

Ende des vorherigen Zeitgesprächsartikels

Peter Bofinger

Zielkonforme Preisentwicklung im Euroraum: Implikationen für die deutsche Wirtschaftspolitik

Auf den ersten Blick bestätigen die aktuellen Inflationsdaten die Befürchtungen all derer, die schon immer vor den gefährlichen Folgen einer, aus ihrer Sicht, zu expansiven Geldpolitik gewarnt haben. In Deutschland erreichte die Inflationsrate beim Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im August 2021 einen Wert von 3,4 %, beim Verbraucherpreisindex in der nationalen Abgrenzung waren es 3,9 %. Der Index der Erzeugerpreise war im Juli 2021 sogar um 10,4 % höher als ein Jahr zuvor. In den USA belief sich der Preisauftrieb bei den Konsumentenpreisen im Juli 2021 auf 5,4 %.

Doch in Zeiten der Pandemie und den damit verbundenen spezifischen Schocks für das Wirtschaftsgeschehen sollte man aus den aktuellen Daten nicht ohne weiteres auf ein Wiederaufleben gravierender inflationärer Prozesse schließen, wie man sie in den 1970er Jahren und in der ersten Hälfte der 1980er Jahre beobachten konnte.

Dies gilt in besonderer Weise für die Preisentwicklung in Deutschland. Hier macht sich zum einen die temporäre Mehrwertsteuersenkung zum 1. Juli 2020 bemerkbar, die damals im Vormonatsvergleich zu einem Rückgang des Preisindex um 0,8 % führte. Zum anderen spiegelt sich in der Preisentwicklung der durch die Pandemie bedingte Verfall der Energiepreise, der bis zum Jahresende 2020 anhielt. Ohne Energiepreise gerechnet lag der Anstieg des nationalen Verbraucherpreisindex im August 2021 bei 3,0 %.

Allerdings ist unverkennbar, dass es auch ohne diese Sondereffekte seit der Jahreswende zu einer stärkeren Preisdynamik gekommen ist. Sie beruht primär auf einem starken Anstieg der Energiepreise und wetterbedingt höheren Preisen für Nahrungsmittel. Aber auch ohne diese beiden Komponenten ergibt sich für den Zeitraum von Januar bis August 2021 eine Jahresrate der Inflation von 2,7 %. Dies ist ein relativ hoher Wert, der jedoch in den beiden vergangenen Jahrzehnten immer wieder einmal erreicht wurde, ohne dass sich daraus ein anhaltender Inflationstrend ergeben hätte. In den Sommerprognosen der großen Konjunkturforschungsinstitute wird davon ausgegangen, dass sich die Preisentwicklung im Jahr 2022 deutlich beruhigt und wieder unter den EZB-Zielwert von 2 % fallen wird.

Im Euroraum insgesamt verläuft die Entwicklung wesentlich gedämpfter als in Deutschland. Hier erreichte der HVPI im August eine Zuwachsrate von 3,0 %. Ohne die Energiepreise gerechnet lag die Inflationsrate jedoch nur bei 1,7 %. Berücksichtigt man das hohe Gewicht, das Deutschland im Verbraucherpreisindex des Euroraums einnimmt, liegt damit der Preisauftrieb in den übrigen Mitgliedstaaten des Euroraums deutlich unter den deutschen Werten. Prognosen für den Euroraum, die regelmäßig vom Survey of Professional Forecasters vorge-

© Der/die Autor:in 2021. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz veröffentlicht (creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de).

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationzentrum Wirtschaft gefördert.

Prof. Dr. Peter Bofinger ist Seniorprofessor für Geld und Internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Universität Würzburg.

nommen werden, sehen daher bis zuletzt keine Gefahr für die Geldwertstabilität. In ihrem Bericht vom Juli 2021 erwarteten sie für die Jahre 2022 und 2023 eine Inflationsrate von jeweils 1,5 % und bis zum Jahr 2026 eine Rate von 1,8 %.

