

Die Erklärungslücke bei der Inflationsmessung



KARL-FRIEDRICH ISRAEL * • Mai 2020

Zusammenfassung

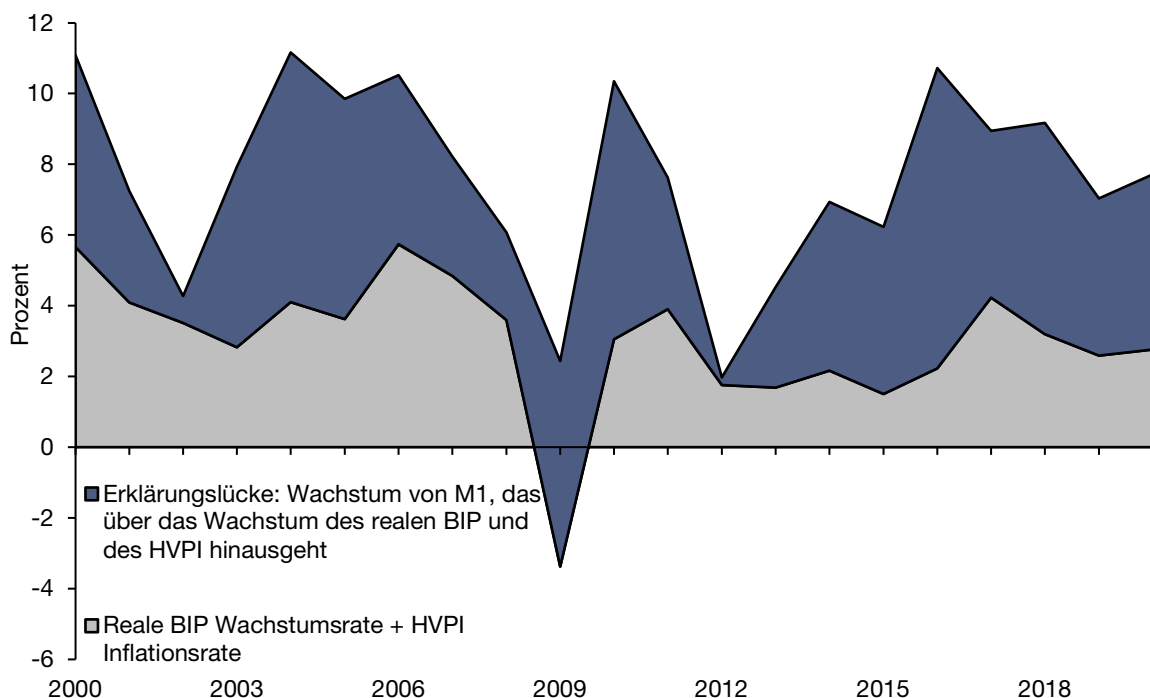
- Viele Ökonomen haben in den letzten Wochen vor potenziell sehr hohen Preisinflationsraten gewarnt, mit der Begründung, dass eine Geldexpansion von ungeahntem Umfang auf einen negativen Angebotschock treffe. Andere befürchten hingegen, dass die monetären und fiskalischen Stimuli nicht stark genug sein werden, um den Rückgang der privaten Ausgaben zu kompensieren. Dadurch könnte eine Deflationsspirale in Gang gesetzt werden. In den meisten Fällen irren sich zum Glück beide Seiten.
- Betrachtet man die Verbraucherpreisinflationsraten in der Eurozone, dann hat die eher aktionsfreudige Geldpolitik der letzten Jahrzehnte wenig Wirkung gezeigt: Die Geldmenge M1 ist der Eurozone im Zeitraum von 1999-2020 mit einer durchschnittlichen Jahresrate von 7,59% gewachsen. Damit hat sie sich weit mehr als vervierfacht, während die Verbraucherpreise nur um etwas mehr als 40% gestiegen sind.
- Subtrahiert man sowohl die durchschnittliche reale Wachstumsrate, als auch die durchschnittliche Verbraucherpreisinflationsrate von der durchschnittlichen Wachstumsrate der Geldmenge M1; dann verbleibt eine Erklärungslücke von etwa 4,6 Prozentpunkten pro Jahr. Wohin fließt das Geld, wenn es nicht durch höhere Stückpreise für Konsumgüter oder eine grössere reale Produktion absorbiert wird?
- Der Inflationsdruck entlädt sich ausserhalb der Konsumgütermärkte, vor allem auf den Märkten für langfristige Vermögenswerte wie Aktien und Immobilien. Die offizielle Inflationsmessung unterschätzt die allgemeine Preisinflationsrate, was für den durchschnittlichen Haushalt nicht unbedeutend ist: Wenn die Vermögenspreise steigen, wird es schwieriger, ein bestimmtes Niveau an Realvermögen zu erreichen. Die Preisinflation findet für die meisten Menschen zwar ausserhalb der offiziellen Zahlen aber dennoch deutlich spürbar statt.

