

»» EZB-Inflationsziel: Flexibel in die Zukunft

Nr. 297, 4. August 2020

Autor: Dr. Sebastian Wanke, Telefon 069 7431-9784, sebastian.wanke@kfw.de

Die Europäische Zentralbank (EZB) unterzieht ihre geldpolitische Strategie derzeit einer Überprüfung, in deren Zentrum das Inflationsziel steht – in einem Umfeld deutlich niedrigerer Preissteigerungsraten als zur Zeit der Festlegung des aktuellen Ziels von „unter, aber nahe 2 %“.

Wir geben hier eine Übersicht über wichtige in der Diskussion stehende Vorschläge zur Gestaltung des künftigen Inflationsziels der EZB. Diese beleuchten wir hinsichtlich ihrer Vor- und Nachteile, der Wahrscheinlichkeit ihrer Umsetzung und ihrer Wirkungen auf die Geldpolitik.

Als beste Lösung erscheint uns eine Flexibilisierung des Ziels, wodurch auch Inflationsraten von unter 2 % toleriert werden könnten. Ein solches Ziel wäre mit der Erfüllung des EZB-Mandats vereinbar, würde der momentanen neuen Realität niedriger Inflation Rechnung tragen, der EZB größere Spielräume eröffnen und ihr perspektivisch den Exit aus ihrer unkonventionellen Geldpolitik erleichtern.

Die EZB überprüft nach rund 17 Jahren ihre Strategie

Zuletzt hatte der EZB-Rat 2003 die geldpolitische Strategie der Notenbank überarbeitet. Eine erneute Überprüfung erscheint folglich angebracht – umso mehr, als in der Zwischenzeit die Inflation in den Industrieländern merklich gesunken ist. Für die Euroländer trifft dies sogar im besonderen Maß zu, nicht zuletzt wegen der Finanzkrise 2008 und der später folgenden Eurokrise. Auf diese Entwicklungen hat die EZB mit zuvor nicht gekannten Maßnahmen reagiert: Sie hat unter anderem ihren Einlagensatz in negatives Terrain abgesenkt und zur weiteren Lockerung ihrer Geldpolitik auch verschiedene Wertpapierkaufprogramme aufgelegt. Der Corona-Schock hat die Notenbank schließlich dazu veranlasst, den monetären Expansionsgrad nochmals zu erhöhen.

Die geldpolitische Strategie einer Notenbank hat viele Facetten. Die EZB wird sich im Rahmen deren Überprüfung auf diverse Felder beziehen, unter ihnen z. B. auch die Kommunikation der Notenbank.¹ Hier diskutieren wir ausschließlich das zentrale Untersuchungsobjekt, das Inflationsziel.

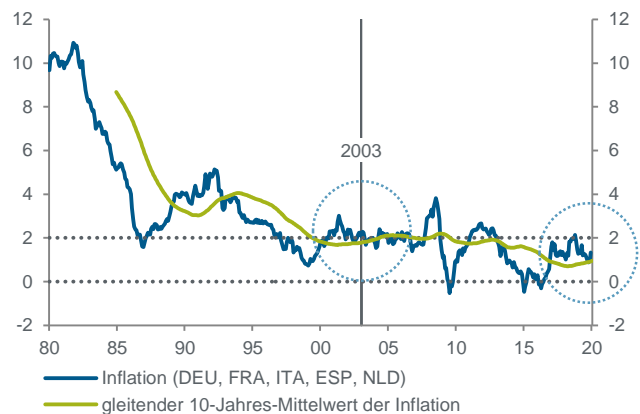
EZB strebt aktuell Inflation von knapp 2 % an

