



Autor: Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Editor: Patrick von der Ehe
patrick.ehe@ikb.de

Fazit: Weder der historisch niedrige Inflationsverlauf noch EZB-Prognosen stützen die These, ein Inflationsziel von unter, aber nahe 2 % sei als Anker der Erwartungen zielführend. Zu betonen, dieses Inflationsziel in den nächsten Jahren überschreiten zu wollen, um die durchschnittliche Inflation auf knapp 2 % zu hieven, bringt deshalb wenig. Denn es könnte zwar helfen, das Inflationsziel wieder als Anker der langfristigen Erwartungen zu etablieren, die aktuell deutlich unter dem Ziel liegen. Doch die Notenbank muss zuerst den Beweis erbringen, die Inflationsrate ausreichend anheben zu können. Ist die Geldpolitik der EZB glaubwürdig, bedarf es keiner Überschreitung des Inflationsziels, um die Inflationserwartungen anzuheben und so die Geldpolitik effektiver zu machen.

Die Ankündigung der Fed, den Fokus ihrer Geldpolitik auf ein durchschnittliches Inflationsziel zu legen, hat auch in der Euro-Zone zu reger Diskussion geführt – vor allem, weil die EZB sich gerade im Prozess einer strategischen Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie befindet. Da sich die Inflation unter dem gewünschten Niveau befindet, könnte die Entscheidung der Fed auch als ein Signal für eine noch länger unterstützende Geldpolitik interpretiert werden, bei dem die US-Notenbank langfristig eine Inflation über ihrer angestrebten Zielmarke toleriert bzw. anstreben würde, um den gewünschten Durchschnittswert zu erreichen. Diese Argumentation kann auch auf die Euro-Zone übertragen werden. Wie könnte eine explizite Betonung auf den Inflationsdurchschnitt die Geldpolitik in der Euro-Zone verändern?

Inflationsziel benötigt symmetrische Geldpolitik

Grundsätzlich benötigt jedes Inflationsziel einen symmetrischen Inflationsverlauf, da sonst der langfristige Durchschnitt nicht dem Ziel entsprechen kann. Der Gedanke eines durchschnittlichen Inflationsziels ist somit eng verbunden mit dem Gedanken der Symmetrie. Doch benötigt eine Unterschreitung immer eine Überschreitung der Zielgröße und umgekehrt, damit das Ziel grundsätzlich glaubwürdig bleibt? Nein. Es geht vielmehr um den effektiven Einfluss der Geldpolitik auf den Inflationsprozess. Im Falle von Über- und Unterschreitungen muss die Notenbank dafür sorgen, dass ihr geldpolitischer Einfluss auf die Wirtschaft und den Inflationsprozess ausreicht, um einen glaubwürdigen Pfad hin zum Inflationsziel sicher zu stellen. Auch ist die hierfür nötige Zeitspanne nur soweit von Bedeutung, als sie die Glaubwürdigkeit der Notenbank in Frage stellen könnte. Ob die Inflationsrate am Ende zum Ziel konvergiert oder erst einmal überreagiert, ist zweitrangig.

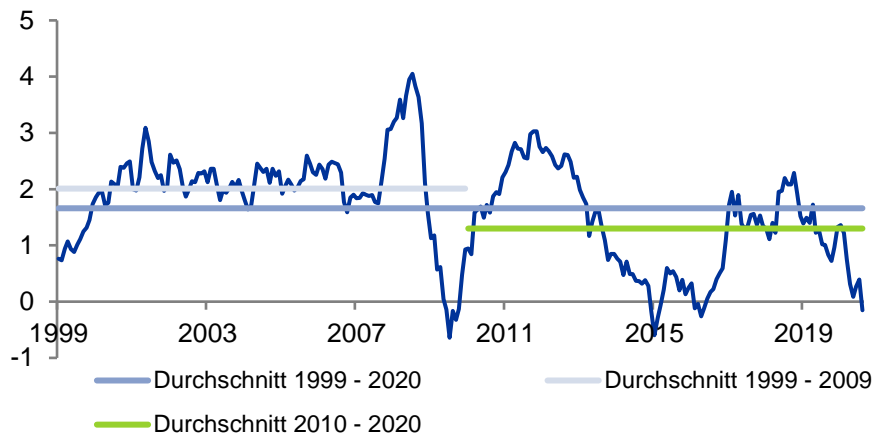
Doch was bedeutet ein Fokus auf eine durchschnittliche Inflationsrate? Ist das Inflationsziel gesetzt und sollen Inflationserwartungen rund um dieses Ziel verankert sein, so muss die Notenbank notgedrungen eine durchschnittlich stabile Inflation sicherstellen. Kritisch wird es, wenn die Inflation über einen längeren Zeitraum vom Ziel abweicht. Hier stellt sich die Frage, was die Glaubwürdigkeit mehr erhöht, eine Übertreibung, um die durchschnittliche Inflationsrate wieder dem grundsätzlichen Ziel anzupassen oder eine Betonung des Inflationsziels, was keinen Raum für Überreaktionen lässt. Entscheidend für Erwartungen und die Glaubwürdigkeit der Notenbank ist jedoch weniger, welches Ziel kurz und mittelfristig gestellt wird, sondern eher, welche Inflationsrate eintreten wird bzw. rückblickend eingetreten ist. Konvergiert die Inflation zum Ziel oder überreagiert sie – beides sind Korrekturmechanismen und Prozesse hin zu einem glaubwürdigen Inflationsziel.

