

Ende des vorherigen Zeitgesprächsartikels

Gunther Schnabl, Tim Florian Sepp

Auch die Konsumentenpreisinflation dürfte auf längere Zeit steigen

Während sich die Wogen der Corona-Maßnahmen nur langsam glätten, ist ein neuer Unruheherd aufgetaucht. Die Inflation steigt. In den USA wurde für Juli 2021 eine Inflationsrate von 5,4 % gemeldet, für den Euroraum für August 3,0 % und für Deutschland 3,9 %. Da die Lohnabschlüsse bisher sehr zurückhaltend waren, ergibt sich daraus ein schmerzlicher Kaufkraftverlust.

© 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-Informationszentrum Wirtschaft gefördert.

Die Ansichten darüber, ob die Inflation wie in den 1970er Jahren auf längere Zeit anhalten wird, sind unterschiedlich. Die eine Seite verweist auf Einmaleffekte wie den Nachholbedarf bei Dienstleistungen nach Ende der erzwungenen Schließungen, wieder steigende Energiepreise und das Wiederanheben der Mehrwertsteuer in Deutschland (Powell, 2021; EZB, 2021a). Die andere Seite blickt mit Unbehagen auf die schnell wachsende Staatsverschuldung und die rasante Ausweitung der Zentralbankbilanzen.

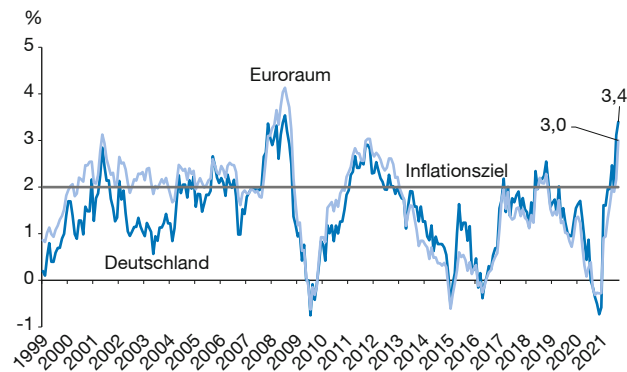
Über die offiziell gemessenen Inflationsraten hinaus steigen die Immobilienpreise schon länger, was für viele Menschen ein Eigenheim unerschwinglich gemacht hat. Die Ersparnisse in Form von Bankeinlagen werden zunehmend entwertet. Aktien-, Gold- und Bitcoin-Preise sind stark angestiegen. Die gefühlte Inflation im Euroraum ist schon lange deutlich höher als die offiziell gemessene. Sollte man sich Sorgen machen?

Zunächst stellt sich die Frage, was Inflation ist. Denn eine „wahre Inflation“ gibt es nicht. Die offizielle Inflationsmessung erfolgt im Euroraum auf der Grundlage des Harmo-

Prof. Dr. Gunther Schnabl ist Leiter des Instituts für Wirtschaftspolitik der Universität Leipzig.

Tim Florian Sepp ist dort wissenschaftlicher Mitarbeiter.

Abbildung 1
HVPI-Inflation im Euroraum 1999 bis 2021



Anmerkung: Das Inflationsziel von 2 % wurde über den Zeitverlauf zuerst als Maximalwert, dann als Punktmaximalziel (nahe, aber unter) sowie zuletzt als symmetrischer Zielwert interpretiert.

Quelle: Eurostat.

nisierter Verbraucherpreisindex (HVPI), der auf einem „Warenkorb“ von Gütern und Dienstleistungen basiert. Die so gemessenen Inflationsraten lagen lange Zeit trotz einer sehr expansiven Geldpolitik deutlich unter dem selbstgesetzten Inflationspunktziel der Europäischen Zentralbank (EZB) von „nahe, aber unter 2 %“ (vgl. Abbildung 1), im Durchschnitt seit der Euroeinführung bei 1,65 % pro Jahr.

Dass die offiziell gemessene Inflation im Euroraum so niedrig ist, könnte auch daran liegen, dass die statistischen Behörden die in den Läden gemessenen Preise bei Qualitätsverbesserungen nach unten rechnen (Israel und Schnabl, 2020). Zudem werden im offiziellen Index Güter mit hohen Preissteigerungen (und damit sinkender Nachfrage) durch Güter mit geringen Preissteigerungen (und damit wachsender Nachfrage) ersetzt.

