

Joachim Weeber*

Die 2%-Illusion

In seinem Kommentar stellt Joachim Weeber dar, dass das von der EZB angestrebte 2%-Ziel für die Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet in Zukunft schwieriger zu realisieren sein dürfte. Globalisierung, demographischer Wandel und zunehmende Digitalisierung könnten die Verbraucherpreisentwicklung tendenziell unter dieses Niveau drücken. Zudem stellt er die Frage nach dem angemessenen Preisindikator unter den Bedingungen des von der EZB betriebenen Quantitative Easing. So sollten insbesondere Vermögenspreise eine stärkere Rolle bei geldpolitischen Entscheidungen spielen.

Preisstabilität ist oberstes Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB). Und dies ist nicht nur dokumentiert im Art. 105 Abs. 1 des Vertrags über die Europäischen Gemeinschaften, sondern auch in der tatsächlichen Umsetzung der Geldpolitik, wie etwa von Mario Draghi in seiner ersten öffentlichen Rede im Jahr 2011 in seiner neuen Funktion als Präsident der EZB bekräftigt: »Continuity first and foremost refers to our primary objective of maintaining price stability over the medium term.« (Draghi 2011) Auch zur Begründung der aktuellen, durch unkonventionelle Maßnahmen geprägten Geldpolitik der EZB wird auf dieses Ziel verwiesen (vgl. EZB 2017c). Zwar wird in der öffentlichen, aber auch in der wissenschaftlichen Debatte z.T. sehr kontrovers über die tatsächlichen Erfolge zur Erreichung der Preisstabilität diskutiert. Allerdings werden mitunter bereits unter dem Begriff der Preisstabilität ganz unterschiedliche Sachverhalte verstanden.

DEFINITION DER PREISSTABILITÄT DER EZB

So klar die Vorgaben aus dem EG-Vertrag sind, so schwierig ist in der Praxis die exakte statistische Quantifizierung. Wegen solcher Schwierigkeiten der Erfassung geht man daher häufig von einer Marge der Veränderungen der berechneten Preisindizes aus, innerhalb derer nicht oder nur bedingt von Inflation gesprochen wird. Die EZB veröffentlicht eine quantitative Definition von Preisstabilität als Orientierungshilfe und als Messgröße für die Öffentlichkeit, mit der der Erfolg der Geldpolitik beurteilt werden kann. Preisstabilität wurde zu

Beginn der Währungsunion definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2% gegenüber dem Vorjahr. Preisstabilität muss mittelfristig gewährleistet werden. Im Zuge einer Überprüfung u.a. dieser Zielvorstellung wurde 2003 durch den EZB-Rat eine Präzisierung vorgenommen. Das Ziel, mittelfristig eine Preissteigerungsrate von unter 2% zu erreichen, wurde beibehalten. Gleichzeitig erklärte der EZB-Rat aber, dass die Preissteigerungsrate zwar unter, aber nahe bei 2% liegen soll. Durch die Veröffentlichung eines konkreten Zielwertes für die Preisstabilität kommt die EZB zudem der Forderung nach einem klaren Orientierungspunkt nach. Inflationserwartungen sollen so in ihrem Ausmaß begrenzt werden.

Für die von der EZB vorgenommene Politik der unkonventionellen Maßnahmen, wie z.B. dem Ankaufprogramm von Staats- und Unternehmensanleihen oder auch die Niedrigzins- bzw. Minuszinspolitik, wird nun die bereits längere Zeit nach unten bestehende Abweichung vom Zielwert (unter, aber nahe bei 2%) des für die EZB relevanten HVPI als Begründung herangezogen. Doch wie kommt man eigentlich auf diese 2%? Frühe internationale, aber auch Analysen der Deutschen Bundesbank zeigten, dass eine exakte statistische Quantifizierung des Begriffes »Preisstabilität« im Sinne einer Inflationsrate von 0% schwierig ist. Wegen solcher Schwierigkeiten der Erfassung geht man i.d.R. von einer Marge der Veränderungen aus, innerhalb derer nicht oder nur bedingt von Inflation gesprochen wird. Gewöhnlich wird diese Toleranzzone im Bereich von 1% bis 2% pro Jahr gesehen. Beispiele für entsprechende Größenordnungen finden sich bereits in Ausarbeitungen der Deutschen Bundesbank in den 1960er Jahren (vgl. Deutsche Bundesbank 1968) sowie aus den USA bekannte Untersuchungen, die sich auf die 1950er

* Prof. Dr. Joachim Weeber ist Dozent für Volkswirtschaftslehre an der Fachhochschule Nordakademie, Elmshorn. Der Autor ist einem Mitarbeiter des ifo Instituts für interessante Anregungen zu Dank verpflichtet.
Hinweis: Der Autor vertritt in diesem Beitrag seine persönliche Auffassung.

Jahre beziehen (vgl. Johnson 1969). Aktuellere Schätzungen etwa zum US Consumer Preis Index finden sich bei Boskin et al. (1997, S. 78 ff.). Solche Unschärfen der Preismessung (*measurement bias*), die aus dem spezifischen Aufbau des Messverfahrens resultieren, lassen sich grob in vier Kategorien einteilen:

Substitutionsvorgänge im Verbrauch der privaten Haushalte: Die Mengenstruktur eines Basisjahres wird konstant gehalten und nur die Veränderung der Preise der entsprechenden Güter berechnet. Damit wird unterstellt, dass die Konsumenten starr an der Verbrauchsstruktur der Ausgangsperiode festhalten. In der Realität allerdings dürften die Wirtschaftssubjekte – werden »normale« Verhaltensweisen unterstellt – zunehmend teurer gewordene durch billigere Produkte ersetzen, so dass der den Käufer treffende Preis auftrieb durch das Festhalten am Warenkorb eines Basiszeitraumes tendenziell überhöht ausgewiesen wird (sog. Laspeyres-Effekt).