Perspektiven für die Preisentwicklung im Euroraum

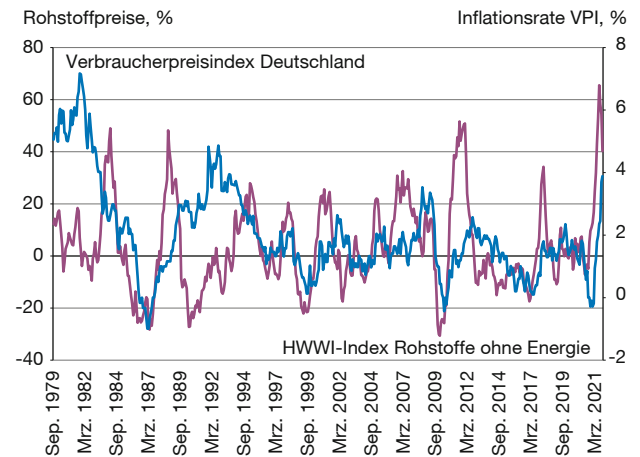
Gleichwohl stellt sich die Frage, ob es nicht doch zu einer Selbstverstärkung der aktuellen Inflationstrends, insbesondere über eine Lohn-Preis-Spirale, kommen kann. Dreh- und Angelpunkt dafür sind die Entwicklungen auf den Arbeitsmärkten und die davon über Tariflohnerhöhungen ausgehenden Effekte auf die Inflationsrate. Hier zeigt sich für den Euroraum der eigentlich erfreuliche Befund, dass die Arbeitslosenrate im Juli 2021 nur noch knapp einen halben Prozentpunkt über dem vor dem Ausbruch der Pandemie erreichten Tiefststand liegt. Allerdings ist die Arbeitslosenrate im Durchschnitt des Euroraums mit 7,6 % nach wie vor recht hoch, wobei große Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten bestehen. Vor allem Griechenland (14,6 %), Spanien (14,3 %) und Italien (9,3 %) haben mit erheblichen Problemen am Arbeitsmarkt zu kämpfen. Auch in Frankreich ist die Arbeitslosigkeit mit 8,0 % nicht gering und damit wesentlich höher als in Deutschland (3,6 %).

Für den Euroraum insgesamt ist somit kaum damit zu rechnen, dass es zu einer Lohn-Preis-Spirale kommen wird. Als Risikofaktor wird allerdings die derzeit zu beobachtende Verteuerung von Rohstoffen gesehen. In der Tat haben sich die Rohstoffe außerhalb des Energiebereichs in den vergangenen Monaten stark verteuert (vgl. Abbildung 1). Allerdings hat sich der Anstieg zuletzt wieder etwas beruhigt und ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass solche temporären Preisspitzen immer wieder auftreten können, ohne dass es dabei zu einer sich selbstverstärkenden Inflation gekommen ist. Mit einem Abflauen der Pandemie sollte es auch bei diesen Rohstoffen wieder zu einer Preisberuhigung kommen.

Ein weiterer Risikofaktor für die Preisstabilität im Euroraum wird in der schon jetzt recht hohen Inflation in den USA gesehen. Wie der Präsident der US-Notenbank Jerome Powell (2021) kürzlich dargelegt hat, spricht vieles dafür, dass es sich hierbei nur um eine temporäre Reaktion auf die Pandemie handelt. Ausweislich der Renditen für inflationsgeschützte Anleihen wird diese Einschätzung von den Agierenden auf dem Kapitalmarkt geteilt. Aber selbst wenn es in den USA in den nächsten Jahren zu höheren Inflationsraten käme, wäre dies keine Gefahr für den Euroraum. Wie die Entwicklung in den 2000er Jahren zeigt, ist bei flexiblen Kursen ein Abkoppeln von der Preisentwicklung der USA möglich.

Abbildung 1 Veränderung der Rohstoffpreise ohne Energie und deutsche Inflationsrate

im Vergleich zum Vorjahr



Quelle: Deutsche Bundesbank.

Handlungsoptionen der EZB

Auch wenn es keine Anzeichen dafür gibt, dass die Inflation im Euroraum außer Kontrolle gerät, ist zu fragen, inwieweit die EZB in der Lage wäre, gegebenenfalls stabilisierend einwirken zu können. Auf der Pressekonferenz vom 22. Juli 2021 hat die EZB in einem etwas verklausulierten Statement angekündigt, dass sie die Zinsen erst dann anheben wird, wenn

- die Inflationsrate auf kürzere Sicht über 2 % liegen wird, und
- wenn sie gleichzeitig dauerhaft bis zum Ende ihres Projektionszeitraums über 2 % liegt, und
- wenn die Kerninflation sich so entwickelt, dass sie mit einer mittelfristigen Preisentwicklung von 2 % im Einklang steht.

