Sie die Inflationsmessung anzweifeln: Die Bundesbank konnte im Durch-

schnitt eine Inflationsrate von drei Prozent vorweisen, die Europäische Zentralbank, die EZB, hat sie sogar bei zwei Prozent halten können. Es kommt doch darauf an, wie sich die Kaufkraft entwickelt, und die ist bemerkenswert stabil geblieben. Das ist eine enorme Leistung. Es ist ein Glücksfall, dass wir in dieser schwierigen Zeit mit der EZB eine Notenbank haben, die unabhängig agiert. In den USA mag das anders sein, dort sehe ich ein gewisses inflationäres Risiko, ein Anstieg auf fünf bis zehn Prozent ist nicht auszuschließen. Aber selbst das wäre nicht der Untergang des Abendlandes.

**Polleit:** Glauben Sie wirklich, ein inflationärer Prozess in den USA würde keinen Eindruck auf die Politiker in Europa oder Asien machen? Ich fürchte, dass jeder Währungsraum versuchen wird, es den Amerikanern nachzutun und die Schulden über die Zentralbanken zu monetarisie-

ren. Schließlich leiden ja auch alle Währungen am gleichen Problem. Die Finanzkrise ist Ergebnis des staatlichen Systems, in dem Geld durch Kredit produziert wird. Im Laufe der Zeit erwachsen daraus enorme Schuldenberge. Zeichnet sich eine Überschuldungssituation ab, kann politisch schnell das Anwerfen der Notenpresse zum Weginflationieren der Schulden als das kleinste Übel angesehen werden.

**Bofinger:** Eine hohe Staatsverschuldung führt nicht automatisch zu Inflation, das zeigt die Erfahrung in Japan. Dort steckt die Wirtschaft seit Jahren in großen Schwierigkeiten, die Verschuldung hat massiv zugenommen, gleichzeitig droht erneut Deflation; die Japaner wären froh, wenn ihre Waren und Dienstleistungen wieder teurer würden. Und es stimmt auch nicht, dass alle Volkswirtschaften ständig nur Schulden machen. In Deutschland wird enorm viel Geld zur Seite gelegt. Unter dem Strich hat der private Sektor seit 1999 rund 1,7 Billionen Euro gespart.

**Polleit:** Die zentrale Frage ist, wie viel private und öffentliche Schulden eine Volkswirtschaft überhaupt vertragen kann. Eine exakte Antwort auf die Frage steht noch aus. Doch viele Dauerschuldner scheinen mittlerweile kaum noch in der Lage zu sein, ihre Schulden zurückzuzahlen oder gar höhere Kreditzinsen schultern zu können. Irgendwann ist der Punkt erreicht, an dem die Geldproduktion durch Kredit überfordert ist, weil die Anleger dem System nicht mehr vertrauen.

**SPIEGEL:** Was wäre denn die Alternative?

**Polleit:** Rückbesinnen auf Altbewährtes. Denkbar ist eine Reform der internationalen Geldordnung, die für nachhaltig gutes Geld sorgt. Ein Geld, das nicht mehr beliebig durch Kredit vermehrbar ist, sondern durch Rohstoffe wie Gold, Silber oder Platin gedeckt ist. Die chinesische Notenbank hat kürzlich ein ähnliches Konzept in die Diskussion gebracht. Wir müssen doch sehen, dass unser Papiergeldsystem historisch die Ausnahme ist, es existiert erst seit Anfang der siebziger Jahre. Über Kulturkreise und Jahrtausende hinweg war Geld immer gekoppelt an einen nicht beliebig vermehrbaren Sachwert. Der Ökonom Milton Friedman hat das Papiergeldsystem einmal als großes Experiment bezeichnet.

**Bofinger:** Aber das Experiment läuft doch ganz gut. Unsere heutigen Probleme sind nicht entstanden, weil wir Papiergeld haben. Sie rühren daher, dass sich außerhalb der staatlichen Regulierung Kreditkreisläufe gebildet haben: mit Schattenbanken und Zweckgesellschaften. Nicht der Staat hat zu viel Geld produziert, sondern Private haben sich der Geldschöpfung quasi bemächtigt, der Staat hat nicht aufgepasst. Deshalb muss man aber nicht zu einem Goldstandard zurückkehren. Das wäre ein Rückschritt.

**Polleit:** Nein, es wäre ein Fortschritt, ein positiver Beitrag für nachhaltiges Wirt-



Anlageform Goldbarren: „Die beste Versicherung gegen staatliche Willkür“

schaffen, wenn die Geldmenge nicht mehr beliebig nach politischen Motiven vermehrt werden kann. Der Königsweg wäre, das Geld- und Kreditsystem zu privatisieren, also zu einem freien Marktgeld zurückzukehren ...