Qualitätsveränderungen: Qualitätsveränderungen der im Warenkorb befindlichen Produkte werden i.d.R. nur unvollständig erfasst. Damit werden »echte« Preisentwicklungen durch von Qualitätsveränderungen ausgelöste »unechte« Preisentwicklungen überlagert. Eine solche »unechte« Preissteigerung wird aber i.d.R. unter geldpolitischen Aspekten nicht als Teuerung angesehen (vgl. Hoffmann 1998, S. 196).

Das Auftreten neuer Produkte: Eng verwandt mit der Untererfassung von Preiswirkungen durch Qualitätsänderung von bereits im Warenkorb enthaltenen Produkten, ist das Auftreten komplett neuer Waren und Dienstleistungen. Diese können erst bei der Zusammenstellung eines neuen Warenkorbes berücksichtigt werden. Dabei sind die statistischen Verzerrungen bei der Preismessung umso größer, je größer der Durchdringungsgrad dieser neuen Produkte im täglichen Leben ist. Dies gilt auch für den Fall, dass ein neues Produkt zum Zeitpunkt der Erstellung des alten Warenkorbes zwar schon auf dem Markt verfügbar war, aber etwa wegen seines hohen Preises vom Verbraucher im Basisjahr entweder gar nicht oder noch nicht in ausreichendem Maße nachgefragt wurde und damit auch im Warenkorb nicht berücksichtigt werden konnte.

Veränderte Geschäftstypengewichtung: Die Preise der im Warenkorb enthaltenen Waren und Dienstleistungen werden in der Regel immer in den gleichen Geschäften erhoben. Strukturelle Veränderungen im Handel, etwa von den traditionellen Einzelhandelsgeschäften in Richtung (preislich günstigerer) Discountmärkte, werden dadurch nicht bzw. nur mit zeitlicher Verzögerung berücksichtigt.

Der von der Nulllinie abweichende positive Wert für die akzeptierte Inflationsrate beruht also zunächst einmal auf bereits länger zurückliegende Untersuchungen und orientiert sich an dem Vorgehen von Zentralbanken in der Vergangenheit. Neben den beschriebenen Messproblemen können in einer Währungsunion wie dem Euroraum weitere Probleme bei der Preisanalyse bestehen, wie z.B. uneinheitliche Entwick-

lungen des Preisniveaus. Diese Unterschiedlichkeit in der Preisentwicklung zwischen den einzelnen Staaten des Euro-Währungsraums hat von Seiten der Wissenschaft zu der Forderung geführt, die Grenze für die Realisierung von Preisstabilität für den gesamten Währungsraum nach oben zu verschieben. Die Begründung hierfür basiert auf dem Balassa-Samuelson-Effekt. Danach werden innerhalb eines Währungsgebietes unterschiedliche Inflationsraten existieren, solange es ein Wachstumsgefälle zwischen den Staaten gibt. Die schnell wachsenden Länder innerhalb einer Währungsunion, die sich in einem länger andauernden Aufholprozess befinden, erfahren insgesamt einen dauerhaft stärkeren Anstieg der Preise bei den nicht-handelbaren Waren und Dienstleistungen. Dagegen werden andere Staaten bei einer schwächeren wirtschaftlichen Entwicklung ein geringeres Preisrisikopotenzial aufweisen. Richtet sich die Geldpolitik bei ihrer Verfolgung des Zieles der Preisstabilität nunmehr am Durchschnitt der Länder einer Währungsunion aus, kann die Zinspolitik gegenüber den letztgenannten Staaten zu restriktiv sein. Daraus resultieren Forderungen nach einer Erhöhung des Inflationszieles um einen bestimmten Wert.

Aktuell veröffentlichte, umfassende Untersuchungen zum Messproblem seitens der EZB sind dem Verfasser dieser Zeilen nicht bekannt. Möglicherweise sind durch verfeinerte statistische Verfahren (z.B. durch die hedonische Qualitätsmessung zur Bereinigung qualitätsbedingter Verteuerung von Produkten; erweiterte Einbeziehung von Saisonartikeln) die beschriebenen Messfehler kleiner geworden. So hat etwa das Statistische Bundesamt im Zuge der Umstellung des deutschen Verbraucherpreisindex auf das Basisjahr 2010 maximale Abweichungen (sogenannte Revisionsdifferenzen) von einem halben Prozentpunkt für die Jahre 2011/2012 festgestellt (vgl. Egner 2013, S. 331).

Zudem werden grundlegende Preistendenzen, und nur diese sollten im Fokus der EZB sein, häufig von stark volatilen, aber gewichtigen Einzelkomponenten eines Konsumentenpreisindex überlagert. Für die Geldpolitik bedeutsam ist, ob eine Kaufkraftveränderung dauerhaft ist oder ob kurzfristige, möglicherweise besonders volatile Einflüsse ein langfristig stabiles Preisklima überlagern. Zur Messung solcher Effekte werden sogenannte Kerninflationsraten (*core rate of inflation*) berechnet. Ziel solcher Indikatoren ist die Ermittlung einmaliger bzw. vorübergehender Preisanstiege außerhalb eines stabilen Preistrends. Die Ursachen solcher Preisanstiege können vor allem Verteuerungen bei saisonabhängigen Nahrungsmitteln (z.B. wegen Missernten) oder Rohstoffpreisanstiege (z.B. drastische Ölpreisanstiege) sein. Zur Messung dieser Effekte werden Preisreihen zur Berechnung der Inflationsrate ohne die entsprechenden Waren (z.B. Gruppe der saisonabhängigen Nahrungsmittel und/oder ohne Kraftstoffe, Heizöl) gebildet. Und der Einfluss solcher Effekte ist erheblich, wie auch die EZB feststellt: »Der derzeitige Anstieg der