Bei einer sich abzeichnenden grundlegenden Veränderung des Preisklimas könnte die EZB somit rechtzeitig aktiv werden. Dabei stellt sich häufig die Frage, ob die Mitgliedstaaten mit einer hohen Staatsverschuldung in der Lage wären, mit höheren Zinsen zurechtzukommen. Hier ist zum einen zu berücksichtigen, dass die durchschnittliche Laufzeit von Staatsanleihen recht hoch ist. In Italien liegt sie bei knapp sieben Jahren. Eine etwas höhere Inflationsrate würde zudem entlastend wirken.

Das größte Risiko einer zinspolitischen Wende der EZB könnte darin bestehen, dass es zu einer überzogenen Re-

aktion der Kapitalmärkte kommt. Hier hätte es die EZB jedoch in der Hand, eine Politik der Yield Curve Control zu verfolgen, wie sie seit September 2016 von der Bank of Japan und seit März 2020 von der Reserve Bank of Australia praktiziert wird. In den USA wurde diese Strategie von April 1942 bis März 1951 praktiziert (Kliesen, 2020). Sie besteht darin, dass die Notenbank nicht nur einen Zielwert für die kurzfristigen Zinsen angibt, sondern zugleich die langfristigen Zinsen auf einem angekündigten Niveau hält. In der besonderen Situation des Euroraums dürfte ein solcher Zielwert nicht in Bezug auf die nationalen Anleiherenditen fixiert werden. Vielmehr müsste er sich auf den Benchmark Bond Yield beziehen, also einen gewichteten Durchschnitt der Anleiherenditen der Mitgliedstaaten.

Globale Demografietrends als Gefahr für die Preisstabilität?

Bisher wurde unterstellt, dass für den Euroraum insgesamt mittel- und langfristig nicht mit einem nennenswerten Inflationsdruck zu rechnen ist. Ein zunehmend populäres Argument, das auf Analysen von Charles Goodhart und Manoj Pradhan (2020) zurückgeht, sieht in langfristigen demografischen Entwicklungen eine mögliche Ursache für weltweit höhere Inflationsraten. Der Aufstieg Chinas und dessen dynamische Bevölkerungsentwicklung seien entscheidende Ursachen für die moderate Inflationsentwicklung in den vergangenen Jahrzehnten gewesen. Mit der demografischen Trendwende in China und der durch die Pandemie ausgelösten Prozesse einer Deglobalisierung entfalle diese Bremse für die Preisentwicklung. Die Welt sehe sich daher in den kommenden Dekaden mit verstärkten inflationären Tendenzen konfrontiert.

Mit dem Fokus auf China scheinen die Autoren jedoch die globalen demografischen Entwicklungen verzerrt wahrzunehmen. Nach Schätzungen der Vereinten Nationen (2019) wird der Anteil der Menschen im arbeitsfähigen Alter an der Gesamtbevölkerung der Welt in den nächsten Jahrzehnten nahezu konstant bei einem Wert von rund 57 % bleiben. Zudem ist mit der fortschreitenden Digitalisierung mit einem Rückgang der Nachfrage nach weniger qualifizierten Arbeitskräften zu rechnen. Eine Reduzierung der weltwirtschaftlichen Arbeitsteilung, die darauf basiert, dass viele Produkte billiger mit Robotern im Inland hergestellt werden, muss daher nicht inflationstreibend werden.

Inflationsgefahren könnten demgegenüber eher aus der weiterhin stark wachsenden Weltbevölkerung und dem sich gleichzeitig verschärfenden Klimawandel ergeben. Diese auf absehbare Zeit kaum zu stoppenden Trends könnten zu einer wachsenden Schere zwischen der Nachfrage und dem Angebot an Nahrungsmitteln führen, und damit zu steigenden Nahrungsmittelpreisen.

Perspektiven für die Preisentwicklung in Deutschland

Während für den Euroraum derzeit nicht zu erkennen ist, dass die Inflationsrate mittelfristig über den Zielwert von 2 % hinausgehen wird, ist die Situation in Deutschland differenzierter zu betrachten. Ein wichtiger Unterschied zu den meisten anderen Mitgliedstaaten besteht in der außerordentlich guten Verfassung des deutschen Arbeitsmarkts, an der sich auch durch die Pandemie nichts Grundlegendes geändert hat.

