

Vortrag

Preisinflation als Zielgröße der Geldpolitik im Euroraum

Karl-Friedrich Israel
Université Catholique de l'Ouest
3 Place André Leroy
49000 Angers
kisrael@uco.fr

XI. Internationaler Förder-Kongress JUNGE WISSENSCHAFT UND WIRTSCHAFT
„Europa im Aufbruch? – Neue Impulse für Freiheit und Wohlstand
in einer sich verändernden Weltordnung“
München, 15.-16. Juni 2022

Das erklärte Ziel des Eurosystems ist es eine jährliche Preisinflationsrate von nahe aber unter 2% über die mittlere Frist zu erzeugen. Die Zielvariable der Geldpolitik ist der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) an dessen Wachstumsrate man die Inflation misst. Der HVPI versucht das Konsumverhalten eines repräsentativen Haushalts abzubilden und misst den Preis eines ausgewählten und regelmäßig angepassten Warenkorbs über die Zeit. Dabei treten viele theoretische und praktische Probleme auf, die zu möglichen Verzerrungen im Index führen können. Diese sollen allerdings nicht Gegenstand des folgenden Beitrags sein. Selbst unter der Annahme, dass der HVPI keine systematischen Verzerrungen aufweise, bietet er Anlass zur Kritik, denn er konzentriert sich ausschließlich auf Güter- und Dienstleistungen des privaten Konsums in der Gegenwart. Anlagegüter, die dem Ersparnisaufbau für den zukünftigen Konsum dienen, sowie die zahlreichen vom Staat bereitgestellten öffentlichen Güter werden in der konventionellen Inflationmessung nicht berücksichtigt. Diese blinden Flecken des HVPI führen in Verbindung mit dem erklärten Inflationsziel des Eurosystems zu tiefgreifenden Problemen, die im Folgenden in vier Thesen erläutert werden sollen.

I. Die Geldpolitik des Eurosystems ist zu expansiv

Die offiziell gemessene Inflationsrate im Euroraum ist im April 2022 in Bezug auf den Vorjahresmonat auf 7,4% gestiegen. Es gibt deshalb aus Sicht einiger Beobachter Anlass dazu, den expansiven geldpolitischen Kurs des Eurosystems zu hinterfragen. Die Frage, ob die Geldpolitik des Eurosystems zu expansiv sei, sollte allerdings mit Blick auf eine längere Zeitspanne beantwortet werden. Seit Einführung des Euros als Rechenwährung im Jahr 1999 lag die jährliche HVPI-Inflationsrate im geometrischen Mittel bei 1,9%. Im Durchschnitt konnte man also das anvisierte HVPI-Inflationsziel erreichen. Von 2000 bis 2008 sowie in den Jahren 2011 und 2012 lag die offizielle Inflationsrate über 2% und erreichte im Jahr 2008 ihren vorübergehenden Höchststand mit 3,3%. In allen anderen Jahren lag sie unterhalb der gewünschten Obergrenze und erreichte Ihren Tiefstand im Jahr 2020 mit einem Wert von 0,3%. Die absinkenden Inflationszahlen seit 2013 wurden u. a. zur Rechtfertigung unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen herangezogen, die mit einer sich beschleunigenden Ausweitung der Geldmenge verbunden sind.

Die Geldmenge M1 des Euroraums wurde seit Beginn des Jahrs 1999 mehr als versechsfacht. Sie stieg von damals 1.726 Mrd. € auf 11.489 Mrd. € im April 2022 an. Gemessen am gesetzten Inflationsziel, ist die Geldpolitik, selbst mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate der Geldmenge M1 von 8,5%, nicht zu expansiv. Allerdings setzt das Inflationsziel des Eurosystems implizit voraus, dass der HVPI die allgemeine Kaufkraftentwicklung des Geldes abbildet. Dies ist allerdings nicht der Fall. Außerhalb des HVPI-Warenkorbs sind anhaltende überproportionale Inflationsraten zu verzeichnen, die die reale Kaufkraft des Euros untergraben und die allgemeinen Lebenshaltungskosten eines

repräsentativen Haushaltes erhöhen. Dabei ist es wichtig hervorzuheben, dass Haushalte nicht nur in der Gegenwart konsumieren, sondern immer auch für die Zukunft vorsorgen, also sparen.

