

Alfons Weichenrieder
Eren Gürer

Inflation, Inflationsmessung und Zentralbankpolitik

SAFE Policy Letter No. 89 | November 2020

Leibniz Institute for Financial Research SAFE
Sustainable Architecture for Finance in Europe

policy_center@safe-frankfurt.de | www.safe-frankfurt.de

Inflation, Inflationsmessung und Zentralbankpolitik*¹

*Alfons Weichenrieder, Goethe Universität Frankfurt und SAFE
Eren Gürer, Goethe Universität Frankfurt*

November 2020

Abstract

Inflation ist ein Konstrukt. Sie wird von unterschiedlichen Akteuren unterschiedlich wahrgenommen. Zum Teil passiert dies, weil Warenkörbe differieren, zum Teil weil Erwartungen unterschiedlich gebildet werden. Dieser Beitrag diskutiert die Heterogenität der Inflation und ihrer Wahrnehmung und was dies für die Zielgröße der Zentralbankpolitik bedeutet.

I. Das Inflationsziel der EZB

Die Europäische Zentralbank (EZB) strebt ein Inflationsziel von nahe, aber unter zwei Prozent an.

Dieses Inflationsziel ist nicht in den Europäischen Verträgen verankert. Dort wird in Art. 127 AEUV lediglich das vorrangige EZB Ziel der Preisstabilität festgeschrieben. Dies bedeutet, dass eine Inflation von null Prozent durchaus dem Auftrag der Verträge entspräche.

Das Inflationsziel von nahe, aber unter zwei Prozent entspringt der Interpretation des EZB Rats, wie er in einem Beschluss von 2003 festgehalten wird. Ein ursprünglicher Beschluss des EZB-Rats aus dem Jahr 1998 sprach von einem Inflationsziel von unter zwei Prozent.

Auch wenn innerhalb der OECD-Länder ein zwei-Prozent-Ziel im Konzert der Zentralbanken nicht ungewöhnlich ist, verbinden sich mit dieser Interpretation des Inflationsziels wirtschaftspolitisch wichtige Implikationen: Während die seit 2014 unter 2 % liegende Inflationsrate nach dem Beschluss von 1998 keine Begründungsbasis für eine aggressive Ausweitung der Zentralbankgeldmenge abgeben hätte, gibt der Beschluss von 2003 hier mehr Rechtfertigungsspielraum. Dem steht gegenüber, dass an der Nullzinsgrenze, die bereits seit geraumer Zeit erreicht ist, Zweifel existieren, inwieweit die Geldpolitik in der Lage ist, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anzuregen und Preiseffekte zu induzieren.

* SAFE Policy Paper repräsentieren die persönlichen Ansichten der Autoren und nicht notwendigerweise die vom Leibniz-Institut für Finanzmarktforschung SAFE oder seiner Mitarbeiter.

¹ Der vorliegende Beitrag ist auch in [Wirtschaftsdienst – Zeitschrift für Wirtschaftspolitik](#), November 2020, erschienen.

II. Begründungen für eine moderate, positive Inflationsrate

Die EZB rechtfertigt das Zwei-Prozent-Ziel mit drei Argumenten.

Erstens könne eine Zielinflation von nahe zwei Prozent die Gefahr einer Deflation verringern. Zweitens sei eine positive durchschnittliche Inflationsrate hilfreich, um zu vermeiden, dass in einem heterogenen Euroraum einige Länder und Regionen eine negative Inflation haben. Drittens wird ins Feld geführt, dass die Messung der Inflation mit kleinen, aber systematischen Messfehlern einhergehen könne. Falls dem so ist, könnte eine gemessene Inflation von Null schon eine Deflation bedeuten.

Jenseits dieser offiziellen, auch auf der EZB Homepage aufgeführten Gründe für moderate Inflation, werden in der Literatur zahlreiche zusätzliche Argumente diskutiert (Diercks, 2019). Unter Ökonomen scheinen insbesondere zwei Argumente starkes Gewicht zu besitzen.