* Der Autor ist Senior Researcher am Institut für Wirtschaftspolitik an der Universität Leipzig.

Hin und wieder lehnen sich Ökonomen mit ihren Modellen weit aus dem Fenster, indem sie öffentlichkeitswirksam Prognosen über die künftige Preisinflationsrate abgeben. Die derzeitigen Beschränkungen aufgrund der Covid-19 Pandemie bilden da keine Ausnahme. Viele Ökonomen haben in den letzten Wochen vor potenziell sehr hohen Preisinflationsraten gewarnt, mit der Begründung, dass eine Geldexpansion von ungeahntem Umfang auf einen negativen Angebotsschock treffe. Andere befürchteten hingegen, dass die monetären und fiskalischen Stimuli nicht stark genug sein werden, um den Rückgang der privaten Ausgaben zu kompensieren. Dadurch könnte eine Deflationsspirale in Gang gesetzt werden. In den meisten Fällen irren sich zum Glück beide Parteien.

Um die getroffenen Prognosen beurteilen zu können, sollte zunächst geklärt werden, über welchen Sachverhalt diese Ökonomen eigentlich Aussagen treffen – und wie eng ihre Zielvariable wirklich mit geldpolitischen Interventionen zusammenhängt. Betrachtet man die Verbraucherpreisinflationsraten in der Eurozone, dann hat die eher aktionsfreudige Geldpolitik der letzten Jahrzehnte wenig Wirkung gezeigt. Seit 1999 liegt die durchschnittliche jährliche Inflationsrate, gemessen am harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), bei etwa 1,65%. Die Rate für ein einzelnes Jahr erreichte maximal 3,20% (im Jahr 2008) und war nur einmal negativ, nämlich im Jahr 2015 mit -0,60%. Insgesamt ist die Spanne also eher schmal. Weiterhin stimmt der Durchschnittswert in diesem Zeitraum recht gut mit dem erklärten Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB) überein, auch wenn einige Ökonomen ihn gern noch näher an 2% hätten.

Abbildung 1: Prozentuale jährliche Veränderung der Geldmenge M1 im Vergleich zum Wachstum des realen BIP und des HVPI in der Eurozone. [Quellen: EZB, IWF].



Im Gegensatz dazu ist die Geldmenge M1 der Eurozone im gleichen Zeitraum (1999-2020) mit einer durchschnittlichen Jahresrate von 7,59% gewachsen. Damit hat sie sich weit mehr als vervierfacht, während die Verbraucherpreise nur um etwas mehr als 40% gestiegen sind. Auch wenn nicht zu erwarten ist, dass sich die gesamte monetäre Expansion in einer proportionalen Preisinflation niederschlägt, so ist der beobachtete Unterschied doch überraschend gross und anhaltend. Das reale Wirtschaftswachstum nach offiziellen Zahlen füllt diese Lücke kaum aus. Das reale BIP ist seit 1999 lediglich um 32% bzw. mit einer durchschnittlichen Jahresrate von 1,35% gewachsen. Subtrahiert man sowohl die durchschnittliche reale Wachstumsrate, als auch die durchschnittliche Verbraucherpreisinflationsrate von der durchschnittlichen Wachstumsrate der Geldmenge M1; dann verbleibt eine Erklärungslücke von etwa 4,6 Prozentpunkten pro Jahr. Wohin fließt das Geld, wenn es nicht durch höhere Stückpreise für Konsumgüter oder eine grössere reale Produktion absorbiert wird?