Eine positive Konsumentenpreis-inflation, selbst wenn sie knapp unter 2% liegt, hat strukturelle Auswirkungen auf das Sparverhalten. Sie verursacht eine Umlagerung von Ersparnissen in inflationsbesicherte Anlageformen und erhöht somit überproportional die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nach Vermögensgütern, wie Aktien und Immobilien. Seit 2010 sind etwa in Deutschland die Kaufpreise für Wohnimmobilien um mehr als 4,1% pro Jahr gestiegen. Aktienpreise gemessen am DAX sind seit Einführung des Euros im Schnitt um 4,5% gestiegen. Vor dem Ausbruch der Corona-Pandemie im Januar 2020 lag der DAX bei 12.982 Punkten. Am 28. Mai 2022, zum Zeitpunkt der Niederschrift dieses Texts, liegt er bei 14.462 Punkten. Das entspricht sogar einer jährlichen Preissteigerungsrate von 4,7% über die Zeit der Pandemie und des Ukrainekriegs hinweg. Dass es sich hierbei tatsächlich um erwartete oder realisierte reale Produktivitätsgewinne handelt, ist zweifelhaft. Die stark ansteigenden Aktienpreise sind inflationsgetrieben und eine Folge der expansiven Geldpolitik. Vor dem Hintergrund dieser überproportionalen Vermögenspreis-inflation, die auch in vielen anderen Ländern zu beobachten ist, kann die Geldpolitik als zu expansiv eingestuft werden. Wenn man ein breiteres Inflationsmaß als den HVPI ansetzt, so entwertet die Kaufkraft des Euros deutlich stärker als 2% pro Jahr.

II. Die Geldmengenausweitung geht zulasten der realen Arbeitseinkommen und untergräbt die soziale Mobilität

Die überproportionale Vermögenspreis-inflation hat tiefgreifende sozialpolitische Konsequenzen. Für Haushalte, die bereits Vermögenswerte, insbesondere Aktien und Immobilien, besitzen, geht sie mit einem positiven Vermögenseffekt einher. Haushalte, die hingegen primär von Arbeitseinkommen leben, werden abgehängt. Für sie wird der reale Vermögensaufbau für die Zukunft erschwert.

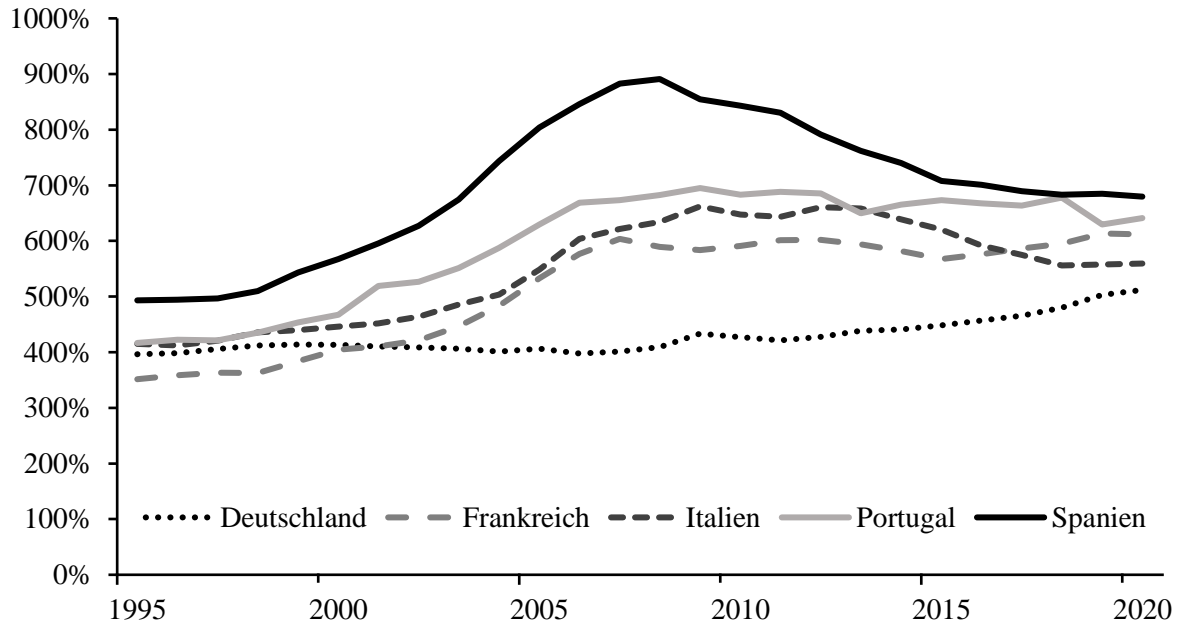
Die realen Arbeitseinkommen in Deutschland haben im Median nicht mit der überproportionalen Vermögenspreis-inflation schritthalten können. Nach Daten des Sozio-oekonomischen Panels des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung in Berlin sind die realen Medianlöhne in Deutschland zwischen 1999 und 2017 nur um 0,12% pro Jahr gestiegen, wenn man den HVPI als Inflationsmaß ansetzt. Unter Berücksichtigung der überproportionalen Vermögenspreis-inflation sind sie gesunken (Israel und Schnabl, 2020). Dies bedeutet, dass Haushalte, deren Einkommen primär aus Arbeit erzielt werden, der reale Ersparnis-aufbau heute schwerer fällt als vor der Einführung des Euros.