Inflationsziel benötigt grundsätzlich stabilen Inflationsverlauf

Eine Inflationsrate, die konsistent mit dem Inflationsziel ist, muss eine stabile, bzw. statistisch gesehen, stationäre Zeitreihe sein, sodass der Durchschnitts- oder Erwartungswert dem offiziellen Inflationsziel entspricht. Erwartungen, die sich an der eingetretenen Inflationsrate orientieren, würden dann das Inflationsziel bestätigen und die Notenbank wäre erfolgreich darin, Inflationserwartungen rund um ihr Ziel zu verankern bzw. ihre Glaubwürdigkeit zu festigen. Das Ziel einer durchschnittlichen Inflationsrate von 2 % oder ein Inflationsziel von 2 % unterscheiden sich in ihren Auswirkungen auf die Geldpolitik eher wenig. In beiden Fällen muss die Notenbank die effektive Inflationsrate statistisch stabil halten, sodass Erwartungen durch den Durchschnitt bzw. das Inflationsziel bestätigt werden. Ist die Notenbank glaubwürdig, so ist auch eine temporäre Abweichung vom Inflationsziel unkritisch. In diesem Fall orientieren sich Erwartungen an die Notenbank und damit an die Zukunft eher am historischen Inflationsverlauf. Umgekehrt gilt: Weicht der historische Durchschnitt vom Inflationsziel ab, so muss die Notenbank durch ihre Geldpolitik umso entschiedener ihre Glaubwürdigkeit betonen bzw. wiederherstellen.

Jean-Claude Trichet hat in seiner Zeit als EZB-Präsident immer wieder betont, die durchschnittliche Inflationsrate in der Euro-Zone komme dem Ziel der EZB gleich. Er wertete zurecht die durchschnittlich eingetretene Inflationsrate als Maßstab für den Erfolg der Geldpolitik. In den Jahren 2000 bis 2010 lag die Inflationsrate bei rund 2 % und stimmte damit mit dem Ziel der Preisstabilität überein. Erwartungen, die auf dem Inflationsziel der EZB basierten, waren also rational in dem Sinne, dass diese keinen systematischen Fehler beinhalteten, der einen Anpassungsprozess bei den Erwartungen erforderte. In der Praxis mag der Durchschnitt der Inflationsrate über einen bestimmten Zeitraum von dem langfristigen Ziel abweichen. Je größer die Abweichungen und je länger der Pfad zurück zur Zielgröße der Notenbank sind, desto weniger ist das Inflationsziel als kurz- und mittelfristige Orientierungsmarke geeignet. Sind die Abweichungen so signifikant, dass der Erwartungswert der Inflationsrate nicht mehr dem Inflationsziel der Notenbank entspricht, sind langfristige Erwartungen betroffen und es ergibt sich ein Glaubwürdigkeitsproblem für die Notenbank, was ihre geldpolitische Effektivität reduziert.