HVPI-Gesamtinflation lässt sich im Wesentlichen auf den erhöhten Preisauftrieb bei Energie zurückführen.« (EZB 2017a, S.40)

Für die Geldpolitik ist zudem bedeutsam, ob es zu sogenannten Zweitrundeneffekten kommt: Durch einen Ölpreisanstieg ausgelöster inflationärer Druck zieht Lohnerhöhungen oder allgemein höhere Inflationserwartungen nach sich. Allerdings gibt es Hinweise, dass die Bedeutung solcher Zweitrundeneffekte nachgelassen hat (vgl. Fiedler 2017, S. 75 f.). Bei einer Analyse der entsprechenden Datenreihen zeigt sich, dass seit Beginn der Europäischen Währungsunion die 2%-Marke beim Anstieg des HVPI nur in wenigen Zeiträumen überschritten wurde. Und seit der berühmten Formulierung von Draghi »whatever it takes« (Draghi 2012) als Ausdruck des unbedingten Sicherstellens des Zusammenhalts der Eurozone lag der Anstieg der Kerninflationsrate sogar dauerhaft unter 2%.

Wenn also sowohl die Entwicklung des HVPI insgesamt und als auch die der enger gefassten Kerninflationsrate i.d.R. unter einem Anstieg von 2% und nur in Ausnahmesituationen darüber lag, gibt es dann möglicherweise eine grundlegende Tendenz zu niedrigeren Inflationsraten in der Eurozone? Und dies trotz einer drastischen Ausweitung des geldpolitischen Instrumentariums der EZB?

VERMÖGENSPREISINFLATION

Zunächst soll die Frage beantwortet werden, ob die Politik der Niedrigzinsen und der Maßnahmen der monetären Lockerung (*Quantitative Easing*) überhaupt auf die Entwicklung der Verbraucherpreise wirken können. Denn inzwischen gibt es zahlreiche Hinweise dafür, dass es durch die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge der EZB nicht zu einer preiswirksamen Steigerung der Konsumentennachfrage gekommen ist, sondern dass vielmehr der Grundstein für das Entstehen neuer spekulativer Blasen gelegt werden könnte. Schließlich hat selbst die Deutsche Bundesbank in einem jüngeren Monatsbericht festgestellt, dass sich zwar die Zentralbankguthaben der Banken im Eurosystem seit Beginn der Finanzkrise versiebenfacht haben, »sich das breit gefasste Geldmengenaggregat M3 in den letzten Jahren allerdings nur moderat« (Deutsche Bundesbank 2017a, S. 17) erhöhte.

Auch die relevante geldpolitische Basis der EZB hat sich seit Beginn der Finanzkrise 2007/2008 deutlich ausgeweitet (vgl. Abb. 1). Durch unkonventionelle geldpolitische Instrumente des Quantitative Easing ist insgesamt in den letzten zehn Jahren fast eine Verdreifachung der Bilanzsumme festzustellen. Zwar hatte sich im

Zuge der vorzeitigen Rückzahlungen der Mittel aus den in den Jahren 2011 und 2012 durchgeführten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften die Bilanzsumme zwischenzeitlich verringert, aber durch die Politik des Quantitative Easing ist die von der EZB zur Verfügung gestellte Geldbasis erheblich schneller angestiegen als das für die Geldpolitik im Zentrum stehende Geldmengenaggregat M3. Und eine weitere Steigerung der Geldbasis ist schon abzusehen, da das Ankaufprogramm der EZB fortgesetzt wird.

Wenn sich die Ausweitung der Geldbasis nicht in einem entsprechenden Anstieg der Geldmenge und auch nicht in einem Anstieg der Verbraucherpreise niederschlägt, wo landen dann die dem Geld- und Kapitalmarkt durch die EZB zusätzlich zur Verfügung gestellten Finanzmittel? Fraglich ist, ob ein auf die Konsumtätigkeit ausgerichteter Indikator tatsächlich als Maßstab zur Messung der Preisstabilität ausreicht. Schließlich können sich Anstiege der Geldbasis möglicherweise auch in einem Anstieg der Vermögenspreise, etwa bei Aktien, Anleihen, Rohstoffen, Kunstgegenständen oder Immobilien widerspiegeln (Asset-Inflation). Eine Analyse solch ausgewählter Vermögenspreise bestätigt die Vermutung, dass die zusätzlichen Finanzmittel anscheinend nicht in erster Linie zur Beschleunigung des realwirtschaftlichen Wachstums in der Eurozone verwendet werden – mit entsprechenden Auswirkungen auf das Preisklima. Dagegen zeigen verschiedene Datenreihen für die Entwicklung von Immobilienpreisen, Aktienindices oder auch Rentenzertifikaten deutliche Aufwärtsbewegungen an (vgl. ausführlicher Weeber 2017, S. 34 ff.). So kommt der für die Bankenaufsicht zuständige Dezernent der Deutschen Bundesbank z.B. für Deutschland zu dem Ergebnis: »Im Moment gibt es in Deutschland keine Immobilienblase, die die Finanzstabilität akut gefährdet. Aber die Ampel steht auf gelb: Erstens sind die Preise in den Städten, insbesondere den Großstädten, zu einem guten Teil Übertreibungen. Zweitens nimmt die Kreditvergabe zu und stützt sich dabei nicht zuletzt auf das Niedrigzinsumfeld. ... es gibt Frühwarnindikatoren, die auf eine