Campbell (1969) argumentiert, dass je mehr ein sozialer Indikator als Grundlage für politische Entscheidungen dient, dieser desto mehr von Interessengruppen manipuliert wird. Die offiziell niedrig gemessene Inflation diene im Euroraum seit 2010 der Rechtfertigung von Zinssenkungen gegen null und immensen Ankäufen von Staatsanleihen, die (neben anderen Faktoren) die Bilanz der EZB von 1.250 Mrd. Euro im Jahr 1999 auf mehr als 8.000 Mrd. Euro haben wachsen lassen.

Alternative Preisindizes deuten auf höhere Inflationsraten hin (vgl. Tabelle 1). Nach Ludwig von Mises (1949) ist Inflation ein Anstieg der Geldmenge, der nicht durch einen entsprechenden Anstieg der Geldnachfrage ausgeglichen wird. Die EZB hat seit Einführung des Euro das Volumen der Geldbasis um durchschnittlich 11,2 % pro Jahr ausgeweitet, während die Menge aller produzierten Güter und Dienstleistungen im Euroraum im Durchschnitt nur um

Tabelle 1
Inflationsindizes in Deutschland und dem Euroraum

	Deutschland		Euroraum	
	1999 bis 2020	2010 bis 2020	1999 bis 2020	2010 bis 2020
HVPI	1,44	1,32	1,65	1,25
Geldbasis	9,31	13,70	11,22	16,41
M1	7,71	9,04	8,44	7,78
M3	4,65	5,16	5,55	4,09
BIP	1,09	1,34	1,24	0,71
M1-BIP	6,63	7,70	7,20	7,07
M3-BIP	3,56	3,82	4,32	3,38
Immobilienpreise	2,90	5,84		1,98
Aktien ¹	5,30	10,00	2,61	6,96
Steueraufkommen	2,54	3,18		
Nominale Löhne	1,89	2,54	2,47	1,57
Reale Löhne	0,44	1,21	0,82	0,31

¹ Deutschland: DAX30, Euroraum: Euro Stoxx 600.

Geldbasis = Bargeldumlauf + Einlagen der Kreditinstitute beim Eurosystem. M1 = Bargeldumlauf + täglich fällige Einlagen. M3 = M1 + Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren + Einlagen mit einer Kündigungsfrist von drei Monaten + Repogeschäfte + Geldmarktfondsanteile + Schuldverschreibungen mit Laufzeit bis zu zwei Jahren. Geometrische Jahresdurchschnitte von prozentualen Veränderungsdaten gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat, OECD, Statistisches Bundesamt, Bundesbank, EZB, IWF, Datastream.

1,2 % pro Jahr angestiegen ist. Die Geldmenge M1 (Bargeldumlauf und Sichteinlagen bei den Banken) ist im Euroraum um durchschnittlich 8,4 % pro Jahr angewachsen, die Geldmenge M3 um 5,6 %. Für die Eurozone ergibt sich nach dieser Definition seit 1999 eine durchschnittliche Inflation von 7,2 % (M1) bzw. 4,3 % (M3).

Der HVPI wäre nur dann ein zuverlässiges Maß für die allgemeine Inflation, wenn seine Entwicklung mit jenen Gütern eng korrelieren würde, die nicht im Index erfasst sind (Schnabl und Sepp, 2021). Z.B. sind die eigengenutzten Immobilien, deren Preise in Deutschland seit 2010 mit durchschnittlich 5,8 % gewachsen sind, im HVPI nicht vertreten. Eurostat misst die Preisveränderung von Wohnen auf der Grundlage von (oft staatlich kontrollierten) Mieten.

Auch öffentliche Güter wie Straßen, Schulbildung oder Glasfasernetze bleiben bei der Inflationsmessung ausgeschlossen, obwohl die Bürger:innen dafür Steuern bezahlen. Das Steueraufkommen des deutschen Staates ist seit 1999 um durchschnittlich 2,5 % pro Jahr angewachsen. Die Preise für Aktien, die der Wertanlage und damit der Finanzierung zukünftigen Konsums dienen, sind in Deutschland seit 1999 jährlich um 5,3 % gestiegen (vgl. Tabelle 1).