Ähnliche Tendenzen können in anderen Ländern des Euroraums beobachtet werden. In Frankreich, Italien, Spanien und Portugal kam es bereits in den ersten Jahren der gemeinsamen Währung im Vorfeld der Großen Rezession von 2007 und 2008 zu enormen Preissteigerungen in den Vermögensmärkten, wiederum insbesondere bei Immobilien. Dies führte in all diesen Ländern zu einem rasanten Anstieg der Vermögen im Verhältnis zu den Einkommen. Die Abbildung 1 dokumentiert diesen Trend. Dabei handelt es sich keineswegs primär um einen realen Vermögensaufbau, der über den Anstieg der nominalen Einkommen hinausgeht, sondern zum Großteil um eine überproportionale Inflationierung der Vermögenswerte. Wie eng diese Entwicklung an den Preisen für Wohneigentum hängt, kann am Beispiel Frankreichs sehr gut illustriert werden (siehe Abbildung 2).

Zwischen 1999 und 2007 sind in Frankreich die Preise für Wohnimmobilien um 136,0% gestiegen, was einer jährlichen Preissteigerungsrate von 10,0% entspricht. In der gleichen Zeit ist das Verhältnis des Nettonationalvermögens zu den Nettonationaleinkommen von 362,7% auf 603,8% gestiegen. Der Geldwert der Vermögen ist heute also mehr als 6-mal so hoch wie das jährliche Einkommen. Damit ist es heute wesentlich schwerer in Frankreich mit einem gegebenen Einkommen ein durchschnittliches Vermögen anzusparen, wenn man von Null startet. Man braucht entweder länger oder muss deutlich höhere Opfer beim Konsumverzicht in der Gegenwart bringen. Wenn man von heterogenen Inflationstendenzen abstrahiert, dann bräuchte es heute mit einem Durchschnittseinkommen und einer

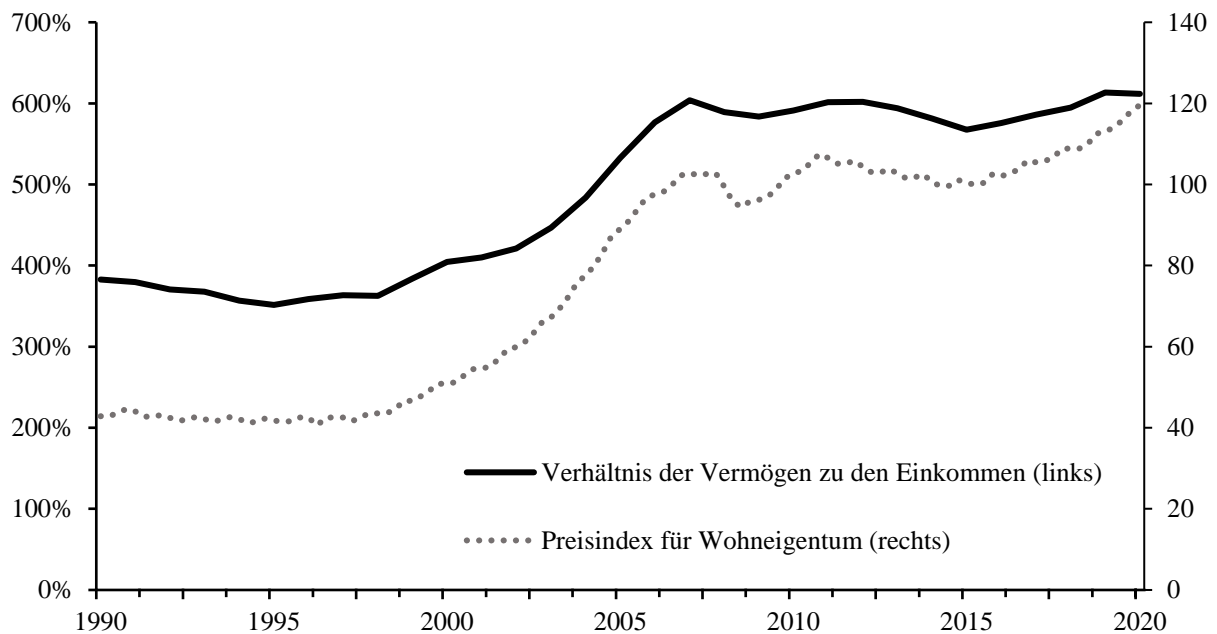
Sparquote von 10% mehr als 60 Jahre, um das durchschnittliche Vermögen anzusparen, wohingegen es vor Einführung des Euros nur etwa 36 Jahre gedauert hätte.