Die EZB hat laut „Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union“ primär Preisniveaustabilität zu gewährleisten. Diese hatte der EZB-Rat zunächst definiert als einen Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im Vergleich zum Vorjahr von unter 2 %. Im Mai 2003 präzisierte er dann, dass er Inflationsraten von „unter, aber nahe bei 2 %“ anstrebe. Dass das Ziel der Preisniveaustabilität auf eine Inflationsrate von spürbar über 0 % festgelegt wurde, wird vor allem mit einem **Sicherheitspuffer gegenüber dem Auftreten von Deflation** begründet. Deflation ist dabei zu verste-

hen als wirtschaftliche Abwärtsspirale aus sinkenden Preisen und Ausgabenzurückhaltung, wenn Unternehmen und Haushalte damit rechnen, dass Güter und Dienstleistungen in Zukunft günstiger sein werden als gegenwärtig. Ausbleibende Nachfrage verstärkt in einer solchen Situation dann wiederum die Preisrückgänge usw. Diese Befürchtungen haben vor dem Hintergrund der aktuellen Rezession zuletzt wieder an Gewicht gewonnen.

Grafik 1: Inflationsentwicklung im Euroraum seit 1980

In Prozent und auf monatlicher Basis, berechnet aus den jährlichen Veränderungsraten der Verbraucherpreisindizes der fünf größten Euroländer, gewichtet mit deren nominalen Bruttoinlandsprodukten²



Quellen: Bloomberg, IWF, KfW Research.

Auch verweist die EZB darauf, dass eine Inflationsrate von knapp 2 % – und damit deutlich über Null – den nötigen Raum für immer wieder notwendige Inflationsdifferenzen zwischen einzelnen Euro-Mitgliedsstaaten bietet, ohne dass Länder, die preisliche Wettbewerbsfähigkeit gewinnen sollen, zwangsläufig einen deflationären Prozess durchlaufen müssten. Drittens überzeichnet laut EZB die mittels des HVPI gemessene Inflation die tatsächlichen Preissteigerungsraten leicht. Auch insofern sei ein Sicherheitspuffer (zur Vermeidung von Preisrückgängen) bei der Setzung des Inflationsziels zu berücksichtigen.³

2 % ist Standard in den Industrieländern ...

Ein Blick auf die Notenbanken anderer Industrieländer zeigt, dass ein Inflationsziel von 2 % gleichsam Standard ist. Die Federal Reserve (USA), Bank of Japan, Bank of England, Bank of Canada, die schwedische Riksbank und die Norges Bank (Norwegen) haben alle das Ziel von 2 % (s. Tabelle 1). Dabei ist der Vollständigkeit halber darauf hinzuweisen, dass die US-Notenbank nicht nur das Mandat hat, für Preisniveaustabilität zu sorgen, sondern zudem mittels ihrer Geldpolitik zu einer größtmöglichen Beschäftigung beitragen soll.

Und bezüglich der Inflationsziele der genannten Zentralbanken sind darüber hinaus noch folgende Besonderheiten zu erwähnen: Die Bank of Canada operiert mit einem **Zielband** von +/-1 %, das sie um die zentralen 2 %, gelegt hat. Damit gibt sie sich mehr Flexibilität in ihrer Geldpolitik. Ähnlich flexibel hinsichtlich ihres Inflationsziels ist die Reserve Bank of Australia: Sie strebt einen Wert zwischen 2 und 3 % an. Das Ziel der schwedischen Riksbank liegt zwar auch in einem Band. Doch bezeichnet die Riksbank dieses explizit als **Toleranzband** (und nicht als **Zielband**) – um zu signalisieren, dass in der Realität ein ständiges genaues Erreichen der 2 % kaum möglich ist. Gleichwohl seien ihr alleiniges Ziel aber die 2 % – Abweichungen davon würden nur toleriert, nicht angestrebt. Die Schweizerische Notenbank schließlich weicht vom 2 %-Ziel insofern ab, als sie eine „Inflation von unter 2 %“ anstrebt, also eine Jahreststeuerung von zwar über 0 %, aber von maximal 2 %. Damit liegt ihr Inflationsziel also (etwas) unter 2 %.

Tabelle 1: Inflationsziele ausgewählter Industrieländer

Staat/Währungsraum	Inflationsziel
Schweiz	<2 %
Eurozone	„unter, aber nahe 2 %“
USA	2 %
Japan	2 %
Vereinigtes Königreich	2 %
Schweden	2 %
Kanada	2 % +/-1 %
Australien	2 bis 3 %

Quellen: www.centralbanknews.info, nationale Notenbanken, KfW Research.