Mit Blick auf alternative Inflationsmaße ist damit die Inflation schon länger hoch. Nun steigt jedoch auch die offiziell gemessene Konsumentenpreis-inflation. Acht Gründe sprechen dafür, dass sich der Trend über längere Zeit hinweg fortsetzen dürfte.

Erstens hat die EZB spätestens seit der europäischen Finanz- und Schuldenkrise ihre Bilanz drastisch ausgeweitet – vor allem durch den Ankauf von Staatsanleihen sowie die Kreditvergabe an Banken und Unternehmen. Dieser Trend hat sich mit der Corona-Krise beschleunigt. Allein das jüngste pandemische Notfallkaufprogramm hat ein Volumen von 1.850 Mrd. Euro. Die (gezielten) längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte können auf 3.300 Mrd. Euro steigen. Das bedeutet, dass deutlich mehr Geld im Umlauf ist.

Zweitens dürfte der Druck auf die EZB, Staatsanleihen zu kaufen, deutlich gestiegen sein, da die Staatsverschuldung im Euroraum auf über 100% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gestiegen ist. Ein weiterer Anstieg ist wahrscheinlich, da im Verlauf der Corona-Krise die Kontrollmechanismen für die Begrenzung der Staatsverschuldung (die Maastricht-Kriterien im Euroraum und die Schuldenbremse in Deutschland) außer Kraft gesetzt wurden und das Wachstum auf Dauer niedrig sein dürfte. Sowohl in Berlin als auch in Brüssel wird entsprechend über eine „Reform“ der Schuldenregeln nachgedacht. Die zusätzliche Nachfrage des Staates begünstigt die Inflation.

Drittens wurden die verfassungsrechtlichen Grenzen für eine höhere EZB-finanzierte Staatsverschuldung gedehnt. Zwar verbieten die europäischen Verträge der EZB eine Finanzierung der Staatsausgaben (Art. 123 AEUV). Doch hat der Europäische Gerichtshof festgestellt, dass der Ankauf von Staatsanleihen vom Sekundärmarkt rechtens ist. Das Urteil des Bundesverfassungsgerichts, welches das Staatsanleiheankaufprogramm (PSPP) für eine Überschreitung der Kompetenzen durch die EZB erklärt hat, ist ins Leere gelaufen. Die EZB hat seither ihre Ankäufe von Staatsanleihen weiter forciert.

Viertens kann die Regulierung dank der zunehmend lockeren Geldpolitik immer weiter wachsen. Denn die aus der Regulierung für die Unternehmen entstehenden Kosten können dank EZB mit günstigeren Finanzierungskosten und Hilfskrediten kompensiert werden. So wären die Corona-Maßnahmen ohne die zentralbankfinanzierten Staatshilfen in diesem Umfang wohl nicht möglich gewesen. Auch das jüngste Lieferkettengesetz wird durch die strengen Anforderungen hinsichtlich des Arbeits- und Umweltschutzes entlang der internationalen Lieferkette die Kosten der Unternehmen erhöhen. Die aus Corona-Regulierungen und Lieferkettengesetz resultierenden Störungen der internationalen Lieferketten könnten dazu führen, dass viele

Unternehmen Teile der Produktion ins Inland zurückverlagern. Nachdem lange Zeit die Globalisierung die Inflation niedrig gehalten hat, würde dieser „Deglobalisierungsprozess“ zu einem Anstieg der Güterpreise führen.

Fünftens wird die von EU und EZB anvisierte Klimarettung mit steigenden CO₂-Steuern und mit einer Lenkung privater Ersparnisse hin zu „grünen“ Investitionen verbunden sein. Höhere CO₂-Steuern lassen die Preise steigen. Eine grüne Umlenkung der Ersparnisse dürfte vielen Wirtschaftsbereichen Finanzierungen entziehen, sodass (Re-)Investitionen und Effizienzgewinne unterbleiben dürften. Die gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsgewinne, die bereits vor der Corona-Krise gegen null gesunken waren, könnten negativ werden. Die Produktionskosten und Preise dürften steigen.