Mögliche Gründe für die Erklärungslücke

Nun, es gibt im Wesentlichen zwei Erklärungsansätze. Zum einen könnte ein Anstieg der Rückhaltungsnachfrage nach Geld verantwortlich sein, d.h. die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes hätte erheblich abgenommen. Unter der Annahme, dass die Quantitätsgleichung die betrachteten empirischen Grössen genau miteinander in Beziehung setzt ($PY=MV$, wobei P dem HVPI, Y dem realen BIP und M der Geldmenge M1 entsprechen), muss notgedrungen die Umlaufgeschwindigkeit V die entstandene Lücke füllen. Da die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes hier jedoch nur ein Residuum darstellt, das jede Lücke definitionsgemäss füllen muss, ist ihre Erklärungsgehalt sehr gering. Zwar gibt es sicherlich Veränderungen in der Rückhaltungsnachfrage nach Geld, warum aber sollten diese Veränderungen im Durchschnitt derart gross und beständig positiv sein (siehe Abbildung 1)?

Die zweite Möglichkeit besteht darin, dass sich der Inflationsdruck tatsächlich ausserhalb der Konsumgütermärkte entlädt, vor allem auf den Märkten für langfristige Vermögenswerte wie Aktien und Immobilien. Das würde bedeuten, dass die HVPI-Inflationsmessung die allgemeine Preisinflationsrate grob unterschätzt. Es wurde vielfach dokumentiert, dass die Inflation der Vermögenspreise in den letzten Jahren stark angestiegen ist.¹ Dies ist für den durchschnittlichen Haushalt sicherlich von Bedeutung: Wenn die Vermögenspreise steigen, wird es schwieriger, ein bestimmtes Niveau an Realvermögen zu erreichen – sofern man nicht in der glücklichen Lage ist, bereits über Vermögenswerte zu verfügen.

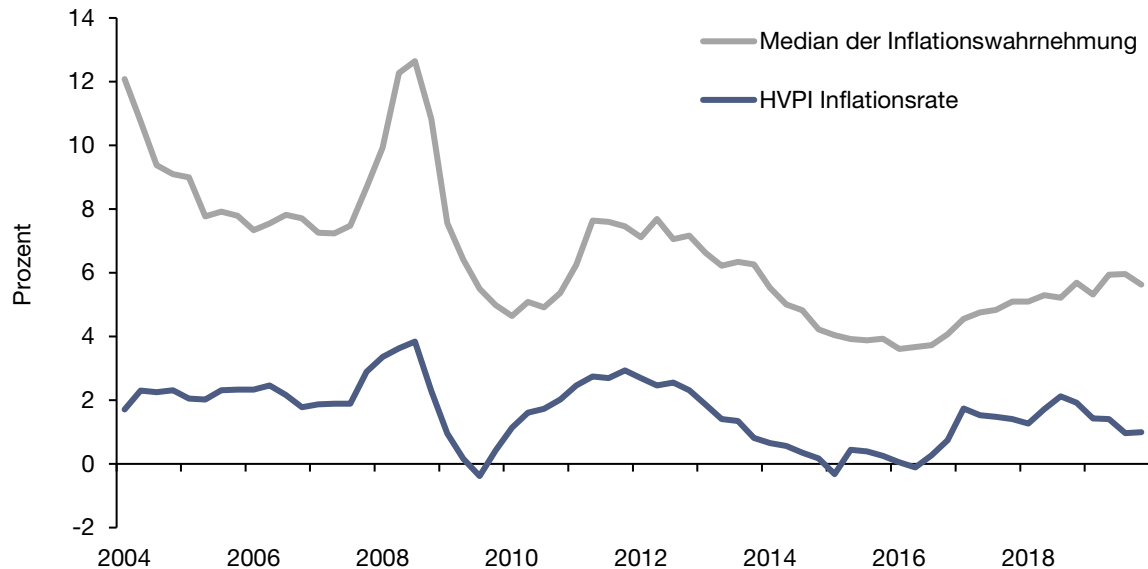
Inflationsdruck ausserhalb der Konsumgütermärkte

Vermutlich lässt sich die Lücke zwischen monetärer Expansion und gemessener Verbraucherpreisinflationsrate nur durch die Kombination beider Ansätze – und eventuell

¹ In Deutschland lag die Vermögenspreisinflationsrate gemessen am Flossbach von Storch Wealth Price Index Ende 2019 etwa bei 7,6%: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/en/wealth-price-index/germany/>

unter Einbeziehung einiger anderer Faktoren – erklären. Dabei scheint die zweite Ursache, nämlich der Inflationsdruck ausserhalb der Konsumgütermärkte, die bedeutendere zu sein. Sie ist besonders wichtig, wenn wir beurteilen wollen, wie gut es den Durchschnittsbürgern tatsächlich geht.