... in den Schwellenländern liegt Inflationsziel höher

Die Zentralbanken der großen Schwellenländern haben durchweg höhere Inflationsziele (Tabelle 2) – weil das (durchschnittliche) Wirtschaftswachstum ihrer Ökonomien noch deutlich über dem der Industrieländer liegt und die Preisniveaus noch merklich niedriger. Im Rahmen des wirtschaftlichen Aufholprozesses können dort Preissteigerungsraten noch stärker ausfallen als in den Industrieländern. Und tatsächlich sind in diesen Schwellenländern nach wie vor höhere Inflationsraten zu beobachten.

Tabelle 2: Inflationsziele ausgewählter Schwellenländer

Staat/Währungsraum	Inflationsziel
China	um 3 %
Russland	4 %
Indien	4 % +/-2 %
Brasilien	4,25 % +/-1 %
Südafrika	3 bis 6 %

Quelle: www.centralbanknews.info, KfW Research.

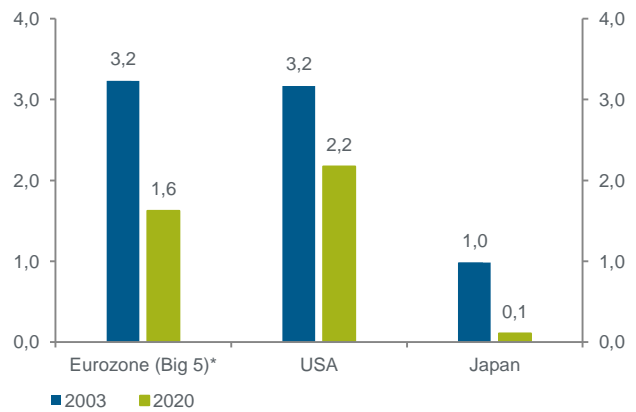
Warum (immer noch) genau 2 %?

Mit Blick auf die Strategieüberprüfung der EZB ist vor allem zu bedenken, dass das heutige Inflationsumfeld ein anderes ist als noch 2003, als die EZB ihr aktuelles Inflationsziel von „unter, aber nahe bei 2 %“ festlegte. Grafik 2 belegt dies. Sie zeigt die Inflationserfahrungen der zwanzig Jahre vor 2003 sowie der zwanzig Jahre vor 2020: Als die EZB 2003 ihr Ziel präzisierete, hatten sich die fünf größten Ökonomien der heu-

tigen Eurozone in den vorangegangenen zwanzig Jahren durchschnittlich einer doppelt so hohen Jahreststeuerung der Verbraucherpreise gegenübergesehen wie heute. Auch die USA und Japan blickten damals auf dynamischere Inflationshistorien zurück. Die Inflation ist in den Industrieländern über die Zeit hinweg spürbar gesunken (für den Euroraum siehe auch Grafik 1). Als Gründe hierfür werden insbesondere Globalisierung, Digitalisierung, zunehmende Sättigung der Märkte und demografischer Wandel angeführt.

Grafik 2: Inflationserfahrungen 2003 und 2020

Durchschnittliche monatliche Inflationsraten (jeweils im Vergleich zum Vorjahresmonat) der vorangegangenen 20 Jahre in Prozent



* Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, Niederlande⁴

Quellen: Bloomberg, IWF, KfW Research.

Gleichzeitig war bei dieser niedrigerer als erwünschten Inflation – ihr gleitender 10-Jahres-Mittelwert lag im Januar 2020, also unmittelbar vor Beginn der Corona-Krise, nur bei etwa 1½ % (Grafik 1) – die wirtschaftliche Entwicklung durchaus zufriedenstellend: Im Euroraum notierte z. B. die Arbeitslosenquote vor dem Corona-Schock mit 7,3 % auf dem niedrigsten Stand seit der Euro-Einführung 1999.

Könnte die EZB also nicht einfach ihr Inflationsziel senken, um sich so im nächsten Aufschwung leichter der Zwangsjacke extremer geldpolitischer Maßnahmen (wie negativem Einlagensatz oder Wertpapierkäufen) entledigen zu können?