Sechstens könnte sich die EZB aufgrund der hohen Staatsschulden gezwungen sehen, die Zinsen auf Dauer niedrig zu halten. Die anhaltende Niedrig-, Null- und Negativzinspolitik schwächt die Banken, die deshalb davor zurückscheuen, Kredite an wirtschaftlich schwache Unternehmen zu kündigen. Für die europäischen Unternehmen entfällt der Druck, Rationalisierungen und Innovationen voranzubringen, sodass diese „zombifiziert“ werden (Acharya et al., 2021). Das impliziert einen weiteren negativen (positiven) Effekt auf die Produktivität (auf die Preise).

Siebtens deutet die Hinwendung der EZB-Kommunikation zur Klimapolitik an, dass sie sich weiter von dem ursprünglichen Mandat der Preisstabilität (Art. 127 AEUV) abwenden wird. EZB-Direktoriumsmitglied Schnabel hat zuletzt argumentiert, dass der Klimawandel massive Auswirkungen auf die Preisstabilität habe und die EZB daher aufgrund ihres Mandats zum Handeln gezwungen sei (EZB, 2021b). Dies ist konsistent mit der jüngsten Erhöhung des Inflationsziels von „nahe, aber unter 2%“ auf „2%“, welche auf längere Zeit Inflationsraten von deutlich über 2% möglich macht. Über beide Kanäle hat die EZB die Inflationserwartungen angehoben.

Ob die Inflation auf Dauer ansteigt, wird – *achtens* – auch davon abhängen, wie die Löhne auf den Preisanstieg reagieren werden. In den 1970er Jahren entstanden Lohn-Preis-Spiralen, da die Gewerkschaften Kaufkrafteinbußen durch entsprechende Lohnforderungen zu kompensieren versuchten. Die gestiegenen Lohnkosten der Unternehmen führten zu Preiserhöhungen (Fischer und Zeinlinger, 2021).

Derzeit führt die steigende Inflation zu realen Lohneinbußen. Die Gewerkschaft der Lokführer hat den Anfang gemacht und fordert 3,2% höhere Löhne. Der Deutsche Bankangestellten-Verband will 4,8% mehr. Ver.di ist mit 5% im öffentlichen Dienst nachgezogen. Wie der Staat als Arbeitgeber reagieren wird, ist noch ungewiss. Doch

einige politische Parteien fordern bereits deutlich höhere Löhne für niedrige Einkommensgruppen. Der Staat könnte geneigt sein, höheren Lohnforderungen nachzugeben, da die Finanzierung wachsender Ausgabenverpflichtungen dank der Anleihekäufe der EZB gesichert scheint.

Der öffentliche Dienst hat bei den Lohnverhandlungen eine Signalfunktion für den privaten Sektor, sodass dann auch dort die Löhne steigen würden. Die Unternehmen könnten höhere Lohnkosten aus zwei Gründen leichter auf die Konsument:innen überwälzen. Zum einen haben die Lockdowns und die großzügigen Corona-Hilfen dazu geführt, dass die Ersparnisse nochmals stark gestiegen sind. Zum anderen ist die Angst vor dem Wertverlust der Ersparnisse gewachsen, sodass die Zahlungsbereitschaft der Konsument:innen zugenommen haben dürfte.

Da sowohl die Konsumentenpreis- als auch die schon lange hohe Vermögenspreis-inflation negative Wachstums-, Einkommens- und Verteilungseffekte haben (Schnabl, 2019), sollte die EZB zeitnah ihre ultralockere Geldpolitik schrittweise beenden. Dies würde nicht nur die Kaufkraft sichern, sondern auch auf mittlere Frist die Wachstumskräfte stärken. Denn Unternehmen und Staaten wären gezwungen, Schulden zu reduzieren und effizienter zu wirtschaften. Die US-amerikanische Fed denkt bereits öffentlich über eine Reduzierung der Anleihekäufe nach.

Noch vor einigen Monaten hat Isabel Schnabel (ntv, 2021) versichert, dass die EZB bei steigender Inflation im Euroraum die Zinsen anheben würde. Ebenso hat Bundesbankpräsident Weidmann (2021) jüngst betont, dass das Notfallkaufprogramm der EZB eng an die Pandemie gebunden sei und beendet werden müsse, sobald die Notsituation überwunden ist. Gegeben eine geldpolitische Straffung in den USA, würde so verhindert, dass der Euro bei anhaltend lockerer Geldpolitik abwerten würde, was über teurere Importgüter die Inflation im Euroraum weiter antreiben würde.

