

Friedrich L. Sell

## Ist das neue Inflationsziel der EZB noch zeitgemäß?

Es vergeht kein Tag, an dem uns einschlägige Medien in Deutschland nicht versichern, ja, es gäbe inzwischen eine signifikante Inflation, sie sei aber nicht besonders groß und außerdem sei sie nur vorübergehend, da „Basisseffekten“ und „Sondereinflüssen“ (insbesondere bei Rohstoffen) geschuldet. Die Inflationserwartungen seien weiter fest auf niedrigem Niveau verankert. Und: Solange die Löhne nicht anziehen, sei das alles überhaupt nicht besorgniserregend. Und die EZB? Sie scheint diese Einschätzung zu teilen. Am 8. Juli 2021 hat sie, neben weiteren Änderungen, ihr neues Inflationsziel in der Öffentlichkeit vorgestellt. Aber ist die EZB damit (noch) auf der Höhe der Zeit?

### Das neue Inflationsziel der EZB

Die Abkehr von der Formulierung „unter, aber nahe 2 %“ hin zu: „2 % in der mittleren Frist“<sup>1</sup> wurde von den Märkten zunächst mit Erleichterung aufgenommen. Sie stellt nicht nur semantisch eine deutliche Vereinfachung dar, sondern sorgt auch für mehr Transparenz. Da diese „2 %“ aber ausdrücklich nicht – wie bei der Fed<sup>2</sup> – als Durchschnittsgröße aufgefasst werden sollen, was ja bedeutete, dass man eingetretene Unterschreitungen (Überschreitungen) der Zielmarke in der Zukunft systematisch zu kompensieren hätte, stellt sich die Frage, was die EZB dann in Zukunft zu Aktionen motiviert. Christine Lagarde: „We know that 2 % is not going to

be constantly on target, there might be some moderate, temporary deviation in either direction of that 2 % and that is okay. What we are very concerned about is any sustainable, durable, significant deviation from the target and that will require forceful action“ (Amaro, 2021). Im Kern will die EZB demnach nur auf permanente und nicht auf (vermeintlich) transitorische Abweichungen (in beiderlei Richtungen) von ihrer Zielmarke reagieren.

### Soll die EZB auf die post-pandemische Situation reagieren?

Auch die EZB benennt vor allem vorübergehende (also transitorische) Sondereinflüsse und die häufig angeführten „statistischen Basis- und Umstellungseffekte“<sup>3</sup> für die im Euroraum anziehende Inflation. Entscheidend sei aber, so die EZB, etwas anderes: Für Inflation bedürfe es am Ende immer der Lohnsteigerungen und diese wiederum einflussreicher Gewerkschaften, um sie durchzusetzen. Beides sei aber in Europa nirgends zu erkennen.

Für künftige Lohnsteigerungen braucht es allerdings gar keine starken Gewerkschaften (mehr), wenn sich der Fachkräftemangel weiter verstärkt. In ihrem viel beachteten Buch „The Great Demographic Reversal“ begründen Charles Goodhart und Manoj Pradhan (2020) anschaulich, warum die längst eingetretene demografische Entwicklung<sup>4</sup>, unzureichende Zuwanderung qualifizierter Arbeitskräfte und global ausgeschöpfte verlängerte Werkbänke den Fachkräftemangel<sup>5</sup> in Europa befeuern. Knappe Fachkräfte sind vermutlich ziemlich rational und unterliegen kaum der „Lohnillusion“: Wenn die nach der Pandemie früher oder später erforderliche Konsolidierung der Haushalte Steuererhöhungen nach sich zieht, werden diese in Gestalt höherer Bruttolohnforderungen eingepreist. Höhere Energiepreise wirken in die gleiche

© Der/die Autor:in 2021. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz veröffentlicht ([creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de)).

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft gefördert.

- 1 „The Governing Council considers that price stability is best maintained by aiming for a 2 % inflation target over the medium term. This target is symmetric, meaning negative and positive deviations of inflation from the target are equally undesirable“ (Amaro, 2021).
- 2 Sell (2021) diskutiert, welche Erfolgsbedingungen gegeben sein müssen, damit der sogenannte Powell-Vorschlag die Schlagkraft und Effizienz der Geldpolitik verbessert, wenigstens aber nicht verschlechtert.