Alternative Ziele: In Diskussion ist hauptsächlich Anhebung des Inflationsziels – explizit oder implizit

Interessanterweise ist ein Herabsetzen des Inflationsziels kaum in der Diskussion. Vielmehr wurde in den letzten Jahren – kommend aus den USA, wo die dortige Zentralbank ebenfalls ihre geldpolitische Strategie überarbeitet – immer wieder ein Anheben des Inflationsziels gefordert.⁵ Auf diese Weise sollen Wirtschaft und Preise zusätzlich stimuliert werden: Im Idealfall sollen durch ein höheres Inflationsziel, z. B. 4 %, zunächst die Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte – Unternehmen, Konsumenten, Finanzmarktteilnehmer – nach oben getrieben werden. Durch höhere Inflationserwartungen wiederum sollen Ausgabenentscheidungen positiv beeinflusst werden: Wer morgen höhere Preise erwartet, tätigt heute schon seine für die nächste Zeit geplanten Ausgaben. Hierdurch zieht die monetäre Nachfrage an,

Preissetzungsspielräume nehmen zu und Preise werden nach oben angepasst. So kommt es dann idealtypisch tatsächlich zu mehr Inflation.

In der Folge würden Arbeitnehmer höhere Löhne und Gehälter fordern, was die Kosten der Unternehmen steigen ließe, sodass wiederum tendenziell Preise erhöht würden, was bei steigender monetärer Nachfrage auch möglich wäre.

In der Vergangenheit kam es so zu Lohn-Preis-Spiralen, die durch restriktive Geldpolitik gestoppt werden mussten, um zu starke Inflation zu vermeiden. Aktuell scheinen wir von solchen Szenarien weit entfernt – weshalb die Vorschläge höherer Inflationsziele auch Gehör finden. Inflation hat in den Industrieländern ihren Schrecken verloren, die großen Notenbanken treibt nun eher die Sorge um Deflation um.

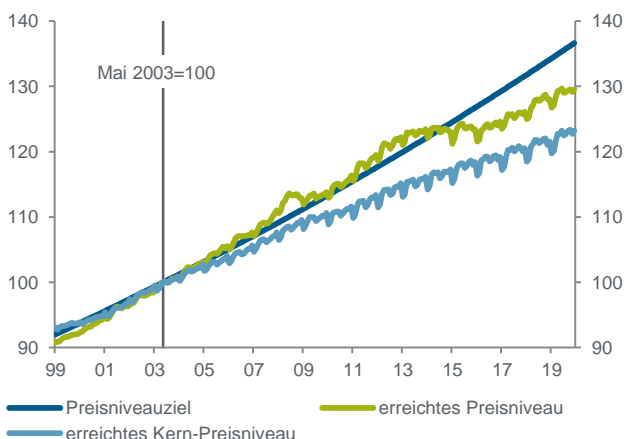
Neben der Idee, das Inflationsziel explizit und dauerhaft hochzusetzen, gibt es Vorschläge, es implizit und gegebenenfalls nur temporär anzuheben. Diese haben gemein, dass sie sich de facto auf mehrjährige Inflationsdurchschnitte beziehen und darauf abstellen, Zielverfehlungen der Vergangenheit zukünftig wieder ausgleichen zu wollen. Die zwei prominentesten Beispiele sind das Preisniveaueziel und das Nominale-Bruttoinlandsprodukt (BIP)-Ziel.

Preisniveaueziel – implizit eine Anhebung des Ziels

Bei einem **Preisniveaueziel**⁶ legt die Notenbank einen Pfad fest, entlang dessen sich ein Konsumentenpreisindex im Zeitablauf entwickeln soll. Um diesen zu bestimmen, muss die Notenbank einen Startpunkt und eine gewünschte Inflationsrate festlegen – z. B. 2 % im Laufe eines Jahres. Hieraus kann daraufhin ein zeitlicher Pfad für das angestrebte Preisniveau konstruiert werden (Grafik 3).