Abb. 1
Bilanzsumme vs. M3-Wachstum im Eurosystem

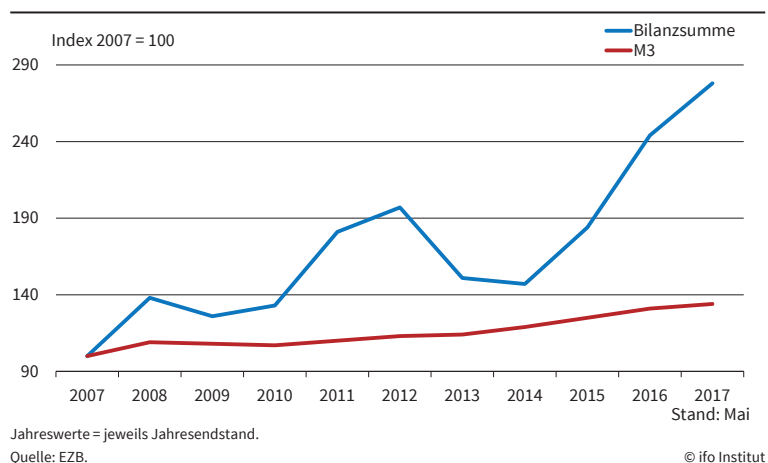
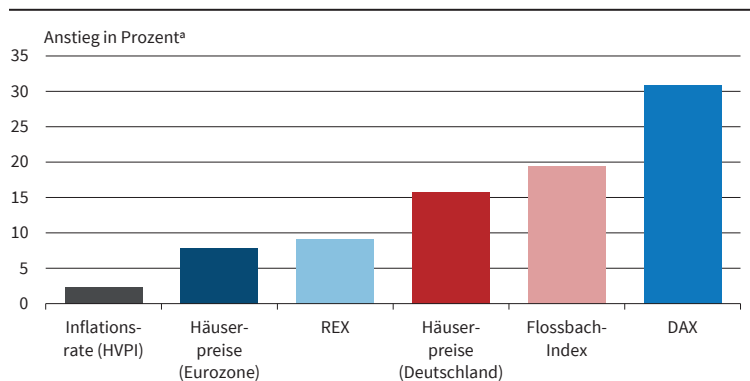


Abb. 2

Entwicklung ausgewählter Preisindikatoren



^aJeweils Juni/Juli 2017 im Vergleich am Jahresende 2013; Flossbach Vermögenspreisindex 1. Quartal 2017.

Quelle: Eurostat (Häuserpreise); Finanzen.net (DAX, REX), EZB (HVPI); Flossbach von Storch Research Institut (Flossbach Vermögenspreisindex); Darstellung des Autors.

© ifo Institut

erhöhte Risikopräferenz der Kreditinstitute hindeuten. All dies veranlasst mich, dem Wohnimmobilienmarkt in Deutschland große Aufmerksamkeit zu schenken.« (Dombret 2017) Statt zu produktiven Realinvestitionen kann es daher zu Überwertungen auf den Finanzmärkten kommen.

Damit stellt sich letztendlich die Frage, ob die alleinige Fokussierung auf den Verbraucherpreisindex zur Beschreibung inflationärer bzw. deflationärer Entwicklungen tatsächlich die Beobachtung einer Vielzahl von Inflationsindikatoren ersetzen kann. Die Konzentration auf die Konsumentenpreise lässt die Gefahr entstehen, dass eine mögliche Vermögenspreisinflation im Stellenwert der Beobachtung sinkt. Im Kern der Diskussion geht es dabei um die Frage der Erweiterung des Zielkatalogs der EZB. Durch die jüngste Finanzkrise ist nochmals deutlich geworden, dass die Sicherung der Finanzmarktstabilität ein eigenständiges Ziel der Geldpolitik darstellt. Eine streng an einem klassischen Inflationsziel orientierte Geldpolitik läuft Gefahr, Fehlentwicklungen an den Finanzmärkten und daraus resultierende Risiken für die Preisstabilität systematisch auszublenden (vgl. auch Braasch 2010, S. 518). Eine solche Diskussion führt letztendlich zur »Leaning-against-the-wind«-Problematik. Befürworter einer solchen Handlungsweise weisen darauf hin, »dass das Versprechen der Notenbank, bei einem Einbruch stützend einzugreifen, bei einem Aufschwung aber nicht zu bremsen, zu Übertreibungen bei Bankkrediten und Vermögenspreisen führen würde.« (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2014, S. 155) Zinsreaktionen auf Vermögenspreisanstiege wären dann explizit in geldpolitische Reaktionsfunktionen einer Zentralbank einzubeziehen. Im konkreten Fall der kräftigen Ausweitung der Bilanzsumme der EZB müsste daher gefragt werden, ob dadurch nicht die Grundlage zukünftiger Risiken für die Finanzstabilität in Form von spekulativen Übertreibungen auf den Finanzmärkten gelegt wird. Zielkonflikte zwischen einer auf die Stabilität des Finanzsystems ausgerichteten makroprudenzi-

ellen Politik und der Geldpolitik sind dann nicht auszuschließen.

Eine Ergänzung der Analyse einer reinen Konsumentenpreisentwicklung könnte auch durch die Einbeziehung des BIP-Deflektors erfolgen. Dieser Preisindex des Bruttoinlandsprodukts ist der umfassendere Indikator, weil er die Preisentwicklung der inländischen gesamtwirtschaftlichen Produktion in Gänze aufzeigt. Im Gegensatz zum Verbraucherpreisindex deckt er damit einen größeren Grad der in einem Wirtschaftsraum hergestellten Waren und Dienstleistungen und damit monetär getätigte Transaktionen ab.

DAUERHAFT NIEDRIGE INFLATIONS-RATEN?