Allerdings könnte die derzeit offensive Verlagerung des Schwerpunktes der EZB-Kommunikation auf das Klima darauf hindeuten, dass die EZB keine geldpolitische Straffung plant. Christine Lagarde hat im Zuge der Revision des geldpolitischen Ziels bereits angedeutet, dass sie keine Notwendigkeit für die Rückführung der Anleihekäufe sieht (EZB, 2021c).¹

1 „But we recognise the effectiveness of those other tools that we had to invent over the course of the last ten years, which are forward guidance, asset purchase programmes, targeted longer-term refinancing operations and negative interest rates. So in that way, I'm not saying that it is more accommodative, but I'm saying that the tools are there and, if they need to be used, we recognise their effectiveness and the fact that some of them, given the effective low bound that we are close to, will have to continue being used.“

Das könnte zwei Gründe haben. Zum einen ist die Staatsverschuldung insbesondere in vielen südlichen Eurostaaten so hoch, dass ein Zinsanstieg Staatsschuldenkrisen nach sich ziehen dürfte. Ein Auseinanderfallen der Eurozone wäre nicht mehr ausgeschlossen. Zum anderen können Staaten und Unternehmen dem Reformdruck entgehen, der durch eine geldpolitische Straffung entstehen würde.

Deshalb könnte man sich der Hoffnung hingeben, dass schuldenfinanzierte, der Klimarettung dienende Staatsausgaben Wachstum induzieren. Das ist zwar unwahrscheinlich, erhöht aber die Wahrscheinlichkeit, dass die Konsumentenpreis-inflation auf längere Zeit ansteigen wird. Die großen von der EZB begünstigten Effizienzverluste, die bei Staat und Unternehmen entstehen, würden so an die Bürger:innen weitergegeben.

Literatur

- Acharya V., L. Borchert, M. Jager und S. Steffen (2021), Kicking the Can Down the Road: Government Interventions in the European Banking Sector, *The Review of Financial Studies*, 34(9), 4090-4131.
- Campbell, D. T. (1969), Reforms as Experiments, *American Psychologist*, 24(4), 409-429.
- EZB (2021a), Interview with Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, conducted by Carla Neuhaus on 17 August and published on 20 August 2021.
- EZB (2021b), Monetary Policy Statement, Press Conference with Christine Lagarde, President of the ECB, and Luis de Guindos, Vice-President of the ECB on 22 July 2021.
- EZB (2021c), Interview with Christine Lagarde, President of the ECB, conducted by Martin Arnold on 11 July 2021.
- Fischer, M. und T. Zeinlinger (2021), Kommt jetzt die Große Inflation wie in den Siebzigerjahren?, *WirtschaftsWoche*, 17. Juni.
- Israel, K.-F. und G. Schnabl (2020), Alternative Measures of Price Inflation and the Perception of Real Income in Germany, *CESifo Working Paper*, 8583.
- Mises, L. von (1949), *Human Action: A Treatise on Economics*, Auburn, Mises Institute, Re-issue of the classic 1949 Edition.
- ntv (2021), EZB-Direktorin im ntv-Interview, abgerufen am 11. Juni 2021.
- Powell, J. (2021), Monetary Policy in the Time of COVID. Speech at the „Macroeconomic Policy in an Uneven Economy“, Economic Policy Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.
- Schnabl, G. (2019), Central Banking and Crisis Management from the Perspective of Austrian Business Cycle Theory, in D. Mayes, P. Siklos und J. Sturm (Hrsg.): *The Oxford Handbook of the Economics of Central Banking 2019*, Oxford University Press, 551-584.
- Schnabl, G. und T. Sepp (2021), Inflationsziel und Inflationsmessung in der Eurozone im Wandel, *Wirtschaftsdienst*, 101(8), 615-620, <https://www.wirtschaftsdienst.eu/inhalt/jahr/2021/heft/8/beitrag/inflationsziel-und-inflationsmessung-in-der-eurozone-im-wandel.html> (6. September 2021).
- Weidmann, J. (2021), Das Notfallkaufprogramm wird enden, wenn die Pandemie vorbei ist, Interview mit der Berliner Zeitung, 3. Mai.