**SPiegel:** ... wie Hayek es vorgeschlagen hat: Demnach würde der Staat das Monopol auf die Geldschöpfung verlieren, private Banken könnten Geld in Umlauf bringen ...

**Polleit:** ... dann würden Angebot und Nachfrage über Qualität und Quantität des Geldes entscheiden. Am Ende würde sich vermutlich eine Währung durchsetzen, die auf Rohstoffen basiert.

**Bofinger:** Und Geschäftsbanken übernehmen die Geldversorgung? Na, das kann ja heiter werden. Dann gibt es Ackermann-Taler.

**Polleit:** Spotten Sie ruhig. In einem solchen System wären die Banken quasi Lagerstätten für Geld, das physisch mit Edelmetallen unterlegt ist. Die Bankkunden würden den Regimewechsel gar nicht bemerken. Kreditgewährung wäre nach wie vor möglich, nur würde sie die Geldmengen nicht mehr inflationieren.

**Bofinger:** Das ist ja amüsant und exotisch, was Sie da vorschlagen. Aber meinen Sie nicht, dass Sie den Bock zum Gärtner machen? Hayek hat das Modell des freien Marktgeldes in den siebziger Jahren vorgeschlagen, ich habe darüber meine Promotion geschrieben. Damals hatte man für ein solches Konzept ja noch gewisses Verständnis. Die Inflation war hoch, Banken galten als absolut sicher. Aber jetzt sind wir schlauer. Wir haben doch gesehen, dass Banken sich nicht selbst überlassen bleiben dürfen. Und ausgerechnet diese Institutionen sollen uns mit Geld versorgen? Das ist doch absurd!

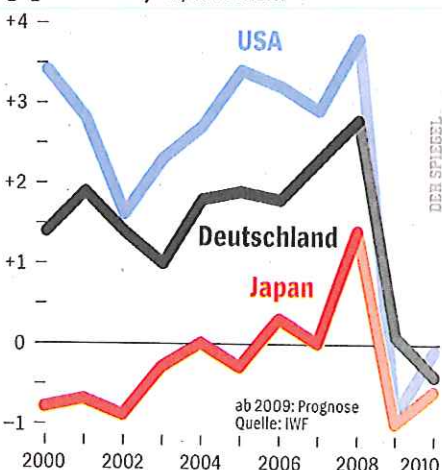
**Polleit:** Dass ein solcher Regimewechsel derzeit politisch schwer durchsetzbar zu sein scheint, spricht nicht gegen die Güte

des Reformvorschlages. In der Öffentlichkeit scheint mir ohnehin noch kein klares Bild über die Kosten vorzuherrschen, die das heutige staatliche Papiergeldsystem mit sich bringen wird. Ich gebe auch zu bedenken, dass sich in früheren Jahrhunderten ein solches sachwertgedecktes Marktgeld bewährt hat, und vor allem ist es wohl die einzige Geldverfassung, die mit einer freien Marktordnung vereinbar ist. Es ist die beste Versicherung gegen staatliche Willkür.

**Bofinger:** Warum sollten wir solche komischen Experimente machen? Die moderne Geldschöpfung über Kredit und mit Hilfe unabhängiger Notenbanken ist eine sinnvolle Innovation; mit ihr lässt sich die Volkswirtschaft viel flexibler steuern, ähnlich wie das Auto auch einen Zugewinn an Flexibilität und Schnelligkeit gegenüber der Kutsche bietet. Sie argumentieren wie jemand, der sagt: Der motorisierte

## Preise unter Druck

Veränderung der Verbraucherpreise gegenüber Vorjahr, in Prozent



Straßenverkehr ist viel zu gefährlich, lasst uns wieder mit Kutschen fahren. Sie drehen die Geschichte zurück.

**Polleit:** Eine solche Geldordnung ist alles andere als rückwärtsgerichtet. Elektronischer Zahlungsverkehr, Internet-Banking, Kreditkarten, alles ist mit ihr möglich. Nur eben ist das Geld dann physisch unterlegt. Bei Ihnen klingt das so, als wären staatliche Notenbanken unfehlbar. Ich dachte früher auch, dass dort unfehlbare Experten sitzen. Aber die Krise zeigt doch in aller Deutlichkeit, dass dies eine Wunschvorstellung war.

**Bofinger:** Die EZB unter ihrem Präsidenten Jean-Claude Trichet betreibt doch eine ganz vernünftige Politik. Sie hat in dieser Krise lernen müssen, dass sie nicht nur für stabilen Geldwert, sondern auch für stabile Finanzmärkte Verantwortung trägt. Die Notenbanken sind nicht das Problem. Wir müssen Antworten finden auf die Frage, wie der Staat die Privatbanken besser beaufsichtigt und die Verhältnisse stabilisieren kann. Wir müssen ja nicht gleich das ganze System auf den Kopf stellen.