Neben der Höhe des anzustrebenden Zielwerts des Verbraucherpreisindex und der Indikatorenauswahl zur Abschätzung inflationärer bzw. deflationärer Risiken, steht auch die Frage nach längerfristigen Einflussfaktoren auf die Preisentwicklung im geldpolitischen Fokus der Zieldiskussion. Konkret: Ist mit 2% Preisanstieg längerfristig überhaupt dauerhaft zu rechnen, und welche Einflussfaktoren spielen hier die entscheidende Rolle? Beispielhafte Faktoren können sein:

Globalisierung

Als wichtigster Faktor für eine Veränderung der geldpolitischen Rahmenbedingungen wird die Globalisierung angesehen (vgl. bereits Pain, Koske und Sollie 2006) – mit Auswirkungen auf die Inflationserwartungen. Die Globalisierung der Inflation ist daher von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) während der Vorstellung ihres 87. Jahresberichts in den Mittelpunkt eines separaten Vortrags ihres Chefvolkswirts Claudio Borio gestellt worden (vgl. Borio 2017). Ergebnis seiner Analyse ist, dass der Einfluss der Globalisierung auf die Inflationsrate unterschätzt wird. Globale Waren- und Dienstleistungsmärkte, globale Kapital- und Arbeitsmärkte lenken den Blick auf die Auslastung weltweiter Produktionskapazitäten und nicht nur auf die im Euroraum. Die zunehmende Tätigkeit von Unternehmen auf internationalen Märkten führt dazu, dass der Preis- und Lohndruck auf die heimische Volkswirtschaft übertragen wird. Solange in Entwicklungs- und Schwellenländern die Produktion stärker zunimmt als die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen, entsteht (quasi automatisch) tendenziell ein Druck auf die Preise auf den Weltmärkten. Über einen langsameren Anstieg der Löhne kommt es so zu einem moderateren Verlauf der Inflationsentwicklung. Ein Ergebnis, was letztlich selbst von der EZB nicht gänzlich in Zweifel gezogen wird (vgl. EZB 2017b sowie die dort

angegebene Literatur zu aktuellen Forschungsergebnissen). So hat etwa die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in ihrem Jahresbericht für 2016 darauf hingewiesen, dass von einer zunehmenden internationalen Verflechtung ein anhaltender Preisdruck ausgeht (vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2016, S. 94). Ein Ergebnis, das für die Wirksamkeit der Geldpolitik der EZB drastische Auswirkungen hätte: »Diese Globalisierung der Inflation hat weitreichende Konsequenzen – auch für die Geldpolitik. Es könnte sein, dass die expansive Geldpolitik der EZB und anderer Notenbanken mit dem Ziel der Inflationsanhebung nicht mehr wirkt, wenn tatsächlich der harte globale Wettbewerb oder Überkapazitäten in China die Preise drücken.« (Plickert 2017, S. 22) Und da es inzwischen nicht wie häufig angenommen nur um China geht (vgl. etwa Weidmann 2016), setzen auch die Überproduktionen in anderen Teilen der Welt die Produktionskosten unter Druck (vgl. Preuss 2017). Die zunehmende Integration von Staaten mit deutlich niedrigeren Produktionskosten in den Prozess der weltwirtschaftlichen Arbeitsteilung hat damit Auswirkungen auf das Preisklima insgesamt.

In einer Analyse zur Phillips-Kurve kommt die EZB in einem jüngeren Wirtschaftsbericht zu einer gegensätzlichen Auffassung (vgl. genauer EZB 2017b, S. 201 ff.). Dabei geht es um die Rolle der inländischen wirtschaftlichen Unterauslastung (in Form einer Produktionslücke) und deren Auswirkungen auf den binnenwirtschaftlichen Inflationsprozess (unter Vernachlässigung der Komponenten Energie und Nahrungsmittel des HVPI). Als Ergebnis wird ein weiterhin bestehender Einfluss der binnenwirtschaftlichen Wirtschaftsentwicklung für den Euroraum ermittelt (vgl. EZB 2017b, S. 103). Die internationale Forschung über den Einbezug von globalen Produktionslücken auf die binnenwirtschaftliche Preisentwicklung zeigt aber in diesem Zusammenhang durchaus unterschiedliche Ergebnisse (vgl. EZB 2017b, S. 104 ff.). Vor allem das Ausmaß der Integration eines Landes in globale Wertschöpfungsketten spielt eine entscheidende Rolle. Zudem spielen Wechselkurseffekte eine wichtige Rolle, deren Wirkung auf die binnenwirtschaftliche Inflation sowohl verstärkend als auch mildernd sein kann.

Demographie

Auch der demographische Wandel dürfte Einfluss auf die längerfristige Preisentwicklung haben. Selbst wenn Migrationsbewegungen in einzelnen Staaten den bekannten Trend vieler europäischer Staaten temporär gestoppt haben: Die Alterung der Gesellschaft schreitet in zahlreichen Staaten voran. Nach einer neuen Analyse des Berliner Instituts für Bevölkerung und Entwicklung ist eine solche Entwicklung in zahlreichen Staaten der Eurozone und der Europäischen Union insgesamt absehbar (vgl. Berlin-Institut für Bevölkerung und Entwicklung 2017). Damit ist nicht auszuschließen, dass sich die Wachstumsraten der gesamtwirtschaftlichen