- 3 Etwa, wenn in Deutschland die coronabedingt vorübergehende Senkung der Mehrwertsteuer wieder zurückgenommen wurde.
- 4 Die Autoren begnügen sich dabei keineswegs mit den bekannten Aspekten des demografischen Wandels. Sie arbeiten vielmehr auf empirische Daten gestützt heraus, dass eine wichtige Konsequenz daraus der Anstieg der „Abhängigkeitsquote“ ist: Immer mehr Menschen, die nicht mehr oder noch nicht zur Produktion beitragen, dafür aber konsumieren, werden von immer weniger wirtschaftlich aktiven Menschen gestützt. Aus diesem wachsenden Konsumüberhang speist sich Inflation (Goodhart und Pradhan, 2020, 70/71).
- 5 Diese Sichtweise wird auch von anderen Ökonom:innen geteilt: „Für den Arbeitsmarkt könnte der verstärkte Arbeits- und Fachkräftemangel den Lohndruck über das gesamte Jahrzehnt erhöhen“ (Deutsche Bank Research, 2021a).

Prof. em. Dr. Friedrich L. Sell lehrte Makroökonomik und Wirtschaftspolitik an der Universität der Bundeswehr München, Neubiberg.

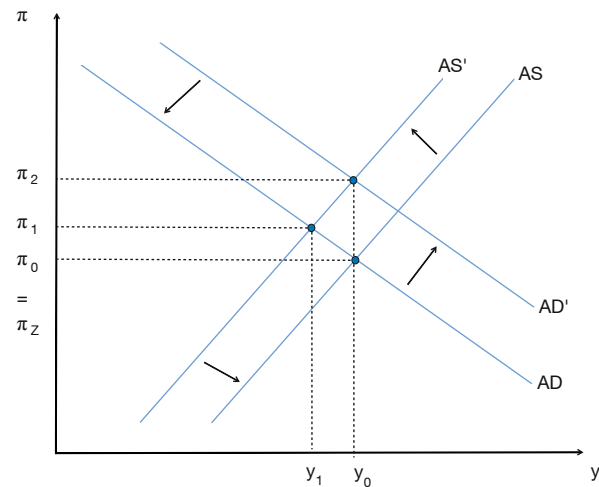
Richtung. Ein Anstieg der Lohnstückkosten ist dann nicht nur plausibel, sondern wahrscheinlich (Goodhart und Pradhan, 2020, 175, 193).

Die Angebotsbedingungen in der Eurozone werden sich auch aus anderen Gründen deutlich verschlechtern. Steigende Energiekosten (etwa bei Strom), vor allem aber der von der europäischen Politik fest eingeplante stetige Erhöhungsprozess beim CO<sub>2</sub>-Preis<sup>6</sup> im Kampf gegen den Klimawandel<sup>7</sup>, sind keineswegs vorübergehende Erscheinungen, sie verteuern das Güterangebot signifikant, dauerhaft und nachhaltig (Christine Lagarde: „sustainable, durable, significant“)<sup>8</sup>, und sie gehen im Übrigen mit regressiven Verteilungswirkungen einher. Dadurch ausgelöste Verteilungskonflikte vertragen sich wenig mit stabilen Preisen. Im Übrigen hat die EZB selbst durch ihre Niedrigzinspolitik nicht unerheblich zur Verungleichmäßigung der Vermögensverteilung beigetragen (Grabka und Halbmeier, 2019). Zudem steht die Konzentration von Markt- und damit Preissetzungsmacht, besonders gut bei den digitalen Champions zu beobachten, nicht im Verdacht, dem Ziel der Preisniveaustabilität sonderlich zu dienen. Und sie ist nur selten ein vorübergehendes Phänomen.

Das sind für die EZB keine guten Nachrichten, zumal eine Notenbank sich bekanntlich wesentlich leichter damit tut, einen zu großen Nachfragesog zu bekämpfen als eine Verteuerung des Angebots. Diese Einsicht ist genauso geläufig wie die Überlegung, dass eine Notenbank ein sehr niedriges konstantes Inflationsziel auf Dauer nicht durchhalten kann, wenn sie dadurch – bei einer anhaltenden Verteuerung des Angebots – aktiv zu einem Abwürgen von Konjunktur und Wachstum beiträgt. Negative Angebotschocks müssen letztlich von der Geldpolitik akkommodiert werden. Das klappt unter

