



WIRTSCHAFTSPOLITISCHER KOMMENTAR 30/10/2015

## Inflationssenkung<sup>1</sup> durch lockere Geldpolitik?

von NORBERT F. TOFALL

- Obwohl das EZB-Anleihekaufprogramm seit März diesen Jahres für eine Inflationserhöhung sorgen soll, war im September eine Inflationssenkung zu beobachten. Die Preise fielen um 0,1 Prozent.
- Der geldpolitische Transmissionsriemen der VWL-Lehrbücher ist zerschnitten. Denn die Geschäftsbanken geben die von den Zentralbanken ermöglichte zusätzliche Liquidität nicht an die Unternehmen und Haushalte weiter, sondern lenken die zusätzliche Liquidität in die Immobilien- und Aktienmärkte.
- Höhere Vermögenspreise schlagen sich jedoch nur unbedeutend in den offiziellen Inflationsraten nieder.

Die Sirenengesänge, welche eine weitere Lockerung der EZB-Geldpolitik fordern, werden lauter. In der letzten Woche signalisierte EZB-Präsident Mario Draghi, daß die Geldpolitik bei Bedarf noch weiter gelockert werden könne. Der Chefvolkswirt der EZB Peter Praet verwies in dieser Woche darauf, daß es für die Glaubwürdigkeit der EZB wichtig sei, daß das Ziel einer Inflationsrate von knapp zwei Prozent erreicht werde. Und laut EZB-Direktor Benoit Coeure komme derzeit auch eine weitere Senkung des negativen Zinses für Geld in Betracht, welches Geschäftsbanken über Nacht bei der EZB parken.

Obwohl das EZB-Anleihekaufprogramm seit März diesen Jahres für eine Inflationserhöhung sorgen soll, war im September eine Inflationssenkung zu beobachten. Die Preise fielen um 0,1 Prozent. EZB-Chefvolkswirt Peter Praet verwies darauf, daß das Inflationsziel der EZB schon seit längerem nicht erreicht werde.

Leider verwies Praet nicht darauf, daß bereits seit Mitte der 1980er in den meisten Industrieländern das Wachstum der Geldbasis nicht mit einer entsprechenden Veränderung der Inflation korreliert. Denn der geldpolitische Transmissionsriemen aus den volkswirtschaftlichen Lehrbüchern wurde schon lange zerschnitten.

---

<sup>1</sup> Der Begriff „Inflation“ wird in diesem Text umgangssprachlich im Sinne von „Teuerung“ verwendet.



In den VWL-Lehrbüchern wird davon ausgegangen, daß die Geschäftsbanken die „Transmission“ der Geldpolitik der Zentralbanken in die Realwirtschaft bewerkstelligen. Nach Lehrbuchauffassung reichen die Geschäftsbanken die zusätzliche Liquidität durch Kredite an Unternehmen und Haushalte weiter; erhöhte Kredite für Konsumgüter führen zu zusätzlicher Nachfrage nach Konsumgütern; bei voller Auslastung des Produktionspotentials führt das zu erhöhten Preisen; aufgrund der erhöhten Konsumgüternachfrage investieren die Unternehmen mehr und erhöhen ihre Produktionskapazitäten; die höheren Preise für Konsumgüter veranlassen die Gewerkschaften zu höheren Lohnforderungen, so daß die Lohn-Preis-Spirale anspringt, woraus erneut Inflationserhöhungen folgen, - laut den VWL-Lehrbüchern...

Dieser Transmissionsriemen der VWL-Lehrbücher ist jedoch zerschnitten. Denn die Geschäftsbanken geben die von den Zentralbanken ermöglichte zusätzliche Liquidität nicht an die Unternehmen und Haushalte weiter, sondern lenken die zusätzliche Liquidität in die Immobilien- und Aktienmärkte. Die dadurch sich erhöhenden Vermögenspreise schlagen sich nur unbedeutend in den offiziellen Inflationsraten nieder, weil diese auf Warenkörben mit überwiegend Konsumgütern basieren.

Dazu kommt, daß die Niedrig- und Negativzinspolitik der Zentralbanken den Regierungen einen Anreiz geben, die Staatsschuldenstände zu erhöhen, weil trotz höherer Staatsschulden die Zinslast bei fallenden Zinsen konstant bleibt. In Japan erhöhte sich der öffentliche Schuldenstand von 66 Prozent des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 1985 auf 240 Prozent im Jahr 2013, ohne daß sich das Verhältnis von Zinslast zu Staatsausgaben der Zentralregierung maßgeblich verändert hätte. Da Boomphasen auf den Finanzmärkten die Steuereinnahmen erhöhen,

weiten Regierungen oftmals ihre Staatsausgaben zusätzlich aus. Nach dem Platzen von Finanzmarktblasen erhöhen sich die Staatsschulden erneut, weil überschuldete Banken vom Staat gerettet und auf Kosten des Staates rekapitalisiert werden. Die Rettung ganzer Staaten im Zuge der Eurokrise kommt noch hinzu. Damit die Staaten das halbwegs tragen können, müssen die Zinsen weiter niedrig bleiben. Trotzdem sind die meisten Staaten bei steigender Staatsverschuldung zu einer Austeritätspolitik gezwungen und setzen dabei meistens bei den Lohnausgaben an.

Öffentliche Lohnausterität und die nicht einsetzende Lohn-Preis-Spirale im privaten Sektor führen insgesamt zur Lohnrepression, welche die Inflation sinken läßt. Staatliche Ausgaben für Infrastruktur oder die Rekapitalisierung von überschuldeten Banken oder die Rettung ganzer Staaten haben natürlich auch keine direkte Auswirkung auf die Warenkörbe zur Inflationsmessung.

Aber die Sirenengesänge von Draghi, Praet und Coeure erschallen weiter. Das Ende dieses Liedes ist bekannt.



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2015 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autor* Norbert F. Tofall; *Redaktionsschluss* 30. Oktober 2015