Spätestens seit Tobin (1972) lautet ein weit verbreitetes und geteiltes Argument, dass die Effizienz von Arbeitsmärkten von einer positiven Inflation profitiert, weil Arbeitnehmer eine hohe Aversion gegenüber Nominallohnsenkungen besitzen. Trifft eine solche Nominallohnrigidität zu, bedarf es einer Inflation, um in bestimmten Branchen oder Teilen der Wirtschaft, die von einer negativen Produktivitätsentwicklung betroffen sind, eine Reallohnminderung zu erreichen und damit den Erhalt von Arbeitsplätzen und einen organischen Wirtschaftswandel zu erreichen.

Ein weiteres, breit vertretenes Argument für moderate Inflation ist, dass Zinsen nahe der Nullzinsgrenze die Fähigkeit von Notenbanken stark einschränken, durch weitere Zinssenkungen zu einer Stimulierung der Ökonomie beizutragen.

Eine solche Situation ist in der Eurozone seit 2014 eingetreten. Zwar wurden verstärkt Anstrengungen unternommen, den Nominalzins doch unter den Nullzins zu drücken. Jedoch sind weitere Zinssenkungen schwierig, weil den Marktteilnehmern die Flucht in Bargeld möglich ist, das einen Zins von Null verspricht. Zumindest ist dies der Fall, wenn man von Bargeldhaltungskosten, die den effektiven Nominalzins verringern können, abstrahiert.

Ein positives Inflationsziel kann vor diesem Hintergrund hilfreich sein, um die Gefahr einer Handlungsunfähigkeit der Zentralbank durch eine bindende Zinsuntergrenze zu vermeiden.

III. Inflationsziel: BIP Deflator oder Konsumentenpreisindex?

So wenig der Vertrag über die Arbeitsweise der EU explizit definiert, welche Inflationsrate noch als Preisstabilität gelten darf, genauso wenig gibt er vor, welche Definition der Preissteigerungsrate Verwendung finden soll.

Eine Möglichkeit wäre es, den Deflator der inländischen Produktion (BIP) zu verwenden. Dafür ins Feld geführt werden kann, dass es wichtiger ist, eine maßvolle Inflation bei der heimischen Produktion zu haben als beim Konsum, um die oben angesprochenen Probleme inflexibler Löhne auf dem Arbeitsmarkt zu mildern. Ist der nominale Lohn nach unten inflexibel, so kann aus der Sicht der Unternehmen ein negativer Produktivitätsschock besser verarbeitet werden, wenn die Preise der eigenen Produkte im Zeitablauf steigen. Gewinnerorientierte Unternehmen setzen den Nominallohn bei Beschäftigungsentscheidungen nämlich nicht in Relation zum allgemeinen Konsumentenpreisniveau, sondern zum Preisniveau ihres eigenen Produktionsoutputs.

Die Europäische Zentralbank verwendet für ihre Politikentscheidungen den harmonisierten Konsumentenpreisindex (HICP). Dafür werden die Kostenänderungen zum Erwerb von typischen nationalen Konsumbündeln auf das Niveau der Eurozone aggregiert.

Für die Orientierung am Konsumentenpreisindex sprechen auf den ersten Blick bestimmte Aspekte der Deflationsgefahr. Ein Problem der Deflation könnte sein, dass Konsumenten in Erwartung weiter sinkender Preise Konsumgüterkäufe aufschieben könnten und dadurch ein Abschwung selbstverstärkende Tendenzen erhielte. Diese Gefahr wird eher gebannt, wenn es in Normalzeiten einen stetigen Anstieg des Konsumentenpreisniveaus gibt.²

Eine Deflation birgt auch Gefahren in Kombination mit nominal rigiden Löhnen. In diesem Fall führen sinkende Erzeugerpreise zu einer indirekten Realloohnerhöhung. Ein laufender Anstieg des BIP Deflators könnte deshalb auch im Hinblick von Deflationsgefahr eine geeignetere Richtschnur sein als der laufende Anstieg des Konsumentenpreisindex.