Produktion auf einem niedrigeren Niveau als in der Vergangenheit bewegen werden. In alternden Gesellschaften dürfte sich damit die Gesamtnachfrage, aber auch die Konsumnachfrage der Bevölkerung allenfalls moderat entwickeln. Daher kommt auch die Deutsche Bundesbank zu dem Schluss: »Der Bevölkerungsrückgang sowie die Alterung der Erwerbspersonen in Deutschland wird das trendmäßige Wirtschaftswachstum mittelfristig deutlich senken.« (Deutsche Bundesbank 2017b, S. 49) Als Gegenargument wird häufig eine verringerte Spartätigkeit einer älter werdenden Bevölkerung angeführt. Danach wird auf die Lebenszyklushypothese verwiesen, wonach eine alternde Bevölkerung impliziert, »dass ältere Menschen zum Lebensende hin ihre Ersparnisse aufbrauchen und mehr konsumieren« (Draghi 2016). Allerdings zeigen Untersuchungen, dass zwar im fortgeschrittenen Alter die Sparquote im Vergleich zu mittleren Alterskohorten niedriger, aber gleichwohl deutlich positiv ist und in Deutschland ab dem 65. Lebensjahr auch wieder ansteigt (vgl. etwa Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung 2012). Der nachfragebedingte Druck auf die Preise dürfte somit tendenziell an Kraft verlieren.¹ Wie groß dieser Effekt allerdings sein wird, ist noch unklar, da in diesem Zusammenhang Einflussgrößen wie z.B. Wachstum der Arbeitsproduktivität (mit der Möglichkeit von Lohnzuwächsen) oder auch Potenzialwachstum insgesamt (mit den Folgen für konjunkturelle Einflüsse auf die Preisentwicklung) eine Rolle spielen werden.

Damit könnte es durchaus zu einer dauerhaften Wachstumsschwäche kommen. Eine solche Entwicklung wird in der Literatur unter dem Stichwort »Säkulare Stagnation« kontrovers diskutiert. Zunächst von Alvin Hansen in den 1930er Jahren als Begriff geprägt, wurde diese These vor allem durch Summers (2014) und Krugman (2014) populär. Im Zusammenhang mit dieser These wurden eine Reihe von Faktoren identifiziert (darunter auch die Bevölkerungsentwicklung), die für eine nachhaltige Wachstumsverlangsamung verantwortlich sein könnten. Sollten die Befürworter einer solchen Überlegung Recht behalten, würden niedrige oder gar negative Zinsen nicht auf einen höheren Wachstumspfad zurückführen (vgl. Quitzau und Fell 2016, S. 7).

Digitalisierung

Als große Herausforderung in nahezu allen Bereichen der Wirtschaftspolitik gilt die fortschreitende Digitalisierung. Dies gilt auch für die Auswirkungen auf die Preisgestaltung von Unternehmen und auf eine möglicherweise noch tiefgreifende Veränderung im Verbraucherverhalten. Wie bereits bisher aber zu beobachten ist, kann angenommen werden, dass aus der größeren Markttransparenz vor allem bei handelbaren Produkten eher ein Preisdruck resultieren könnte. Das durch die zunehmende Digitalisierung erst mög-

¹ Dies betont auch der ehemalige Präsident der Deutschen Bundesbank, Axel A. Weber, zitiert nach Plickert (2015, S. 18).

che dynamische Preissetzungsverhalten (*dynamic pricing*) der Unternehmen wird allerdings zwangsläufig auch die Volatilität der Preise erhöhen. Zumindest die Unschärfen bei der Preismessung dürften so reduziert werden, wenn es gelingt, Preisveränderungen unmittelbarer zu erfassen, z.B. durch sog. Web-Scraping. »Im Vergleich zur manuellen Preiserhebung im Internet stellt das Web-Scraping damit eine kostengünstige und wahrscheinlich weniger fehleranfällige Alternative der Preisbeobachtung im Internet dar.« (Schäfer und Bieg 2016, S. 16)

Ein weiterer Effekt der Digitalisierung dürfte allerdings die Messung von Preisentwicklungen erschweren. Durch die zunehmende Digitalisierung dürften Leistungen oder Teile davon, die in der analogen Welt von Unternehmen erbracht werden, vom Konsumenten selbst vorgenommen werden. »Ein typisches Beispiel ist die Buchung von Reisen, die früher im Reisebüro stattfand und heute vermehrt von den Verbrauchern im Internet direkt vorgenommen wird. Die Konsequenz ist eine Verlagerung von bisher im Bruttoinlandsprodukt erfasster Marktproduktion auf die nicht erfasste unbezahlte Arbeit in privaten Haushalten. Die Verbraucher benötigen Zeit für das Ausschuchen und die Buchung der Reise, aber es fallen dafür unmittelbar keine Kosten an. Der damit verbundene zeitliche Aufwand ist in den monetären Konsumausgaben, die Grundlage zur Abgrenzung der Grundgesamtheit des Verbraucherpreisindex sind, nicht enthalten.« (Schäfer und Bieg 2016, S. 3)

Die zunehmende Digitalisierung erschwert daher die exakte Bestimmung der Preisentwicklung der Verbraucherpreise. Die Preisstatistik sei hoffnungslos veraltet und spiegele eher das Preisniveau der 1960er Jahre wider als die heutige Zeit – wurde der ehemalige Präsident der Deutschen Bundesbank A. Weber jüngst zitiert. Es sei absurd, über kleinste Unterschiede in der Inflation zu debattieren und danach die Geldpolitik zu steuern (vgl. Weber 2017). Ob allerdings die zunehmende Digitalisierung, z.B. durch einen vermuteten intensiveren Wettbewerb, tatsächlich zu einer dauerhaft niedrigeren Preissteigerungsrate führen wird, bedarf weiterer Forschung.