**SPiegel:** Haben Sie konkrete Vorstellungen?

**Bofinger:** Mein Vorschlag wäre zum Beispiel die Gründung einer staatlichen europäischen Rating-Agentur. Unser jetziges System ist eine Katastrophe. Wir haben private Unternehmen, die mit ihren Testaten Geld verdienen, aber nicht dafür haften. Eine staatliche Agentur müsste bei ihren Testaten nicht mehr darauf Rücksicht nehmen, wie sich das auf ihren Gewinn auswirkt. Das hätte auch den Vorteil, dass der Staat sich bei der Bankenaufsicht auf die Testate verlassen kann. Ohne das Versagen der Rating-Agenturen wäre eine so desaströse Entwicklung auf den Finanzmärkten kaum denkbar gewesen.

**SPiegel:** Sollten die Volkswirtschaften in der Geld- und Finanzpolitik mehr auf den Staat und auf Kontrolle setzen?

**Polleit:** Nein, das wäre der falsche Weg. Die Finanzkrise und die Bankenprobleme sind doch gerade das Ergebnis staatlicher Intervention ins Geldsystem. Es wurden falsche Regulierungsanreize gesetzt, und das Risikobewusstsein der Marktakteure wurde durch die vermeintliche Staatsaufsicht geradezu eingeschlafert. Es ist ein Trugschluss zu glauben, staatliche Behörden könnten durch Gebote und Verbote Leitlinien für richtiges Handeln vorgeben. Die Disziplinierung muss über die freien Märkte kommen ...

**Bofinger:** ... weil die Märkte ja so fabelhaft funktionieren haben. Das meinen Sie doch nicht ernst!

**Polleit:** Ich misstrauere prinzipiell der Vorstellung, dass wir uns vom Staat die passende Lösung für ein drängendes Problem erhoffen dürfen. Es ist doch ausnahmslos das staatliche Einmischen in den Marktmechanismus, das Missstände heraufbeschwört – ob nun bei Arbeits- oder Finanzmärkten. Sehen Sie sich nur die Abwrack-

prämie an: Ein solcher mutwilliger Eingriff richtet mehr Schaden an, als er nutzt. Wir sollten lieber den Märkten die Lösungen überlassen, insbesondere dann, wenn es darum geht, Fehlentwicklungen zu korrigieren, auch wenn es manchmal schmerzhaft ist.

**Bofinger:** Dann wären jetzt viele Banken pleite. Hätten die Regierungen und Notenbanken nicht so beherzt eingegriffen, wären Millionen Anleger um ihre Ersparnisse gebracht worden. Da hat sich doch der Staat als handlungsfähig und breit schultrig erwiesen. Der Steuerzahler rettet den Sparer, und das ist gut so.

**Polleit:** Damit verschieben Sie in gewohnter Manier die Probleme in die Zukunft, was zu noch höheren Steuern und noch mehr Schulden führt. Wenn Sie jetzt alles, was in Schieflage gerät, retten wollen, wer soll das bezahlen? Sie verknechten die künftigen Generationen.

**Bofinger:** Ich verknechte künftige Generationen? Ich bitte Sie!

**Polleit:** Natürlich, die immer höheren Staatsschulden lasten doch auf den Schultern künftiger Steuerzahler.

**Bofinger:** Sie müssen doch das ganze Bild betrachten. Ihr Kind erbt nicht nur Schulden, sondern auch Vermögen. Deutschland hat riesige Ersparnisse, es ist per Saldo mit keinem Euro gegenüber dem Ausland verschuldet. Die Amerikaner dagegen haben gewaltige Schulden aufgetürmt. Die Welt teilt sich in extreme Sparer und extreme Schuldner. Es haben sich unglaubliche Ungleichgewichte aufgetan, die Weltwirtschaft muss eine neue Balance finden.

**Polleit:** Die Krise, so scheint mir, wurde durch zu viel Kredit und Geld verursacht, bereitgestellt zu niedrigen Zentralbankzinsen. Und jetzt soll die Krise überall auf der Welt in gleicher Weise bekämpft werden, indem der Zins noch weiter abgesenkt und noch mehr Geld und Kredit in die Märkte gepumpt wird. Das kann nicht funktionieren.

