
Von: Thomas Mayer <thomas.mayer@fvsag.com>
Gesendet: Freitag, 10. Dezember 2021 14:56
An:
Betreff: Die Irrfahrten der Geldpolitiker



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

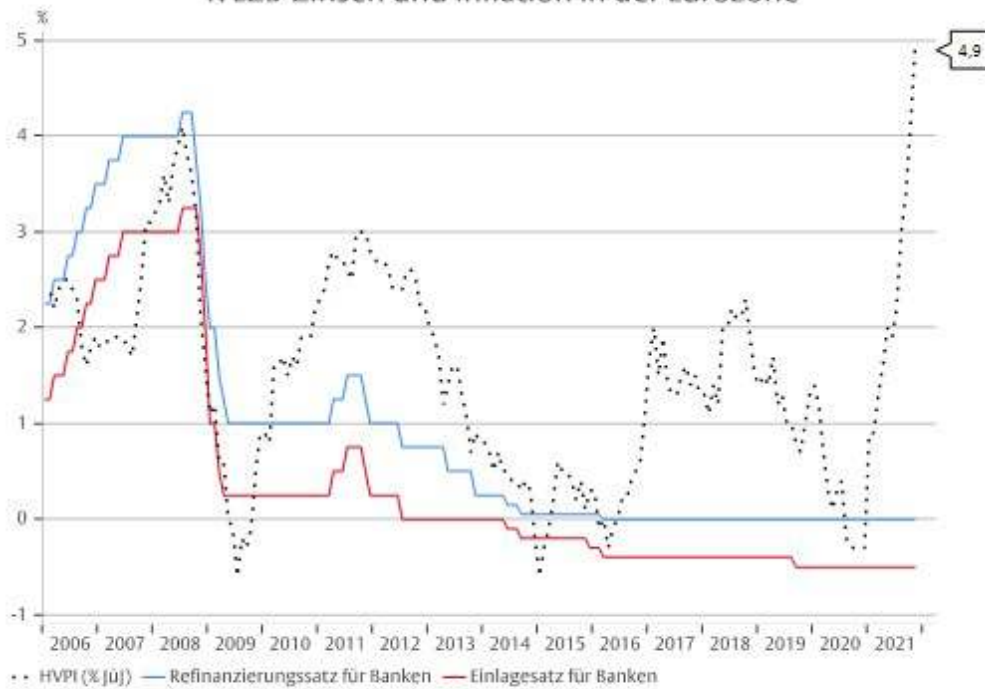


Noch im September sagte die EZB-Direktorin Isabel Schnabel: „*Rechnet man also die Basiseffekte der Pandemie heraus, ist die Inflation momentan weiterhin eher zu niedrig als zu hoch.*“ Inzwischen ist die mit dem harmonisierten Konsumentenpreisindex gemessene Inflation im November auf 4,9 Prozent für die Eurozone und 6,0 Prozent für Deutschland gestiegen. Die Aussage von Frau Schnabel nährt den Verdacht, dass die maßgeblichen Geldpolitiker der Europäischen Zentralbank bis heute nicht verstanden haben, was ihre Politik der Niedrigzinsen und Geldschwemme angerichtet hat und noch bewirken könnte.

Ausweitung der Bewertungen

Obwohl die Finanz- und Eurokrisen vorbei waren, schleuste die EZB in der zweiten Jahreshälfte von 2014 ihren Zins auf Kredite an die Banken gegen null. Den Zins auf Einlagen der Banken drückte sie sogar unter die Nulllinie. Die **Politik der Niedrigzinsen** verfehlte über lange Zeit die beabsichtigte Anhebung der Konsumentenpreisinflation (Grafik 1). Als Nebenwirkung brachte sie jedoch einen gewaltigen Anstieg der **Preise von Vermögenswerten** (Grafik 2).