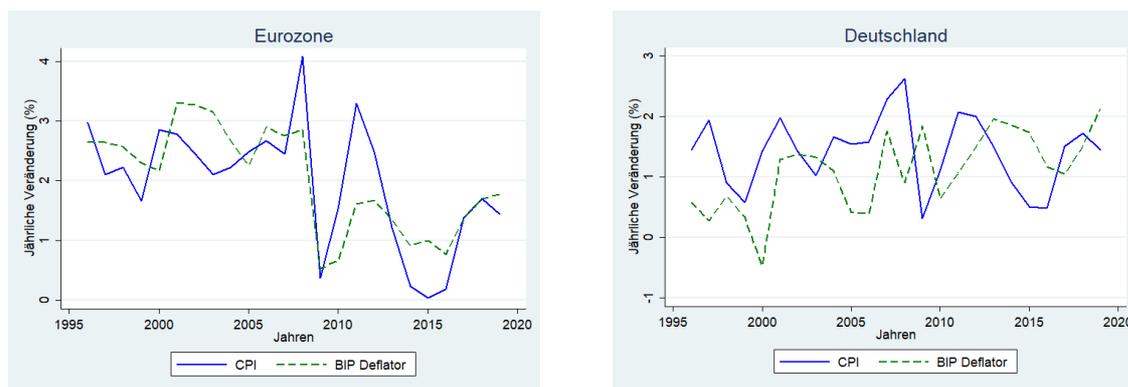
Darüber hinaus beinhaltet der BIP Deflator auch Preissteigerungen bei Baudienstleistungen und kann daher prinzipiell auch Kostenerhöhungen beim selbstgenutzten Wohnungseigentum widerspiegeln, sofern diese nicht nur auf höhere Grundstückspreise zurückzuführen sind.

Auch in einer Ökonomie wie der deutschen, die tendenziell auf die Produktion von Investitionsgütern spezialisiert ist, kann der alleinige Fokus auf den Konsumentenpreisindex in die Irre führen.

² Aber auch hier kommt dem BIP Deflator möglicherweise eine hilfreiche Indikatorrolle zu, weil es für die konjunkturelle Entwicklung wichtig ist, ob die Käufe inländischer Güter aufgeschoben werden oder „nur“ die Käufe von Importen.

Langfristig gleichen sich Unterschiede zwischen dem Konsumentenpreisindex und dem BIP Deflator immer wieder aus. Zeitlich befristet indes existieren deutliche Differenzen. Abbildung 1 zeigt beispielhaft die Unterschiede für den Euroraum und Deutschland. So lag in den sogenannten Nullerjahren, in denen Deutschland eine gewisse Lohnzurückhaltung und zunehmende Wettbewerbsfähigkeit an den Tag legte, der BIP Deflator meist unter der Konsumentenpreisinflation. Für den Euroraum ergibt sich nach der Finanzkrise eine weniger schwankende Inflationsrate, wenn man auf den BIP Deflator sieht. Insbesondere im Jahr 2015 lag eine so deutliche Differenz zwischen der niedrigen Inflation der Konsumentenpreisen und der höheren Steigerungsrate des BIP Deflators, dass einige Ökonomen die EZB kritisierten, diese würde eine Deflation bekämpfen, die bei einem Blick auf den BIP Deflator gar nicht existiere.³ Auch in der ursprünglichen Arbeit zur Taylor Regel der Zentralbankpolitik wird interessanterweise vom BIP Deflator ausgegangen, nicht vom Konsumentenpreisindex (Taylor, 1993).

Abbildung 1: Konsumentenpreisinflation (CPI) und BIP Deflator



Quelle: Weltbank, eigene Berechnungen.