Grafik 3: Hypothetisches EZB-Preisniveaueziel und tatsächliche Preisniveauentwicklung

Unterstellt ist eine angestrebte jährliche Inflationsrate von 1,9 %, der Index ist für Mai 2003 (als die EZB ihr jetziges Inflationsziel präzisierete) auf 100 gesetzt.



Quellen: Bloomberg, EZB, KfW Research.

Wenn bei Verfolgung eines Preisniveaueziels die tatsächliche Inflation von der gewünschten abweicht, entsteht eine Lücke zwischen erreichtem und angestrebtem Preisniveau. Diese gilt es dann wieder zu schließen. Hätte die EZB beispielsweise

in den letzten Jahren ein Preisniveaueziel bei einer gewünschten Inflationsrate von knapp 2 % verfolgt, läge das tatsächliche Preisniveau heute deutlich unter Ziel (wiederum Grafik 3). Für die kommenden Jahre würde das bedeuten, dass die EZB nun eine Inflationsrate von über 2 % erreichen müsste, um irgendwann auf das gewünschte Niveau zurückzukehren. Das würde eine noch lockerere Geldpolitik implizieren als momentan. Die Geldpolitik müsste sogar noch stärkere Anstrengungen unternehmen, wollte sie die im Trend weniger schwankungsanfällige Kern-Inflationsrate wieder auf Kurs bringen. Letztere klammert Energie- und Lebensmittelpreise aus und wird häufig als das genauere Maß für die fundamentale Inflationsentwicklung angeführt. (nochmals Grafik 3).

Fraglich ist, ob die Wirtschaftssubjekte das Erreichen eines höheren Inflationsziels als aktuell für glaubwürdig halten würden. Wahrscheinlich wäre dies nicht der Fall – denn zu lange sehen sich Unternehmer und private Haushalte bereits der Niedriginflationsphase gegenüber. **Glaubwürdigkeit** des Inflationsziels erscheint aber als Grundvoraussetzung für eine letztendlich erfolgreiche Geldpolitik.

„Nominales-BIP-Ziel“: Auch hier würde höheres Inflationsziel resultieren

Das Ziel eines bestimmten **Niveaus des nominalen Bruttoinlandsprodukts (BIP)** ist ähnlich dem des Preisniveaueziels. Allerdings kann es gedanklich in zwei Teile zerlegt werden: in eine Preiskomponente und in eine „reale BIP“-Komponente.

Die EZB hat als primären Auftrag die Gewährung von Preisniveaustabilität. Daneben soll sie jedoch auch laut EU-Verträgen die übrige Wirtschaftspolitik im Euroraum unterstützen. Unter diesem Aspekt könnte ein solches Ziel gewählt werden. Nachteil wäre, dass BIP-Daten immer erst mit deutlicher Verzögerung verfügbar sind und häufig revidiert werden. Außerdem gibt es keinen festen Zusammenhang zwischen BIP- und Preisentwicklung, sodass bei Verfolgung eines nominalen BIP-Ziels, Preisniveaustabilität unter Umständen nicht immer gewährleistet ist. Schließlich wäre der Schritt zu einem solchen Ziel groß und für viele Wirtschaftssubjekte schwer nachvollziehbar – zumal auf einen anderen Preisindex als bisher abgestellt würde, nämlich auf einen BIP-Deflator und nicht mehr auf einen Konsumentenpreisindex.

Gleichzeitig bestehen beim „Nominalen-BIP-Ziel“ auch die Probleme des Preisniveaueziels, sofern es – wie in der aktuellen Diskussion – dazu genutzt werden soll, ein relativ schwaches Wachstum des nominalen BIPs der letzten Jahre in den kommenden wieder aufzuholen. Die Geldpolitik müsste hierzu ebenfalls noch lockerer werden, als sie es in der jüngeren Vergangenheit schon war. Damit wäre wiederum das oben beschriebene Glaubwürdigkeitsproblem verbunden und der Erfolg der Geldpolitik fraglich.