- 6 „Je stärker der CO<sub>2</sub>-Preis in die Höhe geht, desto schwieriger wird es für den industriellen Mittelstand, noch marktgerecht zu produzieren“ (Wolff, 2021, 11).
- 7 Diesem hat sich die EZB nach eigenem Bekunden bereits angeschlossen, etwa, wenn sie klimabedingte Risiken in Zukunft beim Ankauf von Wertpapieren berücksichtigen und „Green Bonds“ bevorzugt behandeln will.
- 8 Wichtig ist in diesem Zusammenhang die im Mitarbeiterstab des SVR entstandene Studie von Nöh, Rutkowski und Schwarz (2020) „Auswirkungen einer CO<sub>2</sub>-Bepreisung auf die Verbraucherpreisinflation“. Darin wird gezeigt, dass bereits 2021 die CO<sub>2</sub>-Bepreisung in Deutschland den harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) um 1,2 Prozentpunkte steigen lässt. Die Auswirkungen auf die Eurozone insgesamt sollen ein Drittel davon betragen. Nur: Eine entsprechende CO<sub>2</sub>-Bepreisung wird in Europa sehr bald schnell um sich greifen und die Anhebungen des CO<sub>2</sub>-Preises werden noch eine ganz andere Dynamik entfalten müssen als das bisher von politischen Akteuren eingestanden wurde.

Abbildung 1  
Die Inflationssteuerung der EZB im dynamischen AS/AD-Modell



Quelle: eigene Darstellung.

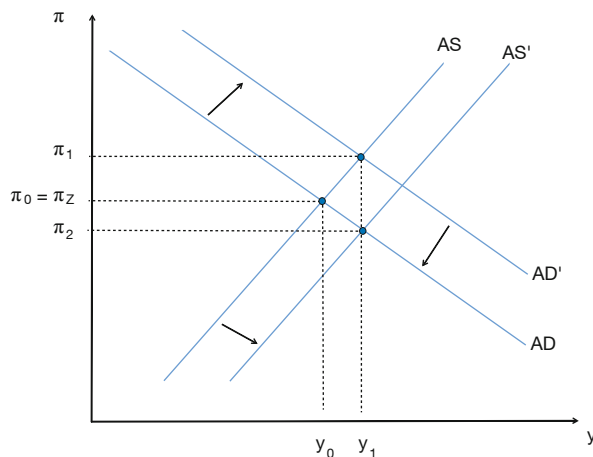
den geschilderten Bedingungen vermutlich nur bei einer moderaten Anhebung des Inflationsziels.<sup>9</sup>

### Inflationssteuerung im makroökonomischen Standardmodell

In Abbildung 1 betrachten wir ein dynamisches AS/AD-Modell<sup>10</sup>, in dem das Güterangebot an (die Güternachfrage nach) dem Bruttoinlandsprodukt (BIP) positiv (negativ) von der Inflationsrate abhängt. Im Schnittpunkt ergebe sich – aus Vereinfachungsgründen – anfangs die gewünschte Zielinflation  $\pi_z (= \pi_0)$  der EZB. Eine signifikante Verteuerung des Angebots möge nun die AS-Kurve nach links oben in die Position AS' schieben: Das Einkommen sinkt auf  $y_1$ , die Inflationsrate steigt auf  $\pi_1$  an. Wenn die EZB mit ihrer bisherigen Einschätzung richtig liegt, wird sich die AS-Kurve recht schnell wieder in die alte Lage zurück begeben. Dann (und nur dann) macht es durchaus Sinn, dass sie diese vorübergehende Zielverletzung in Gestalt der etwas höheren Inflationsrate toleriert und nicht gegensteuert. Wenn allerdings eher die Vermutungen von Nöh, Rutkowski und Schwarz (2020),

- 9 Es handelt sich hier um ein ganz ähnliches Problem, wie wir es vom „währungspolitischen Trilemma“ kennen: Dort muss eine Notenbank ein bisheriges Wechselkursziel immer dann aufgeben, wenn sie zugleich, bei ungehindertem Kapitalverkehr, autonome, die Konjunktur und das Wachstum stützende Geldpolitik betreiben möchte (Krugman und Obstfeld, 2009, 850).
- 10 Das dynamische erscheint für die folgende Diskussion geeigneter als das statische AS/AD-Modell, das etwa Pappa (2020) in ihrem ansonsten sehr instruktiven Aufsatz verwendet. Nur im dynamischen Ansatz lässt sich die Inflationssteuerung der Notenbanken adäquat abbilden.

Abbildung 2  
Die Inflationssteuerung der Fed im dynamischen AS/  
AD-Modell



Quelle: eigene Darstellung.