IV. Die Heterogenität der Konsumentenpreissteigerungen

Die Preisentwicklung eines Konsumentenkorbes hängt von dessen Zusammensetzung ab und ärmere Haushalte haben andere Konsumgewohnheiten als reichere Haushalte. Gerade in Entwicklungsländern gibt es zahlreiche Forschungsarbeiten, die zeigen, dass die Inflation für unterschiedliche Einkommensgruppen signifikant differieren kann.⁴

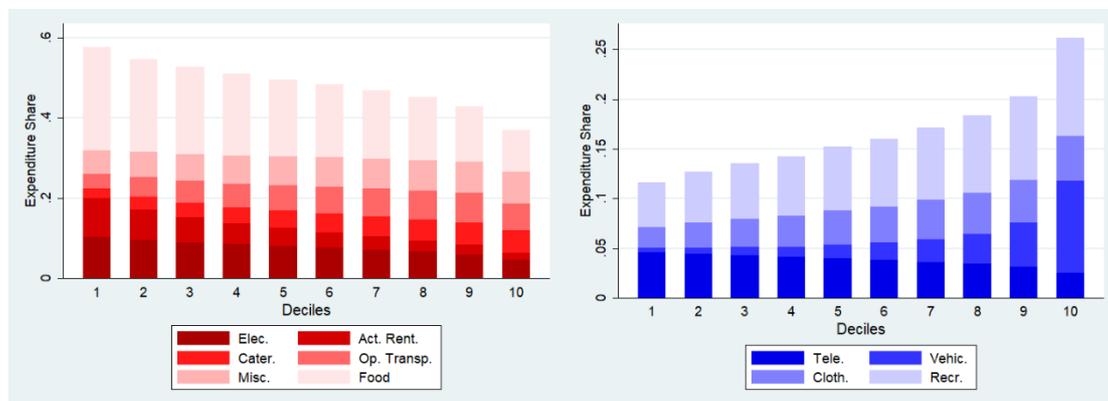
Aber auch für viele EU-Länder zeigen die Daten der Jahre 2001 bis 2015, dass die haushaltsspezifischen Inflationsraten sich signifikant unterscheiden. Haushalte mit geringen Gesamtausgaben hatten deutlich höhere Inflationsraten als einkommensstärkere Haushalte. Im Schnitt über 25 EU Länder ergibt sich, dass die jährliche Inflationsrate für das unterste Dezil des jeweiligen Landes ca. 0,8

³ Siehe Alcidi, Busse und Gros (2016).

⁴ Z.B. Arndt, Jones und Silvauci (2015), Beck (2015).

Prozentpunkte höher war als für das oberste Dezil (Gürer und Weichenrieder, 2020). Dies begründet sich in den einzelnen Ländern meist über die höheren Preissteigerungsraten von Mieten, Energie und Nahrungsmitteln, die bei ärmeren Haushalten einen höheren Anteil an den Haushaltsausgaben haben als bei reicheren. Die Grafiken in Abbildung 2 illustrieren die verschiedenen Ausgabenanteile (Expenditure Share), getrennt nach den Dezilen (Deciles) der Gesamtausgaben. Dezile mit höheren Nummern tätigen höhere Konsumausgaben insgesamt. Die blauen Ausgabenkategorien beinhalten Käufe bei denen im Schnitt niedrige Preissteigerungsraten vorlagen, die roten Kategorien hatten in der EU eine überdurchschnittliche Preissteigerung. Reichere Dezile von Haushalten konsumieren eher die blauen Güter und Dienstleistungen, ärmere eher die roten. Die Inflation begünstigte für den betrachteten Zeitraum daher reichere Haushalte.

Abbildung 2: Verteilungsspezifische Inflation in Europa



Anmerkungen: Abbildung basiert auf den ungewichteten Durchschnittsdaten aus 25 EU Ländern im Zeitraum 2001 bis 2015. Elec.: Elektrizität, Gas und andere Brennstoffe; Act. Rent.: Tatsächliche Mieten; Cater.: Catering Dienstleistungen; Op. Transp.: Beförderungsdienstleistungen; Misc.: Verschiedene Güter und Dienste; Food: Nahrungsmittel; Tele.: Telefon und Telefax; Vehic.: Fahrzeuge; Cloth.: Bekleidung; Recr.: Freizeit, Erholung, Kultur.

Quelle: Gürer und Weichenrieder (2020).

Die Erfahrungen der letzten Jahre müssen sich nicht unbedingt fortsetzen. Aber sie verdeutlichen, dass es *die eine* Preissteigerungsrate der Konsumausgaben nicht gibt.