Abbildung 1: Das Verhältnis der nationalen Nettovermögen zu den nationalen Nettoeinkommen



Datenquelle: World Inequality Database, <https://wid.world/>

Abbildung 2: Das Verhältnis der Nettovermögen zu den Nettoeinkommen im Vergleich zum Preisindex für Wohneigentum in Frankreich



Datenquellen: World Inequality Database, <https://wid.world/>, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

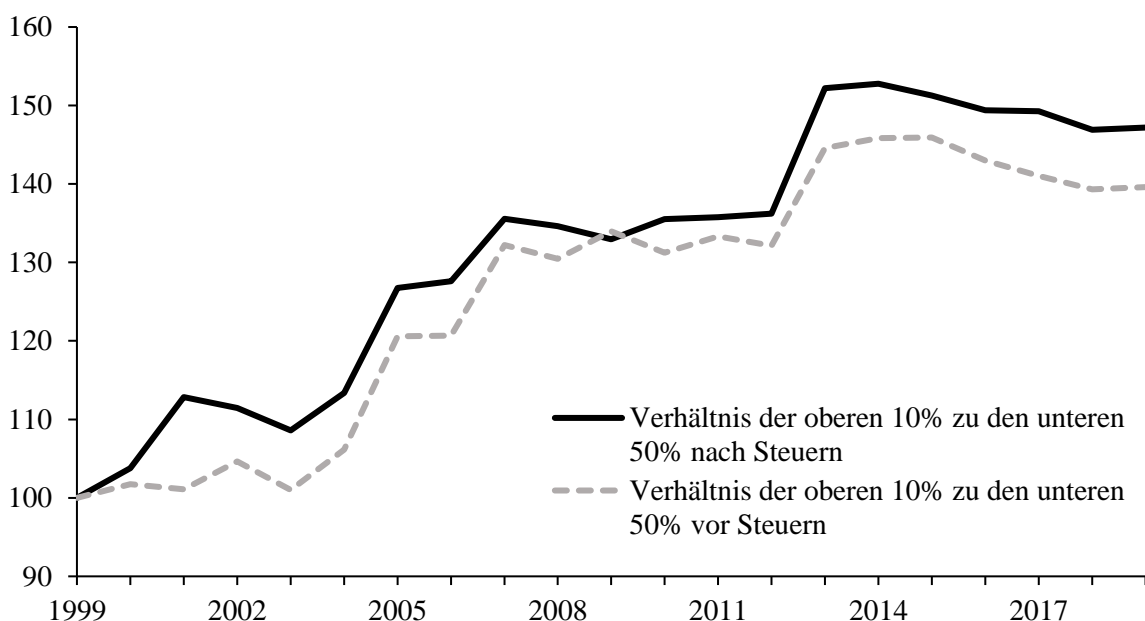
Das Verhältnis der Vermögen zu den Einkommen ist in Deutschland zwar noch niedriger als in den dargestellten südeuropäischen Staaten. Es steigt aber seit 2010 ebenfalls rasant an. Mit der sich beschleunigenden Immobilienpreisinflation ist es von 427,0% im Jahr 2010 auf 511,9% im Jahr 2020 gestiegen. Auch in Deutschland kommt es damit zunehmend zu einer Untergrabung der sozialen Mobilität. Haushalte, die sich ein Vermögen erst noch aufbauen möchten, müssen dafür länger arbeiten und größere Opfer im Konsumverzicht bringen als es ohne die überproportionale Vermögenspreisinflation der Fall wäre. Die überproportionale Vermögenspreisinflation erleichtert es zudem jenen Haushalten, die bereits Vermögenswerte besitzen, ihre privilegierte Position innerhalb der Vermögenshierarchie zu behaupten.