Absenkung auf 1½ % könnte auch eine Lösung sein

Warum wird eine Herabsetzung des Inflationsziels aber derzeit kaum diskutiert? Das liegt daran, dass viele Beobachter

davon ausgehen, dass dies dem Vertrauen in die EZB schaden würde – hat sie doch während der letzten 17 Jahre ihr altes Ziel mit allen erdenklichen, also konventionellen und unkonventionellen, Maßnahmen verteidigt. Ein Absenken des Ziels könnten, so das gängige Argument, die Wirtschaftsakteure als Kapitulation oder Eingestehen der Verfolgung eines falschen (Inflations-)Ziels über Jahre hinweg interpretieren. Dann – so die Sorge – würde die Notenbank komplett die Kontrolle über Inflationserwartungen und somit auch die Inflation verlieren.

Es kann aber auch anders herum argumentiert werden: Das jahrelange Verfehlen bei gleichzeitig starrem Festhalten am Inflationsziel hat wahrscheinlich bei einigen Wirtschaftssubjekten für Irritationen und Verunsicherung gesorgt. Ein Absenken des Ziels – nach sorgsamer Analyse – könnte deshalb sogar zu einer höheren Glaubwürdigkeit der Zentralbank führen. Denn ein solcher Schritt würde die Anerkennung neuer, ursprünglich kaum vorhersehbarer Realitäten widerspiegeln, also die Anerkennung der Tatsache, dass die Inflation in den Industrieländern seit der letzten Strategieüberprüfung der EZB spürbar gesunken ist.

Was hätte die EZB durch ein niedrigeres Inflationsziel neben mehr Glaubwürdigkeit bezüglich ihres Ziels noch gewonnen? Würde sie ihr Ziel z. B. auf 1½ % – einen niedrigeren Wert, der wahrscheinlich weiterhin genügend „Deflationpuffer“ böte – nach unten anpassen, hätte sie dieses näher an die tatsächlich beobachtbare Inflation herangerückt. Folglich könnte sie ihre Geldpolitik etwas weniger expansiv gestalten als bislang – z. B. ceteris paribus weniger Wertpapierkäufe tätigen, diese in einem künftigen Aufschwung früher beenden und ihren Einlagensatz dann irgendwann auch früher anheben. Sich eine solche realistische(re) Exit-Option zu schaffen, dürfte im Interesse der EZB selbst sein, da unklar ist, welche ungewünschten Nebenwirkungen das aktuelle Negativzinsumfeld hat – letztlich über eine denkbare allmähliche Erosion der Finanzmarktstabilität auch auf das Ziel der Preisniveaustabilität an sich.

Oder ein Zielband und dadurch mehr Flexibilität?

Um einen ähnlichen Effekt zu erreichen wie bei einer bloßen Absenkung des Ziels auf 1½ %, könnte die Notenbank um ihre bisherigen knapp 2 % ein Band von z.B. +/- 0,5 % legen. Das würde ihr zusätzlich mehr Flexibilität bei der Ausgestaltung ihrer Geldpolitik eröffnen.

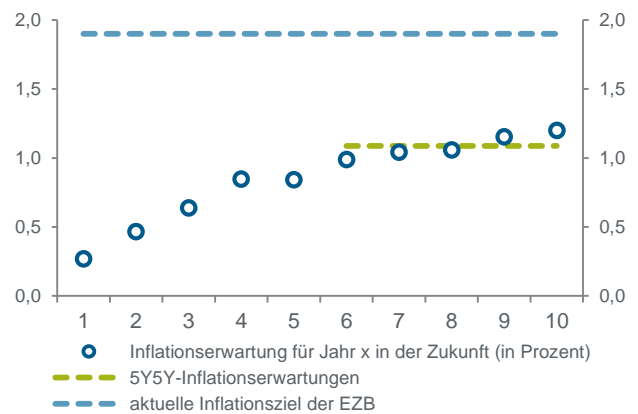
Analysten führen als Argument gegen ein Zielband an, dass sich im gegenwärtigen Niedriginflationsumfeld die Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte bestenfalls zum unteren Rand des Bandes hinbewegen würden. Inflationserwartungen werden aber als zentral angesehen für das tatsächliche Entstehen von Inflation. Dies wäre jedoch nur dann ein Problem, wenn eine Inflation – um im hiesigen Beispiel zu bleiben – von 1½ % zu wenig Sicherheitsabstand zur Deflation böte und somit Deflationsgefahren spürbar erhöhen würde.