Bis zu einem gewissen Grade wird der Diversität der Inflationsraten auch durch die EZB Rechnung getragen. In zahlreichen Kommunikationen wird neben dem HICP auch auf die Kerninflation abgestellt, in die die meist stärkeren Schwankungen bei Nahrungsmittel- und Energiepreise nicht eingehen.

Gerade die Entwicklung der Nahrungsmittelpreise kann jedoch unter Umständen in besonders starkem Maße die „gefühlte“ Inflation der Verbraucher beeinflussen. Güter, die sehr oft gekauft werden, dürften einen höheren Einfluss auf die gefühlte Inflation besitzen (Hintze, 2005). Vor diesem Hintergrund gibt es daher auch das Konzept einer Inflationsrate, die nur Güter beinhaltet, welche

häufig gekauft und nicht über Daueraufträge bezahlt werden. Man spricht von *Frequent out of Pocket Purchases* (FROOP), deren Preise die FROOP Inflation bestimmen. In der Tat ist die FROOP Inflation im Euroraum konsistent höher als die offizielle Inflationsrate (Arioli et al., 2017).

Umfrageergebnisse zeigen darüber hinaus, dass auch die gefühlte Inflation im Euroraum deutlich und konsistent über der offiziellen HICP Steigerungsrate liegen. Für Frauen, die immer noch häufiger tägliche Dinge des Konsums kaufen dürften, liegt die gefühlte Inflation noch etwas weiter jenseits der offiziellen Preissteigerungsrate. Allerdings kann die FROOP Inflation nur einen kleinen Teil der zu hoch wahrgenommenen Inflation erklären (Arioli et al., 2017).

Schlägt die individuell gefühlte Inflation sich in Inflationserwartungen nieder, so sind auch reale Effekte zu erwarten. So scheinen sich höhere Inflationserwartungen durchaus in geringerer Ersparnis niederzuschlagen.⁵

V. Vermögensgüterpreise und selbstgenutztes Wohneigentum

Die Frage, inwieweit unterschiedliche Inflationsraten für unterschiedliche Einkommensgruppen berücksichtigt werden sollten, wird für die Geldpolitik kaum erörtert. Dies ist insofern auch verständlich, als die EZB keine adäquaten Instrumente hat, um die sektorale Struktur der Inflation zu beeinflussen, und auch kein spezielles Mandat.

In der Diskussion um das richtige Inflationsmaß wird eher diskutiert, inwiefern Vermögensgüterpreise in die Inflationsmessung mit einbezogen werden sollten. Weil der HICP die Kosten von Konsumgütern abdeckt, ist die Vernachlässigung von Vermögensgegenständen folgerichtig. Davon unbenommen ist, dass eine Einbeziehung der Preissteigerungen von Vermögensgegenständen Ausweitungen der Geldmenge, die ohne reale Effekte verpuffen, besser indizieren würde.

Zudem ist kontrovers, ob die Preise selbstgenutzten Wohneigentums nicht doch in den Konsumentenpreis eingehen sollten. Derzeit ist dies bei der Berechnung des HCPI im Euroraum nicht der Fall.

In Ländern, die das selbstgenutzte Wohneigentum berücksichtigen, kommen drei verschiedene Konzepte zur Anwendung.⁶ Beim Anschaffungskostenkonzept wird Wohneigentum in der Berechnung des CPI ähnlich berücksichtigt wie andere langlebige Konsumgüter (Autos, Waschmaschinen): Die Ausgaben für Neubauten bzw. Wohnungen, die nicht nur zwischen Konsumenten verkauft werden,

⁵ Für die Niederlande siehe Vellekoop und Wiederholt (2019).

⁶ Eurostat (2017, Abschnitt 1.3).

gehen zum Zeitpunkt des Kaufes ein, eine Periodisierung der Ausgaben unterbleibt. Australien, Neuseeland und Finnland nutzen dieses Konzept für die Messung ihrer nationalen Inflationsrate.