Hier wird es entscheidend darauf ankommen, dass bei den Tarifverhandlungen zwischen den durch die Pandemie bedingten Sonderfaktoren und den davon unabhängigen Preisentwicklungen unterschieden wird. In Anbetracht der von den Medien massiv geschürten Inflationsängste kann im Sinne einer Selffulfilling Prophecy nicht ausgeschlossen werden, dass es auch 2022 und danach in Deutschland zu Inflationsraten kommt, die moderat über der 2 %-Marke liegen.

Dies führt zu der grundlegenden Frage, wie im Euroraum wieder eine durchschnittliche Inflationsrate von 2 % erreicht werden kann, also das von der EZB bei ihrer Strategieüberprüfung explizit formulierte Inflationsziel. Es setzt zwingend voraus, dass es neben Mitgliedstaaten mit einer unter dem Zielwert liegenden Preisentwicklung auch Länder gibt, deren Inflationsrate etwas darüber liegt. Aufgrund seiner robusten wirtschaftlichen Verfassung wäre Deutschland zu den Ländern zu rechnen, die eine über dem Durchschnitt liegende Inflationsrate verkraften könnten.

Was wäre das Problem, wenn sich die deutsche Inflationsrate in den nächsten Jahren in einem Bereich zwischen 2 % und 3 % bewegen würde? Historisch gesehen lag die durchschnittliche Inflationsrate in der Phase der D-Mark-Währung bei 2,7 %, ohne dass dies der Reputation der Deutschen Bundesbank geschadet hätte.

Die Gefahr, dass eine moderate Inflation außer Kontrolle gerät und wie in den Jahren 1973/1974 zu Inflationsraten in der Größenordnung von bis zu 7 % führt, ist als gering einzuschätzen. Die deutschen Gewerkschaften waren sich in den vergangenen Jahrzehnten stets ihrer gesamtwirtschaftlichen Verantwortung bewusst. Sie würden Deutschland nicht in die Inflation treiben. Zudem hätte es die deutsche Wirtschaftspolitik, die durch das Stabilitäts- und Wachstumsgesetz dazu verpflichtet ist, zur Stabilität des Preisniveaus beizutragen, in der Hand, eine überbordende gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu dämpfen.

Die größte Herausforderung einer moderaten Inflation in Deutschland sind ihre Auswirkungen auf die Vermögens-

bildung der privaten Haushalte. Hier stellt sich das gravierende Problem, dass Immobilieneigentum in Deutschland weitaus weniger verbreitet ist als in anderen europäischen Ländern. Nach Daten von Eurostat aus dem Jahr 2013 lebt nur etwas mehr als die Hälfte der deutschen Haushalte in den eigenen vier Wänden, im Durchschnitt des Euroraums sind es jedoch zwei Drittel. Nach Daten des Statistischen Bundesamts belief sich der Anteil der Haushalte mit Wohneigentum im Jahr 2018 sogar nur auf 46,5 %. In Berlin und Hamburg liegt dieser Wert lediglich bei 17,4 % bzw. 23,9 %. Bei der im europäischen Vergleich überdurchschnittlich hohen Sparquote der deutschen Haushalte bedeutet das eine starke Konzentration der Vermögensbildung auf Geldvermögensanlagen, die naturgemäß keinen Inflationsschutz aufweisen.

Damit ergibt sich ein nicht einfach zu lösendes Dilemma. Bleibt die Inflationsrate in Deutschland auch in den nächsten Jahren unter 2 %, ist kaum zu erwarten, dass für den Euroraum der Zielwert der EZB erreicht werden kann. Damit wäre auf absehbare Zeit nicht mit einer Rückkehr zu „normalen“ Zinsen zu rechnen. Kommt in Deutschland eine moderate Inflation in einer Bandbreite zwischen 2 % und 3 % zustande, eröffnete das eine Perspektive für höhere Zinsen. Zumindest in einer Übergangsphase wäre dieser Weg jedoch mit einer zusätzlichen Belastung für die private Vermögensbildung verbunden.

