

Sascha Möhrle und Timo Wollmershäuser

Über die drohende Entankerung der Inflationserwartungen in der Eurozone und die Handlungsspielräume der EZB

IN KÜRZE

Seit geraumer Zeit entwickelt sich die Inflationsrate in der Eurozone unterhalb des Inflationsziels der Europäischen Zentralbank. Vor diesem Hintergrund präsentiert dieser Beitrag neue Evidenz über die Verankerung von mittel- und langfristigen Inflationserwartungen in der Eurozone. Basierend auf Daten des Survey of Professional Forecasters wird gezeigt, dass die durchschnittlichen Inflationserwartungen in den letzten Jahren deutlich nach unten revidiert wurden und gleichzeitig die Unsicherheit um diese Erwartungen erheblich gestiegen ist. Der Beitrag diskutiert Ursachen für die drohende Entankerung der Inflationserwartungen und die Handlungsspielräume der EZB im Kontext der Coronakrise.

Die Eurozone hat seit der globalen Finanzkrise von 2007/08 turbulente Zeiten erlebt. Nach der Bankenkrise folgte die Staatsschuldenkrise, und momentan hält die Corona-Pandemie die europäische Wirtschaft in Atem. Aus Sicht der Europäischen Zentralbank (EZB) gibt seit längerer Zeit der schwache Preisanstieg Anlass zur Sorge. Seit 2013 lag die Inflationsrate im Schnitt nur noch bei 0,9% und damit deutlich unterhalb des Inflationsziels der EZB von unter, aber nahe 2%. Als Reaktion auf die schwache Preisentwicklung hat die EZB ihre Leitzinsen bereits nach der Finanzkrise deutlich gesenkt. Da die Nullzinsgrenze bei den kurzfristigen Zinssätzen schnell erreicht war, hat die EZB ihr Instrumentarium ausgeweitet und mit unkonventionellen Maßnahmen wie dem Ankauf von Anleihen oder der »Forward Guidance« versucht, unmittelbar Einfluss auf längerfristige Zinsen zu nehmen. Wie Draghi (2014) betonte, war das Ziel dieser Maßnahmen unter anderem, ein Festsetzen der niedrigen Preissteigerungsraten in den Inflationserwartungen von Unternehmen und Haushalten zu verhindern.

ROLLE VON INFLATIONSERWARTUNGEN

Inflationserwartungen spielen eine zentrale Rolle für die tatsächliche Preisentwicklung. So orientieren sich Tarifverhandlungen am erwarteten Anstieg der Verbraucherpreise, und Unternehmen lassen ihre Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Kosten- und damit

Preisentwicklungen in ihre heutigen Preisentscheidungen einfließen. Damit ist die feste Verankerung von Inflationserwartungen für Notenbanken, die sich dem Ziel der Preisstabilität durch die Vorgabe eines Inflationsziels verpflichtet haben, von zentraler Bedeutung.

Zwar können kurzfristige Erwartungen durchaus vom Inflationsziel der Notenbank abweichen. Einer der wichtigsten Gründe hierfür sind unterschiedliche Geschwindigkeiten, mit denen sich die Ursache der Preisniveauänderung und die geldpolitische Maßnahme auf die Inflationsrate auswirken. Während sich ökonomische Schocks (z.B. unvorhergesehene Veränderungen der Energiepreise) meist unmittelbar im gesamtwirtschaftlichen Preisniveau bemerkbar machen, wissen Unternehmen und Haushalte, dass die geldpolitischen Maßnahmen in der Regel erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung ihre volle Wirkung entfalten und der Veränderung der Inflationsrate entgegenwirken.

Langfristige Inflationserwartungen hingegen sollten im Einklang mit dem Preisstabilitätsziel der Notenbank sein, sofern die Zentralbank von der Öffentlichkeit als glaubwürdig wahrgenommen wird. Eine substantielle Abweichung der langfristigen Erwartungen von diesem Ziel würde eine Entankerung implizieren. Die veränderten Erwartungen würden in die Lohn- und Preissetzung einfließen und die Abweichung der tatsächlichen Inflationsentwicklung vom Inflationsziel manifestieren. Im ungünstigsten Fall könnte eine Lohn-Preis-Spirale entstehen, die letztlich das Ziel der Preisstabilität gefährdet.