**SPIEGEL:** Wie sollen sich die Anleger nun verhalten, um ihren Wohlstand zu sichern?

**Bofinger:** Auf jeden Fall sollte niemand panisch reagieren. Diese Extremszenarien mit Währungsreform oder Staatsbankrott sind mit Sicherheit auszuschließen. Allerdings müssen die Bürger mit einigen mageren Jahren rechnen. Das wird keine dynamische Zeit. Und wenn irgendwann die Nachfrage endlich wieder anzieht, dann dauert es, bis sich dies in den Preisen niederschlägt: Das ist nicht wie bei einer Grippe, Inflation kommt nicht über Nacht.

**Polleit:** Anleger sollten sich vor Geldwertschwund schützen. Ich rate dazu, das Vermögen breit zu streuen, weltweit, und reale Werte wie Edelmetall, überhaupt Rohstoffe, oder Immobilien zu berücksichtigen. Beim Halten von Papiergeldvermögen ist Vorsicht geboten.

**SPIEGEL:** Herr Bofinger, Herr Polleit, wir danken Ihnen für dieses Gespräch.

FINANZKRISE

# Riss durch die Gemeinschaft

Die EU will die Finanzmärkte von Zockern und Ramschpapieren säubern und das Bankgewerbe domestizieren. Doch London, Dublin und Teile Osteuropas kämpfen für freie Märkte.

Die stete Frage, wie viel Steuergeld er den Banken noch zustecken müsse, beantwortet der deutsche Finanzminister mit finsternem Gesicht. „Ich weiß es nicht“, sagt er. „Ich weiß es erst ex post.“ Und wenn am späten Abend, nach einer Kabinettsitzung in Berlin oder einem Ministerrat in Brüssel, jemand fragt, wie er sich fühle, raunzt Peer Steinbrück manchmal zurück: „Beschissen!“

Europas Finanzminister sind derzeit nicht zu beneiden. Mehr, noch mehr Milliarden sollen sie in die Wirtschaft pumpen, tönt es aus Washington. Aus der Gegenrichtung droht Brüssel derweil mit Strafverfahren wegen überhöhter Staatsverschuldung.

Und zu alledem sollen sie in diesen Zeiten der Ratlosigkeit Antworten auf die ganz großen Fragen finden: Wie lässt sich die Wirtschaft auf Trab bringen, ohne dabei die Staatshaushalte

vollends zu ruinieren? Kann man die Banken von den „Schrottpapieren“ befreien, ohne das gesamte Risiko den Steuerzahlern zuzuschieben?

Darüber hinaus haben die 27 Kassenwarte der EU noch einen ganz besonderen Auftrag ihrer Oberen abzuarbeiten. Die hatten auf ihrem letzten Treffen im März die Brüsseler Kommission und ihre Finanzminister angewiesen, neue Möglichkeiten der Regulierung auszuloten.

Schon auf ihrem nächsten Gipfel im Juni wollen die Regenten „erste Beschlüsse zur Verbesserung von Kontrolle und Aufsichtigung des Finanzsektors in der EU fassen“, wie es im Kommuniké-Deutsch heißt. In diese Richtung wollte auch der G-20-Gipfel der weltweit wichtigsten Staats- und Regierungschefs schon marschieren. Doch was wird aus den Gipfelvisionen in den Mühen der Ebenen?

Die Kommission hat erste Vorschläge gemacht, das Parlament ein erstes Gesetz beschlossen: Großkredite unter Banken werden künftig auf 25 Prozent des Eigenkapitals limitiert. Und von den riskanten Papieren, die eine Bank dann verkauft, muss sie mindestens fünf Prozent selbst behalten.



Minister Steinbrück, Lagarde: Mühen der Ebene

Das war's dann aber auch erst mal. Die Chancen sind gering, dass den plakativen Ankündigungen rasch weitere konkrete Maßnahmen folgen.

Ein Riss gehe quer durch die EU, sagt der Europaparlamentarier Werner Langen (CDU). Ähnlich klingt es aus dem Kreis der Finanzminister: Das alte kontinentale Kerneuropa steht wieder einmal gegen Engländer, Iren und einen Teil der neuen Clubmitglieder im Osten.

Vor allem London und Dublin blocken alles ab, was ihrer Finanzindustrie Probleme machen könnte. Das ist sogar verständlich, denn andere zukunftsfähige Branchen haben Großbritannien und Irland kaum noch. Aber für Europa ist der Kurs brandgefährlich.

„Es gibt bei uns bis heute keinerlei Risikomanagement“, sagt David Wright, stellvertretender Generaldirektor der Kommission. Vor dem großen Knall habe es überhaupt keine Warnung gegeben, „die nötigen Mechanismen existieren einfach nicht“. Für Änderungen sei es höchste Zeit.

Zumindest in der Theorie sind sich darin fast alle einig. Sogar Britanniens spröder Premier Gordon Brown habe sich in der