1. EZB-Zinsen und Inflation in der Eurozone



2. Vermögenspreise in der Eurozone



Mit der Niedrigzinspolitik zur Erzwingung einer höheren Inflation war die EZB nicht allein. Sie wurde von allen großen Zentralbanken verfolgt und brachte einen globalen Anstieg der Vermögenspreise. Wie eine bemerkenswerte neue **Studie des McKinsey Global Institute** zeigt, stieg das Nettoanlagevermögen zwischen den Jahren 2000 und 2020 weltweit um **50 Prozent mehr als das nominale Bruttoinlandsprodukt**. Dafür verantwortlich waren zu **77 Prozent Preiseffekte**, die sich aus dem Anstieg des Güterpreisniveaus (34 Prozent) und der durch den Verfall der Zinsen ausgelösten höheren Bewertungen (43 Prozent) ergaben. Bereinigt um diese Effekte stieg das **reale Nettovermögen** durch Erweiterungsinvestitionen nur um **28 Prozent**. Der Zinsverfall steigerte also die Kaufkraft der Vermögenden für Güter und Dienstleistungen, die von der überwiegenden Zahl der weniger Vermögenden zur Deckung ihres Lebensunterhalts produziert werden.

Geldschwemme in der Coronapandemie

Bis zum Beginn der Coronapandemie blieb die Konsumgüterpreis-inflation trotz Niedrigzinspolitik meist unter ihrem Zielwert. Das änderte sich jedoch, als die Zentralbanken begannen, im großem Stil Anleihen der Staaten zu kaufen. Dadurch schoss die **Geldmenge** in die Höhe. Da die Regierungen das für sie

geschaffene Geld mit Corona-Hilfsprogrammen unter die Leute brachten, stiegen die Konsumausgaben über die in der Pandemie eingeschränkten Produktionsmöglichkeiten hinaus. Zur **Vermögenspreis-** kam die **Konsumgüterpreis-inflation** dazu. Nun sinken zumindest vorübergehend die Reallöhne, weil die von der **Inflation überraschten Gewerkschaften** Lohnerhöhungen vereinbart haben, die den Kaufkraftverlust nicht ausgleichen (Grafik 3).



Winter des Missvergnügens

Inflation und Coronapandemie dürften uns einen „Winter des Missvergnügens“ bescheren. Neue Impfungen und „Herdenimmunität“ nach erfolgter Durchseuchung der Menschen lassen auf ein Ende der Pandemie im Frühjahr hoffen. Dagegen dürften Rücksetzer der Inflation aufgrund von „Basiseffekten“ zu Beginn des neuen Jahres keinen Bestand haben. Zu groß ist dafür der von den Zentralbanken geschaffene **Geldüberhang**.

Die **Quantitätsgleichung** ist für die Geldtheorie so etwas wie der **Energieerhaltungssatz** für die Physik. Aus ihr folgt, dass eine Erhöhung die Geldmenge (m) von einem Anstieg der Produktion (y) oder des Preisniveaus (p) oder einem Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (v) neutralisiert werden kann. Gegenwärtig steht die Geldmenge rund **32 Prozent** über dem aus der Zeit von 2008 bis 2015 fortgeschriebenen Trend. Dieser Überhang wird in den nächsten Jahren von höherer Produktion und möglicherweise höherer Geldhaltung zwar teilweise absorbiert werden. Aber die Erfahrung von 2009 bis 2019 zeigt, dass dies weniger als 2 Prozent pro Jahr ausmachen dürfte. **Der Rest wird die Preise treiben**. Dafür ergibt sich aus der Quantitätsgleichung:

$$p = m + y + v$$

4. Eurozone: M3 und Bruttoinlandsprodukt



Die folgende Tabelle zeigt die **Absorption des Geldüberhangs durch Inflation** unter verschiedenen Annahmen: **(1)** die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (v) nimmt mit der durchschnittlichen, dem Zweifachen oder Dreifachen der Rate der Periode von 2009 bis 2019 ab. **(2)** der Abbau des Geldüberhangs erfolgt über drei bis fünf Jahre. Unter den verschiedenen Annahmen beträgt die Inflationsrate in den kommenden Jahren zwischen **3,7 und 8,8 Prozent**.

Neutralisierung des Geldüberhangs (Jahresinflation unter verschiedenen Annahmen)			
v	3 Jahre	4 Jahre	5 Jahre
-0,4%	8,8%	6,2%	4,6%
-0,9%	8,4%	5,7%	4,1%
-1,3%	8,0%	5,3%	3,7%

Diese Vorausschau ergibt sich aus der **Simulation** verschiedener Szenarien und ist keine **Prognose**. Sollte die tatsächliche Entwicklung der Inflation jedoch in die Nähe dieser Szenarien kommen – was die Quantitätsgleichung nahelegt - könnte die EZB eine **Übererfüllung ihres Ziels** melden. Doch dafür würde sie wohl kaum wie in DDR-Zeiten üblich gepriesen werden.