Die Lösung könnte darin bestehen, dass der deutsche Staat, der schon in der Vergangenheit in besonderer Weise von den niedrigen Zinsen profitierte, zumindest temporär einen Teil dieses Vorteils an seine Sparenden transferiert. Konkret könnte er für eine bestimmte Zeit Sparprämien für private Haushalte gewähren, die öffentliche Anleihen für ihre Altersvorsorge erwerben. Ein Modell hierfür sind die Bundesschatzbriefe, die im Jahr 1969 zur Vermögensbildung breiter Bevölkerungsschichten geschaffen wurden. Diese konnten von den privaten Haushalten unmittelbar und kostenlos bei der damaligen Bundesschuldenverwaltung gehalten werden.

Die Kosten wären überschaubar. Würde allen Bürger:innen zwischen 20 und 65 Jahren die Möglichkeit gegeben, pro Jahr für 1.000 Euro geförderte öffentliche Anleihen zu erwerben, ergäbe sich bei rund 50 Mio. Menschen in dieser Altersklasse ein maximales jährliches Anlagevolumen von 50 Mrd. Euro. Bei einer Sparprämie von zwei Prozentpunkten auf die Marktrendite beliefen sich die maximalen Kosten auf 1 Mrd. Euro pro Jahr. Da es unwahrscheinlich ist, dass der Maximalbetrag ausgeschöpft wird, könnte der geförderte Betrag durchaus verdoppelt werden.

Generell gehört die Sparförderung auf den Prüfstand. Der Sparerfreibetrag liegt seit 2009 unverändert bei 801 Eu-

ro. Auch die im Jahr 2009 eingeführte Besteuerung von Aktiengewinnen, die nach einem Zeitraum von mehr als einem Jahr realisiert werden, wäre zu überdenken. Zumindest könnte hier ein Freibetrag für Kleinsparer:innen eingeführt werden. Die auf Gewinne und Dividenden seit 2009 erhobene Abgeltungsteuer von 25 % ist zwar attraktiv für Gutverdienende. Für Menschen mit geringeren Einkommen, insbesondere für Rentner:innen, kann sie jedoch höher ausfallen als der individuelle Steuersatz.

Zusammenfassung

Insgesamt ist nicht damit zu rechnen, dass die aktuell erhöhten Inflationsraten zu gravierenden inflationären Prozessen führen, wie man sie in den 1970er und Anfang der 1980er Jahre beobachten konnte. Bei der im Euroraum in wichtigen Ländern noch immer hohen Arbeitslosigkeit ist die Wahrscheinlichkeit für eine Lohn-Preis-Spirale gering. Auch die von den temporären Preissteigerungen bei Rohstoffen ausgehenden Impulse dürften keine grundlegende Veränderung des Preisklimas im Euroraum hervorrufen. Dies gilt ebenso für globale demografische Entwicklungen, da weltweit keine Verknappung von Arbeitskräften erkennbar ist. Aber auch im ungünstigen Fall einer anhaltenden inflationären Entwicklung könnte die EZB die Lage jederzeit stabilisieren.

Bei alledem muss man sich mit der Frage auseinandersetzen, wie im Euroraum wieder dauerhaft eine durchschnittliche Inflationsrate von 2 % erreicht werden kann, was wiederum die Voraussetzung für eine Rückkehr zu „normalen“ Zinsen darstellt. Eine durchschnittliche Inflationsrate von 2 % setzt voraus, dass es einige Länder mit einem überdurchschnittlichen Preisauftrieb gibt. Mit seiner robusten wirtschaftlichen Situation würde man Deutschland zu diesen zählen. Zumindest in einer Übergangsphase wäre eine solche Entwicklung mit negativen Effekten auf die Vermögensbildung breiter Schichten verbunden. Hier wäre die deutsche Wirtschaftspolitik gefordert, die seit langem von der Niedrigzinspolitik profitiert. Denkbar wären insbesondere Anleihen für die private Altersvorsorge mit einer um zwei Prozentpunkte höheren Rendite.

Literatur

- Goodhart, C. und M. Pradhan (2020), *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*, Springer International Publishing.
- Kliesen, K. L. (2020), What Is Yield Curve Control? <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2020/august/what-yield-curve-control> (6. September 2021).
- Powell, J. (2021), Monetary Policy in the Time of COVID, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20210827a.htm> (6. September 2021).
- Vereinte Nationen (2019), *World Population Prospects 2019*.