Abbildung 2: HVPI-Inflationsraten und der Median der Inflationswahrnehmung im Euroraum seit 2004. [Quelle: Datenbank für Unternehmens- und Verbraucherumfragen, Europäische Kommission].



Interessant sind in diesem Zusammenhang vor allem empirische Erkenntnisse, die durch die Befragung von EU-Bürgern generiert wurden. Seit 2004 veröffentlicht die Europäische Kommission Umfragedaten zur Inflationswahrnehmung. Abbildung 2 zeigt, wie diese Wahrnehmungen im Vergleich zur HVPI-Inflationsmessung aussehen: Der jährliche geometrische Mittelwert der medianen Inflationswahrnehmung liegt bei 6,57%. Im gleichen Zeitraum lag die gemessene HVPI-Inflationsrate bei 1,57%. Der Median der gefühlten Inflation lag also im Durchschnitt 5 Prozentpunkte über der offiziellen Inflationsrate der Verbraucherpreise. Zwischen 2004 und 2019 – also in dem Zeitraum, für den Daten zur Inflationswahrnehmung vorliegen – betrug die oben definierte, durchschnittliche Erklärungslücke 4,8 Prozentpunkte. Dieser Wert liegt bemerkenswert nah an der Medianwahrnehmung der Differenz zwischen tatsächlicher und gemessener Inflation (5 Prozentpunkte). Der Unterschied zwischen der Wahrnehmung der Bürger und den offiziellen Zahlen füllt die Lücke also recht gut aus. Zwar ist es sehr wahrscheinlich, dass die Wahrnehmungen selbst nach oben verzerrt sind², aber es ist schwer zu glauben, dass sie das Ziel völlig verfehlen.

² Beachten Sie, dass wir den Median und nicht den Durchschnitt der wahrgenommenen Inflationsraten betrachtet haben. Wir tun dies, weil die Verteilung rechtsschief ist, d.h. es gibt viele Ausreisser mit extrem hohen gefühlten Inflationsraten, die den Durchschnitt nach oben verzerren. Der Median ist in diesem Fall weniger anfällig.

Anpassung der Inflationsmessung

Der allgemeine Inflationsdruck scheint durch die offiziellen HVPI-Zahlen demnach nicht abgedeckt zu sein. Tatsächlich sind die Konsumentenpreise im Verhältnis zu den Vermögenspreisen eher starr. Dieser Umstand hat den geldpolitischen Entscheidungsträgern einen komfortablen Spielraum für immer expansivere Massnahmen verschafft, ohne dass man Gefahr lief, das 2%-Ziel zu verfehlen. Es ist jedoch nicht richtig, dass die Preisinflation im Allgemeinen niedrig geblieben ist. Sie findet nur ausserhalb der offiziellen Zahlen statt, und für die meisten Menschen ist sie deutlich spürbar.

Es wäre daher gerade angesichts der ultraexpansiven Geldpolitiken der Zentralbanken angebracht, die offiziellen Inflationsmessungsmethoden entsprechend diesen Erkenntnissen anzupassen. Solche Messungen sollten ein realistischeres Bild der tatsächlichen Gegebenheiten liefern und die Entscheidungsträger an den geldpolitischen Schalthebeln nicht durch untertriebene Inflationszahlen in die Irre führen.



LIBERALES INSTITUT

Impressum

Liberales Institut
Hochstrasse 38
8044 Zürich, Schweiz
Tel.: +41 (0)44 364 16 66
institut@libinst.ch

Alle Publikationen des Liberalen Instituts finden Sie auf
www.libinst.ch.

Disclaimer

Das Liberale Institut vertritt keine Institutspositionen. Alle Veröffentlichungen und Verlautbarungen des Instituts sind Beiträge zu Aufklärung und Diskussion. Sie spiegeln die Meinungen der Autoren wider und entsprechen nicht notwendigerweise den Auffassungen des Stiftungsrates, des Akademischen Beirates oder der Institutsleitung.

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.
Copyright 2020, Liberales Institut.