Goodhart und Pradhan (2020), Deutsche Bank Research (2021a, 2021b) und auch des Verfassers zutreffen, ist die Linksverschiebung der AS-Kurve von Dauer: Die Geldpolitik müsste nun – vermutlich nur mit geringer Unterstützung durch die Fiskalpolitik, die den während der Pandemie eingetretenen Verschuldungsanstieg kaum noch ausdehnen kann – diesen (permanenten) Angebotsschock akkommodieren<sup>11</sup>, die AD-Kurve verschiebt sich nach rechts in die Lage AD', die frühere Höhe des BIP ( $y_0$ ) kann zwar theoretisch wieder erreicht werden, jetzt aber um den Preis einer höheren Inflationsrate,  $\pi_2$ . Erst wenn sich der negative Angebotsschock zurückbildet, schwingt die AS'-Kurve in die alte Lage (AS) zurück, die Geldpolitik kann sich „normalisieren“ und die AD'-Kurve kehrt in ihre frühere Position AD zurück.

Der Unterschied in der Strategie der Fed gegenüber derjenigen der EZB lässt sich ebenfalls gut darstellen: In Abbildung 2 wird das Ausgangsgleichgewicht (mit der Inflationsrate  $\pi_z = \pi_0$  und dem BIP  $y_0$ ) durch das gigantische Ausgabenprogramm der US-Regierung<sup>12</sup> „gestört“. Kurzfristig kommen nur dessen Nachfrageeffekte zum Tragen. Die AD-Kurve wandert nach rechts in die Lage AD'. Das BIP steigt auf  $y_1$ . Es tritt nun auch hier

eine höhere Inflationsrate als 2 % auf ( $\pi_1$ ). Vor allem die Investitionen in die Infrastruktur verschieben mittelfristig das Angebot AS nach rechts unten in die Lage AS'. Nehmen wir an, die Inflationsrate sinkt unter  $\pi_1$ . Will die Fed dann noch ihr „Durchschnittsversprechen“ einlösen, ist sie unweigerlich gehalten, die Inflationsrate durch eine kontraktive Geldpolitik noch weiter, etwa auf  $\pi_2$  zu senken (Verschiebung von AD' nach AD). Die neue ( $\pi_2$ ) und die alte Inflationsrate ( $\pi_1$ ) ergeben dann „idealerweise“ im Mittel die Zielinflation  $\pi_z = \pi_0$ . Ansonsten ist das Zusammenspiel von Geld- und Fiskalpolitik alles andere als ideal.

### Fazit

Bis zum heutigen Tag ist – trotz der Stern-, der Nordhaus- und anderer Studien (Brun, 2019) – noch immer weitgehend unklar, welcher Teil des heutigen und vor allem des zukünftigen weltweiten BIP aufgewendet werden muss, um die Erderwärmung zu stoppen. Klar ist: Entstehung, Verwendung und Verteilung dieses BIP werden zukünftig erheblichen Veränderungen unterworfen werden. Das Zurückdrängen traditioneller Ausgabenkomponenten (privater Konsum, private Investitionen, Außenhandelsalden etc.) zugunsten von (öffentlichen und privaten) Budgets für den Kampf gegen den Klimawandel wird in den meisten marktwirtschaftlichen Ländern, also gerade in der Eurozone, vor allem über den Preismechanismus erzwungen werden. Die von Goodhart und Pradhan skizzierten Folgen des demografischen Wandels schmälern die Wachstums- und befeuern zugleich die Inflationsaussichten. Die genannten Effekte sind keineswegs transitorisch, sondern eher permanent und dürfen von der EZB in ihrer geldpolitischen Strategie keinesfalls vernachlässigt werden. Ihre bisherige, eher beschwichtigende als erklärende Kommunikation, ist dabei wenig hilfreich. Sie bedroht letztlich ihre Glaubwürdigkeit als Institution selbst. Wäre es nicht viel klüger, wenn die EZB vorhandene Zielkonflikte der Wirtschaftspolitik, insbesondere auch der Geldpolitik, selbst „proaktiv“ anspräche?