Dass dies der Fall ist, darf bezweifelt werden. Private Haushalte z. B. haben im Euroraum relativ stabile Inflationserwar-

tungen, die sich zudem stark an der Entwicklung der aktuellen Inflationsrate orientieren – und folglich weniger am eigentlichen Inflationsziel der EZB. Selbst durch die Finanzkrise 2008/2009 wurden die Inflationserwartungen der privaten Haushalte nur kurzfristig spürbar nach unten gedrückt. Das zeigen Analysen der EZB selbst, die vor rund einem Jahr das damalige Direktoriumsmitglied Benoît Cœuré präsentierte. Cœuré verwies auch darauf, dass die über bestimmte Wertpapiere („Inflationsswaps“) ermittelbaren Inflationserwartungen der Finanzmarktakteure, denen lange Zeit große Bedeutung beigemessen wurde, seit Jahren durch negative Risikoprämien nach unten verzerrt seien.⁷ Doch sogar diese, anscheinend „zu niedrigen“ Inflationserwartungen sind aktuell – trotz Corona-Krise – in keiner Frist (mehr) im Negativen. Deflationsängste können selbst an ihnen kaum abgelesen werden.

Grafik 4: Inflationserwartungen der Finanzmarktakteure

Inflationserwartungen für die nächsten zehn Jahre, berechnet aus „Inflationsswaps“. 5Y5Y-Inflationserwartungen bezeichnen die erwartete durchschnittliche Inflation für den 5-Jahres-Zeitraum, der in fünf Jahren beginnt. Stand: 29.07.2020



Quellen: Bloomberg, KfW Research.

Mit einem Zielband, das – wie oben vorgeschlagen – auch über 2 % hinaus reicht, würde die Zentralbank zudem signalisieren, dass sie in Zeiten, in denen die Inflation anzieht, diese zunächst etwas „laufen“ lassen würde, ohne sofort eine restriktivere monetäre Haltung einzunehmen. Hierdurch könnten die Inflationserwartungen zumindest für längere Fristen angehoben werden. Denn bisher hat die EZB die Möglichkeit einer Inflation, die über einen längeren Zeitraum 2 % überschreitet, nicht zugelassen.

Fazit

Das Inflationsziel einer Notenbank ist durch kein Naturgesetz gegeben, was der Blick auf die unterschiedlichen Ausgestaltungen dieser Größe in den Schwellenländern verdeutlicht. Gleichwohl präferieren die Notenbanken der Industrieländer ein Inflationsziel von (rund) 2 %. Die EZB ist nun dabei, ihre geldpolitische Strategie zu überarbeiten und ihr Inflationsziel auf den Prüfstand zu stellen.

Vor dem Hintergrund einer in den letzten Jahren spürbar niedrigeren Inflation als zu den Zeiten der Festlegung des aktuellen EZB-Inflationsziels (von „unter, aber nahe bei 2 %“)

halten wir es für überlegenswert, dieses Ziel anzupassen – und zwar entweder in Form einer einfachen Absenkung oder über die Einführung eines Bandes um das momentane Ziel. Beides würde unseres Erachtens die Glaubwürdigkeit der EZB erhöhen, weil sie die Strukturveränderung der Inflation⁸ anerkennen würde. Mit solchen Schritten könnte die EZB sogar zum Vorbild für andere Notenbanken werden.

Dabei würde ein Zielband mehr Flexibilität bieten und im Idealfall sogar Inflationserwartungen und die Inflation selbst wieder steigen lassen. Beide angedachten Anpassungen würden tendenziell und (natürlich erst) perspektivisch der EZB den Exit aus ihrer derzeit sehr unkonventionellen Geldpolitik erleichtern – weil sie ceteris paribus eine weniger expansive Geldpolitik als aktuell fordern würden. Ein möglicher Anstieg der Inflationserwartungen würde in dieselbe Richtung wirken. Durch einen früheren Exit und einen resultierenden allgemeinen Zinsanstieg könnten wiederum Risiken verringert werden, die aus den unkonventionellen Maßnahmen der Notenbank resultieren.