GELDPOLITISCHE AUSWIRKUNGEN

Durch den über null liegenden Zielwert wird deutlich, dass die EZB zum Schutz gegen deflationäre Entwicklungen im Währungsraum für einen ausreichenden Sicherheitsabstand zur Nulllinie sorgt. Dies wird vor allem für Zeiten preisdämpfender Schocks als Begründung angeführt. Doch sind »Schocks« eher kurzfristige Erscheinungen, die nicht zur Erklärung mittelfristiger Preisentwicklungen herangezogen werden sollten. Sollte es mittelfristig zu dauerhaft niedrigeren Preissteigerungsraten vor allem der Kerninflation kommen, wäre eine Überprüfung des Zielwertes der Inflationsrate angebracht. Denkbar wäre es etwa, die Formulierung »unter, aber nahe bei 2%« in einem ersten

Schritt nach unten abzurunden bzw. einen Zielkorridor für die Preisentwicklung zu bilden. So wird etwa in der schwedischen Zentralbank ein Variationsband um den angestrebten Zielwert für die Inflationsrate diskutiert (vgl. Steuer und Mallien 2017). Denkbar wäre es aber auch, zwar das Endziel der Geldpolitik »Stabilität der Verbraucherpreise« (mit einem zu überprüfenden Zielwert) beizubehalten, die Richtschnur geldpolitischen Handelns aber an einem umfassenderen Datenkranz von Preisindikatoren auszurichten oder zumindest Vermögenspreisfaktoren und Verbraucherpreisindex im Sinne von Goodhart zu kombinieren (vgl. Goodhart 2001). Zwar wird in den Publikationen und Reden der EZB-Entscheider auf solch umfassende Analysen gerne verwiesen, die Ignoranz gegenüber der wahrnehmbaren Vermögenspreisinflation lässt aber Zweifel über die tatsächliche Umsetzung der Erkenntnisse daraus entstehen. Die Gefahr von Übertreibungen und damit Entstehung von Blasenentwicklungen kann daher nicht ausgeschlossen werden: »Financial stability requires the achievement of the appropriate balance between lending to riskier borrowers at higher rates or investing in riskier assets (which is part of the objective of more accommodative policy) and the growth outcome of the accommodative policies.« (OECD 2016, S. 37)

Unter längerfristigen Blickwinkel ist sogar zu fragen, inwieweit die Geldpolitik einzelner Wirtschaftsräume in einem Umfeld sich veränderter Rahmenbedingungen noch erfolgreich sein kann. Hier stellt die Globalisierung derzeit die größte Herausforderung dar. Im Endeffekt führt diese Entwicklung dazu, dass die Erkenntnis, dass Inflation ein monetäres Phänomen ist, zwar noch stimmt. Möglicherweise stimmen aber Geldmengen- und Preisentwicklung mit den entsprechenden Wirtschaftsräumen nicht mehr überein – regional orientierte Geldmengen passen nicht zu globalisierten Preisen. Der Einfluss globaler Faktoren auf geldpolitisch relevante Faktoren scheint damit größer geworden zu sein. Globale Wertschöpfungsketten sind zu einem merklichen Bestimmungsfaktor binnenwirtschaftlicher Inflation geworden (vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2016, S. 94). Damit könnte es den national/regional orientierten Zentralbanken erschwert werden, über den Einsatz der geldpolitischen Instrumente Einfluss auf die Preisentwicklung ihres Verantwortungsbereichs zu nehmen. Ergebnis könnte eine Verschiebung des bekannten Transmissionsmechanismus sein. Die Abkehr von der inländischen Kapazitätsbetrachtung und die Orientierung an einer globalen Kapazitätsauslastung wäre die mögliche Konsequenz. Langfristig beeinflusst auch die demographische Entwicklung das Preisklima. Tendenziell gehen von beiden Effekten eher preisdämpfende Effekte im Euroraum aus. Die Erforschung der Konsequenzen der Digitalisierung auf inflationäre Prozesse hat dagegen gerade erst begonnen.

Ob damit der angestrebte Zielwert für die Preisentwicklung von »unter, aber nahe bei 2%« für die Eurozone dauerhaft erreicht werden kann, ist mehr als frag-

lich. Und sollte es zu einer langanhaltenden Periode niedriger Inflationsraten im Euroraum kommen, dürfte sich ein weiteres aktuelles Thema erledigt haben: der Abbau von Staatsschulden in den Staaten der Eurozone durch Inflationierung. Denn auch die Forderung nach »mehr Inflation« wird diskutiert – spätestens seit den Ausführungen des ehemaligen Chefökonomens des IWF, Olivier Blanchard, der über eine Erhöhung der angestrebten Inflationsrate von 4% nachdachte und u.a. von Paul Krugman unterstützt wurde (vgl. Blanchard, Dell’Ariccia und Mauro 2010, S. 11). Doch wenn eine Zentralbank nicht mal den angestrebten Zielwert von ,unter, aber nahe bei 2%‘ erreichen kann, wie sollten dann erst 4% erreicht werden?