Sie könnte sich gewissermaßen selbst „an die Spitze der Bewegung“ setzen, indem sie der interessierten Öffentlichkeit erklärt, dass es offensichtlich einen deutlichen Zielkonflikt zwischen einer streng ausgelegten Preisniveaustabilität einerseits (2 % Inflation) und einem erfolgreichen Kampf gegen den Klimawandel und gegen die negativen Begleiterscheinungen des demografischen Wandels andererseits gibt. Als Ausweg könnte sich anbieten, die angestrebte Inflationsrate zu korrigieren und moderat auf etwa 3 % anzuheben. Das wäre allemal glaubwürdiger, als ein Überschießen der Inflationsrate gegenüber dem niedrigeren Inflationsziel von

11 Dies sind Lehren, die wir aus der ersten und der zweiten Erdölpreiskrise der 1970er Jahre gezogen haben: Damals erschwerte eine kontraktive Geldpolitik in Verbindung mit einer expansiven Fiskalpolitik und einer ultraaggressiven Lohnpolitik den Substitutionsprozess von fossiler Energie durch andere Produktionsfaktoren und verschlimmerte/verlängerte die Stagflation.

12 Dazu zählen der American Rescue Plan, der Infrastrukturplan und der Plan für soziale Infrastruktur (Riecke, 2021, 14, 15).

2 % auf (vermutlich) lange Zeit hinzunehmen und das wenig geneigte Publikum auf eine ziemlich ferne Zukunft zu vertrösten. Dann würden nämlich am Ende – nichts fürchten Notenbanken, also auch die EZB, mehr – auch noch die Inflationserwartungen aus ihrer Verankerung gerissen.

## Literatur

- Amaro, S. (2021), European Central Bank sets its inflation target at 2% in new policy review, [www.cnn.com/2021/07/08/ecb-lagarde-presents-first-policy-review-in-almost-two-decades.html](http://www.cnn.com/2021/07/08/ecb-lagarde-presents-first-policy-review-in-almost-two-decades.html) (30. August 2021).
- Brun, S. (2019), (Neu-)Bewertung von Integrated Assessment Modellen im Kontext des Klimawandels, in: F. L. Sell (Hrsg.), *Schriften zur Internationalen Wirtschaftspolitik*, Bd. 11, LIT-Verlag.
- Deutsche Bank Research (2021a), Zuwanderungsdelle durch Corona in den Jahren 2020/2021: Lohndruck könnte in der Dekade ansteigen, [https://www.dbresearch.de/MAIL/RPS\\_DE-PROD/PROD00000000000519359.pdf](https://www.dbresearch.de/MAIL/RPS_DE-PROD/PROD00000000000519359.pdf) (30. August 2021).
- Deutsche Bank Research (2021b), Nehmen die Inflationsrisiken in Deutschland tatsächlich zu? Oder machen wir uns wieder einmal umsonst verrückt?, [https://www.dbresearch.de/MAIL/RPS\\_DE-PROD/PROD00000000000519428.pdf](https://www.dbresearch.de/MAIL/RPS_DE-PROD/PROD00000000000519428.pdf) (30. August 2021).
- Goodhart, C. und M. Pradhan (2020), *The great demographic reversal: Ageing societies, waning inequality, and an inflation revival*, Macmillan Publishers.
- Grabka, M. und C. Halbmeier (2019), Vermögensungleichheit in Deutschland bleibt trotz deutlich steigender Nettovermögen anhaltend hoch, *DIW-Wochenbericht*, 40, 736-745.
- Krugman, P. R. und M. Obstfeld (2009), *Internationale Wirtschaft. Theorie und Politik der Außenwirtschaft*, 8., aktualisierte Auflage, Pearson Studium.
- Nöh, L., F. Rutkowski und M. Schwarz (2020), Auswirkungen einer CO<sub>2</sub>-Bepreisung auf die Verbraucherpreis-inflation, *Working Paper*, 03/2020, Mai 2020, German Council of Economic Experts.
- Pappa, E. (2020), Fiscal rules, policy and macroeconomic stabilization in the euro area, in European Central Bank (Hrsg.), *Central Banks in a Shifting World. ECB Forum on Central Banking*, Sintra: 11-12 November, Conference proceedings, FF/M., 221-264.
- Riecke, T. (2021), Der richtige Showdown ist schon in Sichtweite, *Handelsblatt*, 154, 12. August, 14/15.
- Sell, F. L. (2021), Flexibles Inflationsziel für die Geldpolitik: nur neuer Wein in alten Schläuchen?, *Wirtschaftsdienst*, 101(1), 58-62, <https://www.wirtschaftsdienst.eu/inhalt/jahr/2021/heft/1/beitrag/flexibles-inflationsziel-fuer-die-geldpolitik-nur-neuer-wein-in-alten-schlaeuchen.html> (30. August 2021).
- Wolff, M.-L. (2021), Ich plädiere für ein Klimaschutzministerium, *Handelsblatt*, 142, 27. Juli, 10-11.