EMPIRISCHE EVIDENZ ÜBER DIE VERANKERUNG DER INFLATIONSERWARTUNGEN

Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse einer Studie von Möhrle (2020) präsentiert, die die Verankerung der Inflationserwartungen in der Eurozone untersucht. Zur Messung der Inflationserwartungen wird dabei auf Umfragedaten des Survey of Professional Forecasters (SPF) zurückgegriffen. Der SPF fragt seit 1999 einmal im Vierteljahr Experten aus dem Finanzsektor und aus Forschungsinstituten nach ihren Erwartungen hinsichtlich der Veränderung des harmonisierten Verbraucherpreisindex in einem bestimmten Jahr. Die Befragten geben ihre Einschätzungen, indem sie verschiedenen Inflationsintervallen, die in der Regel einen Abstand von 0,4 Prozentpunkten haben (z.B.

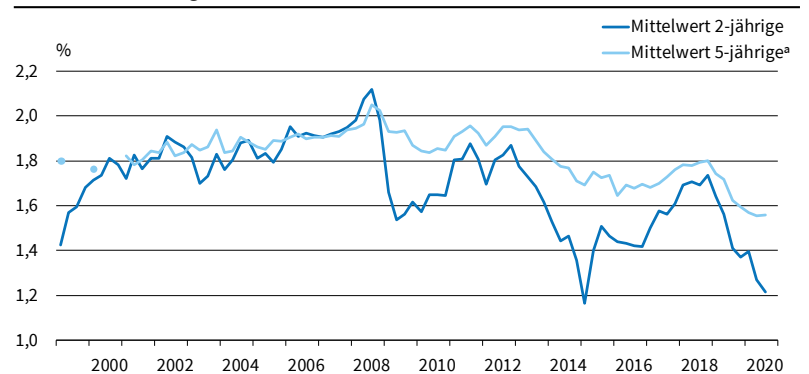
1,5 bis 1,9% oder 2,0 bis 2,4%), Wahrscheinlichkeiten zuordnen. Basierend auf diesen Prognosen, untersucht Möhrle (2020) die Entwicklung der gesamten Verteilung der mittel- (zweijährigen) und langfristigen (fünfjährigen) Inflationserwartungen.

Abbildung 1 zeigt den Mittelwert der mittel- und langfristigen Inflationserwartungen über die letzten 20 Jahren. Vor der Finanzkrise bewegten sie sich nahe des EZB-Ziels von unter, aber nahe 2%. In dem Zeitraum zwischen 2000 und 2007 waren die Inflationserwartungen also hinreichend verankert. Nach der Weltfinanzkrise der Jahre 2008/2009, und noch stärker ab 2013, ist der Mittelwert der Inflationserwartungen allerdings deutlich gesunken. Mit Hilfe einer Zeitreihenanalyse kommt Möhrle (2020) zu dem Ergebnis, dass bei den langfristigen Inflationserwartungen ein struktureller Bruch im Jahr 2013 datiert werden kann. Seither ist der Mittelwert mit 1,6% signifikant niedriger als in den Jahren zuvor (1,9%). Zudem zeigt sich, dass es zwischen der tatsächlichen Inflationsentwicklung und den Inflationserwartungen einen positiven Zusammenhang gibt, der sich seit der Weltfinanzkrise verstärkt hat. Somit wirkt sich eine langanhaltende Phase mit Inflationsraten, die deutlich unterhalb des Inflationsziels der EZB liegen, senkend auf die langfristigen Inflationserwartungen aus. Mit der Anpassung ihrer Erwartungen signalisieren die befragten Experten, dass sie der EZB mit zunehmender Dauer der Niedriginflationsphase immer weniger zutrauen, die gesamtwirtschaftlichen Preissteigerungsraten in Richtung der 2-Prozentmarke zu heben.

Nach einer vorübergehenden Erholung in den Jahren 2017 und 2018 hat sich der Abwärtstrend bei den durchschnittlichen Inflationserwartungen seit Anfang 2019 fortgesetzt. So gehen die SPF-Teilnehmer bei der Befragung im 3. Quartal 2020 im Durchschnitt von einer Inflationsrate in Höhe von 1,56% auf fünfjährige Sicht (2025) und von 1,21% auf zweijährige Sicht (2022) aus. Man könnte argumentieren, dass diese Werte immer noch hinreichend im Einklang mit dem EZB-Ziel sind, da die EZB nie präzisiert hat, ab wann Inflationsraten nicht mehr »nahe« 2% sind. Dennoch ist der anhaltende Abwärtstrend beunruhigend, denn dieser stellte sich ein, obwohl die EZB die meisten ihrer geldpolitischen Instrumente bereits über einen längeren Zeitraum sehr expansiv ausrichtete.