Erleichtert würde ein Exit bzw. eine allmähliche Normalisierung der Geldpolitik im Euroraum darüber hinaus durch Impulse der Finanzpolitik sowie wirtschaftliche Reformen. Die

EZB weist darauf seit Jahren hin, ohne dass sich in den einzelnen Euroländern Entscheidendes getan hätte.

Mit dem Corona-Schock wurde nun eine merklich expansive Fiskalpolitik eingeschlagen, die wahrscheinlich auch in veränderte Wirtschaftsstrukturen und Reformen münden wird. Zudem scheint die Weiterentwicklung der Architektur der Eurozone einen Schub bekommen zu haben. So liegen in der Zäsur der aktuellen Krise offensichtlich bedeutende Chancen. Vielleicht auch für die Strategie der EZB.

Folgen Sie KfW Research auf
Twitter.

Oder abonnieren Sie unseren kostenlosen E-Mail-Newsletter, und Sie verpassen keine Publikation.

Zur Anmeldung

¹ Vgl. European Central Bank, ECB launches review of its monetary policy strategy, Pressemitteilung vom 23. Januar 2020: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200123-3b8d9fc08d.en.html>.

² Da keine in die 1980er-Jahre zurückreichende Zeitreihe für den Harmonisierten Verbraucherpreisindex für den Euroraum insgesamt zur Verfügung steht, wird hier eine näherungsweise Inflationsrate für den Euroraum berechnet. Dies geschieht, indem auf monatlicher Basis die jährlichen Veränderungsraten der nationalen Verbraucherpreisindizes der fünf (an der Wirtschaftsleistung gemessen) größten Euroländer zu einer Inflationsrate zusammengefasst werden. Dabei werden die nationalen Raten jeweils mit dem Anteil des betrachteten Landes an der Summe der nominalen Bruttoinlandsprodukte (BIP) dieser fünf Länder – Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien und die Niederlande – gewichtet. Die genannten Staaten erwirtschaften aktuell rund 85 % des nominalen BIP des gesamten Euroraums.

³ Vgl. European Central Bank, The definition of price stability: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>.

⁴ Vgl. auch Fußnote 1. Die hier ausgewiesenen Inflationsraten sind mittels BIP-Gewichtung aus den nationalen Raten der aktuell fünf größten Euro-Staaten berechnet.

⁵ Vgl. z. B. The Economist: When 2% is not enough – the rich world's central banks need a new target, Ausgabe vom 27. August 2016: <https://www.economist.com/leaders/2016/08/27/when-2-is-not-enough>.

⁶ Vgl. zu den folgenden Ausführungen z. B. Svensson, Lars E.O: Monetary Policy Strategies for the Federal Reserve, in International Journal of Central Banking, Februar 2020, S. 133–193.

⁷ Vgl. Coeuré, Benoît: Inflation expectations and the conduct of monetary policy, Rede auf einer Veranstaltung des SAFE Policy Center, Frankfurt am Main, 11. Juli 2019: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190711-6dcdf97c01.en.html>.

⁸ Bei dieser Aussage wird davon ausgegangen, dass es sich bei der bis dahin nicht gekannten niedrigeren Inflation der letzten rund zwanzig Jahre um eine strukturelle Veränderung handelt, die gleichzeitig keine zusätzlichen Deflationsgefahren hat entstehen lassen. Das heutige Inflationsumfeld wird damit als genauso wenig gefährlich in Bezug auf das Auftreten von Deflation angenommen wie das frühere – ohne dass hierfür ein endgültiger Beweis erbracht werden könnte. Allein die Beobachtung der sehr guten wirtschaftlichen Entwicklung bis zum Ausbruch der Corona-Pandemie, gerade mit Blick auf die Entwicklung von Beschäftigung und Arbeitslosenquote, legt diesen Schluss nahe.