



## Europäische Geldpolitik

Hohe Inflation und Vermögensungleichheit erfordern einen Kurswechsel

**Karl-Friedrich Israel**

---

Prof. Dr. Karl-Friedrich Israel ist Assistenzprofessor für Volkswirtschaftslehre an der Université Catholique de l'Ouest in Angers, Frankreich, und Lehrstuhlvertreter für Nationalökonomie, insbesondere Wirtschaftspolitik, an der Universität des Saarlandes in Saarbrücken.

---

Das vorrangige Ziel der Geldpolitik im Euroraum ist eine durchschnittliche Preisinflationsrate von 2 Prozent pro Jahr. Um dieses Ziel zu erreichen, wurde die Gesamtmenge an Bargeld und Sichteinlagen im Euroraum seit 1999 mehr als sechsfacht. Effektiv liegt die offizielle Preisinflationsrate seither für den gesamten Euroraum bei 2,1 Prozent pro Jahr. Man könnte daher argumentieren, dass trotz der hohen Preisinflation der Jahre 2022 und 2023 das geldpolitische Ziel im Großen und Ganzen erreicht worden ist. Es gibt dennoch gute Gründe, den über lange Phasen sehr expansiven geldpolitischen Kurs der Europäischen Zentralbank zu kritisieren.

» Der harmonisierte Verbraucherpreisindex spiegelt nicht die allgemeine Preisinflation wider. «

Der für die Geldpolitik relevante Index ist der harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI). Er berücksichtigt die Preise von Gütern und Dienstleistungen des privaten Konsums, nicht jedoch von Anlagegütern, die dem Vermögensaufbau dienen. Gerade in diesem Bereich sehen wir aber überdurchschnittliche Preisinflationsraten.

In Deutschland sind zum Beispiel die Preise für Wohnimmobilien zwischen 2010 und 2019 pro Jahr um 4,2 Prozent gestiegen und die Aktienpreise gemessen am DAX um jährlich 8,3 Prozent. Das entspricht jährlichen Wachstumsraten, die 2,8 und 6,9 Prozentpunkte über der HVPI-Inflation für diesen Zeitraum liegen. Wir haben es also schon seit einigen Jahren mit einer überproportionalen Vermögenspreis-inflation zu tun, die sich aus einem veränderten Sparverhalten erklären lässt. Selbst bei einer moderaten Konsumentenpreis-inflation von 2 Prozent gibt es starke Anreize, Ersparnisse in Anlagegüter wie Aktien und Immobilien umzuschichten, die vor Inflation schützen.

Vor der Finanzkrise 2008 stagnierten die Immobilienpreise in Deutschland, doch in vielen südeuropäischen Ländern kam es bereits zu massiven Anstiegen. In Frankreich haben sich die Immobilienpreise nach Einführung des Euros in nur acht Jahren mehr als verdoppelt. Danach stagnierten sie, steigen aber seit einigen Jahren wieder überproportional.

Die überproportionale Vermögenspreisinflation bleibt in der Geldpolitik unberücksichtigt. Dabei hat sie weitreichende Auswirkungen auf Gesellschaft und Wirtschaft: Vermögende Schichten profitieren von überproportionaler Vermögenspreisinflation, da sich der Geldwert der bestehenden Vermögen erhöht. Unvermögende Schichten werden weiter abgehängt. Es wird für sie zunehmend schwerer, innerhalb der gesellschaftlichen Vermögenshierarchie aufzusteigen. Der soziale Aufstieg erfordert von ihnen größere Opfer in Form von mehr Arbeit oder größerem Konsumverzicht in der Gegenwart.

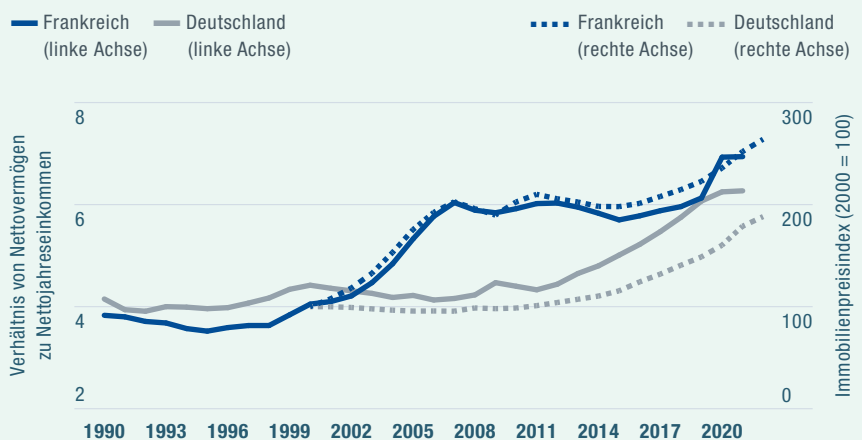
In Frankreich lag das Verhältnis der Nettovermögen zu den Nettojahreseinkommen Mitte der 1990er Jahre noch bei etwa 3,5. Das bedeutet, dass die Gesamtvermögen 3,5-mal so groß waren wie die Gesamtjahreseinkommen der französischen Bevölkerung. Ein Mensch mit durchschnittlichem Einkommen und einer Sparquote von 10 Prozent würde unter diesen Umständen 35 Jahre brauchen, um sich ein durchschnittliches Vermögen aufzubauen. Im Zuge der überproportionalen Vermögenspreisinflation und insbesondere der Immobilienpreisinflation ist das Verhältnis der Vermögen zu den Einkommen auf inzwischen fast 7 gestiegen. Unter den

## Die überproportionale Inflation der Vermögenspreise weitet die Kluft zwischen Arm und Reich.

gleichen Annahmen bräuchte man jetzt also bis zu 70 Jahre, um sich ein durchschnittliches Vermögen aufzubauen – was innerhalb eines Arbeitslebens kaum zu schaffen ist. Auch in Deutschland sehen wir über die letzten Jahre ein deutliches Ansteigen im Verhältnis der Vermögen zu den Einkommen – und zwar von 4,2 auf 6,3. Unter dieser Entwicklung leiden insbesondere Haushalte in den unteren Einkommensschichten. Die steigende Ungleichheit und der erschwerte soziale Aufstieg fördern Verdruss gegenüber öffentlichen Institutionen, der Politik und dem Wirtschaftssystem. Sie sind allerdings nicht Auswuchs einer entfesselten Marktwirtschaft, wie oftmals angenommen wird, sondern sie entspringen der interventionistischen Geldpolitik. Dieser sollte nicht nur aufgrund der zuletzt hohen Konsumentenpreis-inflation ein Ende gesetzt werden.

### Nettovermögen, Nettoeinkommen und Immobilienpreise

Entwicklung in Frankreich und Deutschland von 1990 bis 2022



Quellen: World Inequality Database; INSEE; Deutsche Bundesbank