Die USA, Japan, Dänemark, Norwegen, die Schweiz, die Tschechische Republik, Mexiko und Südafrika unterstellen bei selbstgenutztem Wohneigentum die Miete eines gleichwertigen Objekts (Mietäquivalenzansatz).⁷

Beim Nutzungskostenkonzept, das in Kanada, Island und Schweden angewandt wird, werden nur die Wohnnebenkosten (Instandhaltungskosten, Versicherung, etc.) in die Preissteigerungsrate mit einbezogen.

Weil selbstgenutztes Wohneigentum ökonomisch als Versicherungsinstrument gegen Preissteigerungen im Mietmarkt verstanden werden kann, kann man einwenden, dass der Mietäquivalenzansatz über das Ziel hinausschießt. Dies spricht eher für das Anschaffungskostenkonzept oder aber eine Ausrichtung auf den BIP Deflator.

VI. Heterogene Inflation und ihre Politikimplikation

Befürwortet man im Hinblick auf den Strukturwandel bei nominal rigiden Löhnen eine moderate Inflation, etwa von zwei Prozent, so erscheint vor dem Hintergrund der obigen Diskussion eine verstärkte Betrachtung des BIP Deflators als Hintergrund geldpolitischer Entscheidungen sinnvoll.

Im Hinblick auf die Beschreibung der Wohlfahrtsperspektive ist dem Konsumentenpreisindex der Vorzug zu geben.

Die Inflation hat temporär für unterschiedliche Einkommensgruppen eine unterschiedliche Höhe. So sehr es adäquat erscheint, diese Unterschiede ehrlich zu kommunizieren, so wenig sinnvoll erscheint es, die Betrachtung alternativer Inflationsmaße mit einer Ausweitung des politischen Mandats der Notenbank zu verbinden. Ähnlich wie in der Umweltpolitik haben nationale Regierungen und die Legislative die besseren Instrumente und die bessere politische Legitimation, um begleitende Umverteilungsmaßnahmen durchzuführen.

Literaturverzeichnis

Alcidi, C., M. Busse und D. Gros (2016), Is there a need for additional monetary stimulus? Insights from the original Taylor Rule, CEPS Policy Brief, No. 342, April 2016.

⁷ Zu den Länderpraktiken vgl. Hill, Steuerer und Waltl (2019).

- Arioli, R, C. Bates, H. Dieden, I. Duca, R. Friz, C. Gayer, G. Kenny, A. Meyler, I. Pavlova (2017), EU consumers' quantitative inflation perceptions and expectations: An evaluation, ECB Occasional Paper No 186.
- Arndt, C., S. Jones und V. Salvucci (2015), When do relative prices matter for measuring income inequality? The case of food prices in Mozambique, *Journal of Economic Inequality* 13(3), S. 449–464.
- Beck, U. (2015), Keep it real: Measuring real inequality using survey data from developing countries. WIDER Working Paper (No. 2015/133).
- Diercks, A.M. (2019), The reader's guide to optimal monetary policy, Federal Reserve Board, Washington, Working Paper.
- Eurostat (2017), Technical manual on owner-occupied housing and house price indices, <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/7590317/0/Technical-Manual-OOH-HPI-2017/> (abgerufen 23.10.2020).
- Gürer E. und A.J. Weichenrieder (2020), Pro-rich inflation in Europe: Implications for the measurement of inequality, *German Economic Review* 21, S. 107-138.
- Hill, R.J., M. Steurer und S.R. Walzl (2019), Owner-occupied housing, inflation, and monetary policy, *Graz Economics Papers* 2019-05.
- Hinze, G. (2005), Konjunkturschlaglicht: Gefühlte Inflation, *Wirtschaftsdienst* 85, 2005, S. 800-801.
- Taylor, J. (1993), Discretion versus policy rules in practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, S. 195-214.
- Tobin J. (1972), Inflation and unemployment, *American Economic Review* 62, S. 1-18.
- Vellekoop, N. und M. Wiederholt (2019), Inflation expectations and choices of households, Frankfurt, SAFE Working Paper No. 250.