Abb. 1: Inflationsrate in der Euro-Zone, in % zum Vorjahr



Quellen: Eurostat, IKB

Inflationsziel der EZB ist kein Anker für Erwartungen

Die Märkte haben die Diskussion über ein durchschnittliches Inflationsziel dahingehend interpretiert, dass mehr Raum für eine expansive Geldpolitik gegeben ist. Dies ist Folge einer Inflationsrate, die jahrelang niedriger war als das Inflationsziel. Während Jean Claude Trichet für seine Ägide von einer durchschnittlichen Inflationsrate von 2 % berichten und dies als Erfolg der EZB werten konnte, gilt dies für den Zeitraum zwischen den Jahren 2010 und 2020 ebenso wenig wie für den gesamten Zeitraum, seitdem die EZB das Mandat der Preisstabilität im Euro-Raum hat. Die Inflationsrate für den Zeitraum 2010 bis 2020 lag bei 1,3 %, der Durchschnitt seit dem Jahr 2000 bei 1,6 %. Die EZB hat also über ihre gesamte Zeit als europäische Notenbank eine durchschnittliche Inflationsrate von 2 % oder knapp darunter nicht erreicht.

Fehlende historische Belege erschweren, die Glaubwürdigkeit der EZB zu beurteilen und geben der aktuellen Geldpolitik eine womöglich überzogene Bedeutung. Doch die EZB erwartet auch für die nächsten Jahre eine Inflationsrate deutlich unter ihrer Zielmarke. Selbst für das Jahr 2022 wird eine Inflationsrate von „nur“ 1,3 % prognostiziert, auch wenn diese leicht nach oben angepasst wurde. Während dies einerseits als ein Signal für eine anhaltend unterstützende Geldpolitik gesehen werden kann, ist solch eine Prognose im Kontext der historischen Inflationsraten wenig hilfreich, um die Glaubwürdigkeit des Inflationsziels zu erhöhen. Denn die EZB bestätigt auch für die kommenden Jahre die seit dem Jahr 2010 geltende durchschnittliche Inflationsrate von 1,3 %. So verfolgt die EZB aktuell eine Geldpolitik, die auch in den kommenden Jahren genau das manifestiert, was in den letzten 10 bzw. 20 Jahren gegolten hat: Eine Inflationsrate, die deutlich niedriger ist als das definierte Ziel. In diesem Zusammenhang kann das Inflationsziel auch weiterhin nicht als glaubwürdiger und vor allem robuster Anker für Inflationserwartungen gesehen werden.

Glaubwürdigkeit der Notenbank entscheidend

Die Inflationserwartungen in der Euro-Zone sind schon länger zurückgegangen – durchaus berechtigt, wenn man die eingetretene Inflationsrate zugrunde legt. Das hat dazu geführt, dass der reale Zins anstieg und so die Geldpolitik ungewollt gestraft hat. Fokussiert sich die EZB künftig auf den Inflationsdurchschnitt, was bedeutet, dass die Inflationsrate in den nächsten Jahren auf über 2 % steigen muss, so mag dies die Inflationserwartungen anheben und so den realen Zinssatz senken. Entscheidend ist jedoch, wie glaubwürdig die Notenbank vermitteln kann, die Inflationsrate über mehrere Jahre über dem Niveau von 2 % halten zu können, wenn sie in den letzten Jahren nicht einmal in der Lage war, den Durchschnitt auf über 1,5 % anzuheben. Eine nachvollziehbare Anhebung der Inflationsprognosen wäre ein Anfang. Ob sich die EZB auf eine durchschnittliche Inflation von 2 % und damit ein kurzfristiges Ziel darüber fokussieren sollte, ist weniger von Bedeutung. Wichtiger ist, dass sie eine Geldpolitik betreibt, die mit dem Inflationsziel konsistent sein sollte. Nun ist der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik relativ lang, was durchaus

eine Abweichung des Ziels über einen gewissen Prognosehorizont zulassen sollte. Für eine Inflationsprognose für das Jahr 2022 von deutlich unter 2 % mag dies allerdings weniger gelten. Denn die EZB bestätigt damit, selber nicht daran zu glauben, das Inflationsziel zumindest am Prognosehorizont wieder erreichen zu können. Wie will die EZB dieses Mal eine andere Inflationsdynamik sicherstellen als in den letzten 10 Jahren? Bisher hat sie das nicht glaubwürdig darstellen können. Und mit fehlender Glaubwürdigkeit ist jegliche Diskussion über eine mögliche Anpassung des Inflationsziels überflüssig.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugswise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Dr. Klaus Bauknecht
Volkswirtschaft
Telefon +49 211 8221-4118

13. Oktober 2020

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick

Vorstand: Dr. Michael H. Wiedmann (Vorsitzender), Claus Momburg