LITERATUR

- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2016), *86. Jahresbericht*, BIZ, Basel.
- Berlin-Institut für Bevölkerung und Entwicklung (2017), *Europas demografische Zukunft*, Berlin-Institut für Bevölkerung und Entwicklung, Berlin.
- Blanchard, O., G. Dell’Ariccia und P. Mauro (2010), *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note, Washington.
- Borio, C. (2017), Präsentation während der Vorstellung des 87. Jahresberichts der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, verfügbar unter: https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2017_de.htm, aufgerufen am: 1. August 2017.
- Boskin, M.J., E.R. Dulberger, R.J. Gordon, Z. Griliches und D.W. Jorgenson (1997), »The CPI Commission: Findings and Recommendations«, *The American Economic Review* 87(2), 78–83.
- Braasch, B. (2010), »Symmetrische Geldpolitik und Finanzstabilität«, *Wirtschaftsdienst* (8), 516–523.
- Deutsche Bundesbank (1968), *Das Ausmaß der Geldentwertung seit 1950 und die weitere Entwicklung des Geldwertes*, Gutachten für den Bundesfinanzhof, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (2017a), »Die Rolle von Banken, Nichtbanken und Zentralbank im Geldschöpfungsprozess«, *Monatsbericht*, April, 15–36.
- Deutsche Bundesbank (2017b), »Demografischer Wandel, Zuwanderung und das Produktionspotenzial der deutschen Wirtschaft«, *Monatsbericht*, April, 37–50.
- Dombret, A. (2017), »Immobilienmärkte und mikroprudenzielle Aufsicht«, Vortrag beim 39. Symposium des Instituts für Bank- und Finanzgeschichte, Frankfurt am Main, 4. Mai 2017, verfügbar unter: https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2017/2017_05_04_dombret.html, aufgerufen am 3. August 2017.
- Draghi, M. (2011), Speech at the 21st Frankfurt European Banking Congress »The Big Shift«, Frankfurt am Main, 18 November 2011, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111118.en.html>, aufgerufen am 27. Juli 2017.
- Draghi, M. (2012), Speech at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>, aufgerufen am 13. September 2017.
- Draghi, M. (2016), »Wie Zentralbanken der Herausforderung einer niedrigen Inflation begegnen«, Vortrag anlässlich des SUEF-Kolloquiums der Deutschen Bundesbank, Frankfurt am Main, 4. Februar 2016, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160204.de.html>, aufgerufen am 4. August 2017.
- Egner, U. (2013), »Verbraucherpreisstatistik auf neuer Basis 2010«, *Wirtschaft und Statistik*, Mai, 329–344.
- EZB (2017a), *Wirtschaftsbericht*, Ausgabe 1, Frankfurt am Main.
- EZB (2017b), *Wirtschaftsbericht*, Ausgabe 4, Frankfurt am Main.
- EZB (2017c), Pressekonferenz, Mario Draghi, Präsident der EZB, Vitor Constâncio, Vizepräsident der EZB, Frankfurt am Main, 20. Juli 2017, verfügbar unter: <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is170720.de.html>, aufgerufen am 27. Juli 2017.
- Fiedler, S. (2017), »Sprunghafte Zunahme der Inflation als Folge von Basiseffekten und Ölpreisanstieg«, *Wirtschaftsdienst* (1), 75–76.
- Goodhart, Ch. (2001), *What Weight Should be Given to Asset Prices in the Measurement of Inflation?*, DNB Staff Report, No. 65, o.O.
- Hoffmann, J. (1998), »Probleme der Inflationsmessung in Deutschland«, Diskussionspapier 1/98, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank, Frankfurt am Main.
- Johnson, H. (1969), *Beiträge zur Geldtheorie und Geldpolitik*, Duncker & Humblot, Berlin.
- Krugman, P. (2014), »Four observations on secular stagnation«, in: C. Teulings und R. Baldwin (Hrsg.), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Centre for Economic Policy Research, Brüssel, 61–68.
- OECD (2016), *Economic Outlook*, Juni, OECD, Paris.
- Pain, N., I. Koske und M. Sollie (2006), »Globalisation and Inflation in the OECD Economies«, OECD Working Paper, Nr. 524, Paris.
- Plickert, P. (2015), »Ist das 2-Prozent-Inflationsziel der EZB noch zeitgemäß?«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 16. November.
- Plickert, P. (2017), »Die Globalisierung der Inflation«, *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*, 16. Juli 2017.
- Preuss, S. (2017), »Chinesische Bekleidungs- und Textilunternehmen verstärken Investitionen in Äthiopien«, 14. Februar, verfügbar unter: <https://fashionunited.de/nachrichten/business/chinesische-bekleidungs-und-textilunternehmen-verstaerken-investitionen-in-aethiopien/2017021421777>, aufgerufen am 2. August 2017.
- Quitza, J. und P. Fell (2016), »Negativzinsen und Bargeld«, *Trends*, Berenberg Bank, 11. März.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2014), *Jahresgutachten 2014/2015*, Wiesbaden.
- Schäfer, D. und M. Bieg (2016), »Auswirkungen der Digitalisierung auf die Preisstatistik«, Methodeninformation, Statistisches Bundesamt, Wiesbaden.
- Steuer, H. und J. Mallien (2017), »Schweden hinterfragt Inflationsziel«, *Handelsblatt*, 25. August.
- Summers, L. (2014), »Reflections on the New Secular Stagnation Hypothesis«, in: C. Teulings und R. Baldwin (Hrsg.), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Centre for Economic Policy Research, Brüssel, 27–38.
- Weber, A. (2017), Handelsblatt-Tagung Banken im Umbruch am 7. September 2017, verfügbar unter: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/liveblog-zur-tagung-banken-im-umbruch-warum-axel-weber-ausreichend-digital-ist/20258610-3.html>, aufgerufen am 11. September 2017.
- Weeber, J. (2017), »Das Draghi-Risiko«, *Wirtschaftswissenschaftliches Studium* (5), 33–39.
- Weidmann, J. (2016), »Inflation und Zinsen: Was fällt, muss auch wieder steigen?«, Rede beim European Banking Congress, Frankfurt am Main, 18. November 2016, verfügbar unter: https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2016/2016_11_18_weidmann.html, aufgerufen am 2. August 2017.
- Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (2012), *Endbericht an das Bundesministerium der Finanzen zum Forschungsauftrag »Sparen und Investieren vor dem Hintergrund des demografischen Wandels«*, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim, verfügbar unter: <http://www.zew.de/publikationen/sparen-und-investieren-vor-dem-hintergrund-des-demografischen-wandels>, aufgerufen am 4. August 2017.