III. Die Geldmengenausweitung führt zu einer Erhöhung der Vermögens- und Einkommensungleichheit

Eine Expansion der Geldmenge geht mit Umverteilungseffekten einher. Diese haben nicht notwendigerweise einen systematischen Effekt auf die Verteilung von Vermögen und Einkommen. Es kommt darauf an, wo das neugeschaffene Geld in den volkswirtschaftlichen Kreislauf eintritt und in welcher Weise und Reihenfolge es Preise und Einkommen verändert. Grundsätzlich ist Preisinflation aber kein homogenes Phänomen. Manche Preise und Einkommen steigen früher und schneller als andere. Damit schafft Preisinflation Gewinner und Verlierer. Man zählt zu den Gewinnern, wenn die Verkaufspreise (Einkommen) schneller steigen als die Einkaufspreise (Ausgaben). Ist es andersherum, zählt man zu den Verlierern. Wenn die Verlierer des Inflationsprozesses überwiegend am unteren Ende der Vermögens- und Einkommensverteilung zu finden sind, wird die Ungleichheit tendenziell verstärkt.

Die überproportionale Vermögenspreisinflation ist einer der wichtigsten Treiber für die Amplifizierung und Verstärkung der bestehenden Vermögensungleichheit. Breite Bevölkerungsschichten in vielen Ländern haben keinen nennenswerten Vermögensbesitz. Vor Einführung des Euros verfügten die unteren 50% der Vermögensverteilung in Deutschland nur über etwa 4.4% des Nettovermögens. Im Jahr 2021 waren es noch 3,4%. In dieser Zeit ist das Verhältnis des Vermögensanteils der oberen 10% zum Vermögensanteil der unteren 50% um 35% gestiegen.

Abbildung 3: Einkommensanteile in Deutschland im Verhältnis vor und nach Besteuerung (Index 1999=100)



Datenquelle: World Inequality Database, <https://wid.world/>

Dadurch, dass die expansive Geldpolitik des Eurosystems überproportional auf die Vermögensmärkte einwirkt, stimuliert sie insbesondere die Gewinne und Einkommen aus Kapitalbesitz. Darüber hinaus schaffen die überproportionalen Vermögenspreissteigerungen einen stärkeren Anreiz für spekulative Investitionen, welche die Investitionen in den realen Kapitalaufbau verdrängen. Der reale Kapitalaufbau ist allerdings ausschlaggebend für das Wachstum der Reallöhne. Diese geraten durch die *Finanzialisierung* in vielen Wirtschaftszweigen in Mitleidenschaft.

Vor Steuern und Umverteilung ist die Einkommensverteilung in Deutschland und anderen europäischen Ländern seit Einführung des Euro gestiegen. Für Deutschland lässt sich, wie in Abbildung 3 verdeutlicht, zudem erkennen, dass die Ungleichheit in den Einkommen nach Besteuerung sogar noch etwas stärker gestiegen ist als vor Besteuerung. Dies kann daran liegen, dass Kapitaleinkommen durch die expansive Geldpolitik überproportional stimuliert werden, im Vergleich zu Arbeitseinkommen im Grenzsteuersatz aber weniger stark belastet werden. Kapitaleinkommen fließen überproportional jenen Haushalten zu, die im oberen Ende der Einkommensverteilung zu finden sind.

Damit kommt der fiskalischen Umverteilung eine immer größere Rolle zu, um einen sozialen Ausgleich zu schaffen. In der Konsequenz braucht es eine steigende Steuerlast und wachsende Sozialausgaben, wenn man die Verschiebungen in der Einkommensverteilung ausgleichen möchte. Dies führt tendenziell zu Verzerrungen und Effizienzeinbußen in der marktwirtschaftlichen Ordnung und untergräbt langfristiges Wirtschaftswachstum.

IV. Die Geldmengenausweitung erhöht die Krisenanfälligkeit der Volkswirtschaft

Die expansive Geldpolitik hat einen weiteren strukturellen Effekt auf die Wirtschaftsordnung. Über eine Geldpolitik der niedrigen Zinsen kommt es zu einer verstärkten Kreditfinanzierung von Investitionsprojekten und damit zu einer höheren Schuldenlast. Haushalte, Unternehmen und Staaten sind stark verschuldet und somit anfälliger bei unerwarteten konjunkturellen Einbrüchen. Die erhöhte Kreditfinanzierung amplifiziert Wirtschaftskrisen über Ansteckungseffekte. Kreditausfälle lassen potenziell auch die Gläubiger in Schieflage geraten. In einer vermehrt eigenkapitalfinanzierten Wirtschaft könnten hingegen Verluste besser absorbiert und eingegrenzt werden.

Prinzipiell können Liquiditätsengpässe jederzeit durch Geldschöpfung abgedeckt werden. Kurzfristig kann die Geldpolitik damit schwerere Konjunkturerbrüche und Unternehmenspleiten verhindern. Diese Möglichkeit birgt allerdings auch ein *Moralisches Risiko* in sich. Unternehmen und Staaten, die bei Engpässen auf Liquiditätshilfen hoffen können, agieren risikoaffiner. Sie gehen also größere Risiken ein, als sie es ohne die in Aussicht stehenden Hilfen tun würden. Auch über diesen Kanal wird das systemische Risiko und die Wahrscheinlichkeit von Wirtschaftskrisen erhöht.

Krisen bieten ihrerseits Anlass für geldpolitische Interventionen. In diesem Sinne erhöht die expansive Geldpolitik selbst die Dringlichkeit geldpolitischer Eingriffe. Sie schafft darüber hinaus eine erhöhte Abhängigkeit der Wirtschaftssubjekte von der Aufrechterhaltung günstiger Refinanzierungsbedingungen an den Kapitalmärkten. In einer überschuldeten Wirtschaft ist es deshalb sehr schwierig das Zinsniveau anzuheben, da eine tiefgreifende Liquidierungskrise drohen würde. Damit wird der Austritt aus der expansiven Geldpolitik nicht nur zu einer Frage des politischen Willens, sondern auch der Zumutbarkeit für weite Teile des Wirtschaftssystems.

Schlussbemerkungen

Die Geldpolitik des Eurosystems kann mit Blick auf die anhaltende überproportionale Vermögenspreisinflation als zu expansiv eingestuft werden. Die Erreichung des erklärten Inflationsziels von nahe 2% in der mittleren Frist, gemessen am HVPI, erfordert eine zu starke Ausweitung der Geldmenge, die mit unerwünschten Nebeneffekten einhergeht. Sie untergräbt die reale Kaufkraft der Arbeitseinkommen, verstärkt die Vermögens- und Einkommensungleichheit, untergräbt die soziale Mobilität und destabilisiert das Wirtschaftssystem.

Eine Weiterführung des expansiven geldpolitischen Kurses erfordert zahlreiche weitere politische Eingriffe, um diese unerwünschten Effekte zu korrigieren. Damit würde eine sukzessive Untergrabung der marktwirtschaftlichen Ordnung der Europäischen Union einhergehen. Man würde langfristiges Wirtschaftswachstum und Innovation, die aus einer freien und wettbewerblich organisierten Wirtschaftsordnung entspringen, für das kurzfristige Umgehen schmerzhafter Reformen aufs Spiel setzen. Für ein Europa in Freiheit und Wohlstand sind diese Reformen nötig.

Literatur

Israel, Sepp und Sonnenberg (2022): "Japanese monetary policy and household saving", *Applied Economics* Vol. 54(21): 2373-2389.

Israel und Latsos (2020): "The impact of (un)conventional expansionary monetary policy on income inequality - lessons from Japan", *Applied Economics* Vol. 52(40): 4403-4420.

Israel und Schnabl (2020): "Alternative Measures of Price Inflation and the Perception of Real Income in Germany", *CESifo Working Paper* 8583.

Israel (2020): "Die Erklärungslücke bei der Inflationsmessung", *LI-Paper*, Liberales Institut Zürich.

Israel (2017): "In the long run we are all unemployed", *Quarterly Review of Economics and Finance* Vol. 64(3): 67-81.