Neben dem Mittelwert deuten auch die höheren Momente der Verteilung der SPF-Inflationserwartungen auf eine zunehmende Entankerung vom Inflationsziel der EZB hin. Die wesentlichen Erkenntnisse der Studie von Möhrle (2020) sind in Abbildung 2 zusammengefasst, die die Wahrscheinlichkeitsverteilung der fünfjährigen Prognosen zu verschiedenen Zeitpunkten widerspiegelt. Im Zeitraum zwischen 1999 und 2007 haben die SPF-Befragten einer langfristigen Inflationsrate im impliziten Zielkorridor zwischen 1,5 und 1,9% eine erhebliche Wahrscheinlichkeitsmasse (im Durchschnitt rund 37%) zugeordnet. Demnach haben sich die Erwartungen stark am Preisstabilitätsziel

Abb. 1
Inflationserwartungen



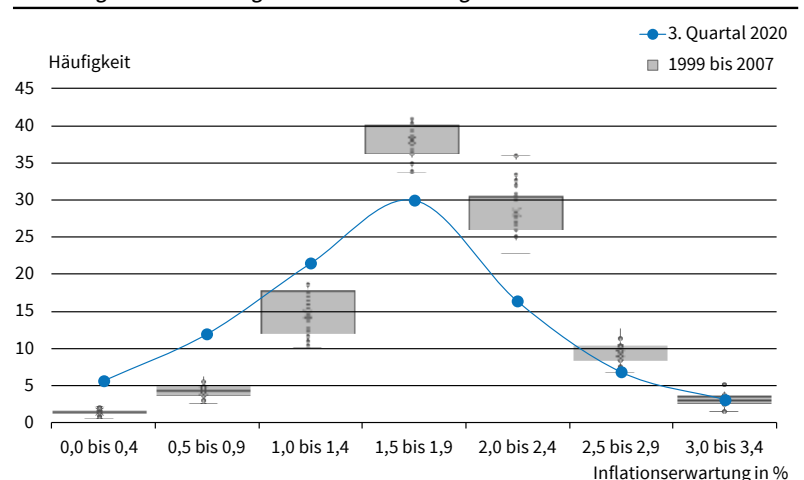
^a Für die Jahre 1999 und 2000 nur Daten für das erste Quartal.
Quelle: Europäische Zentralbank; Berechnungen der Autoren.

© ifo Institut

der EZB konzentriert. Zudem wurde dem Überschreiten (2,0 bis 2,4%) des impliziten Zielkorridors eine deutlich höhere Wahrscheinlichkeit beigemessen als einem Unterschreiten (1,0 bis 1,4%).

Nach der Weltfinanzkrise hat sich die Verteilung der Erwartungen signifikant verändert, wie in Abbildung 2 am Beispiel der SPF-Befragung im 3. Quartal 2020 gezeigt wird. Zum einen ist die Unsicherheit rund um die durchschnittlich erwartete Inflationsrate, die durch die Standardabweichung der Inflationserwartungen gemessen wird, nach der Weltfinanzkrise kontinuierlich gestiegen. In Abbildung 2 kommt dies dadurch zum Ausdruck, dass die Verteilung heute deutlich flacher verläuft als vor Ausbruch der Weltfinanzkrise. Damit hat der Grad der Verankerung rund um das EZB-Ziel deutlich abgenommen. Zum anderen halten die Experten ein langfristiges Unterschreiten des impliziten Zielkorridors heute für deutlich wahrscheinlicher als ein Überschreiten. In Abbildung 2 wird dies dadurch sichtbar, dass sich die Schiefe der Verteilung seit der Weltfinanzkrise nach links verschoben hat.

Abb. 2
Verteilung^a der mittelfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum



^a Die Boxplots stellen für die auf der horizontalen Achse angegebenen Wertebereiche die Verteilung der Häufigkeiten der fünfjährigen Inflationserwartungen des Survey of Professional Forecasters im Zeitraum von 1999 bis 2007 dar. Das Kreuz gibt den Mittelwert an, die horizontale Linie in der Box den Median, der obere und untere Rand der Box die Quartile.

Quelle: Europäische Zentralbank; Berechnungen des ifo Instituts.

© ifo Institut

Insgesamt legen die Ergebnisse der Untersuchung von Möhrle (2020) nahe, dass die Verankerung der Inflationserwartungen in der Eurozone nach der Weltfinanzkrise deutlich abgenommen hat. Damit scheint das Vertrauen der befragten Experten in die Fähigkeit der EZB zu schwinden, die Inflation über die hier betrachteten Zeiträume von zwei bzw. fünf Jahren in Einklang mit ihrem Ziel zu bringen. Dieser Vertrauensverlust hat sich insbesondere während der letzten Jahre nochmal verstärkt. Anstatt sich am Inflationsziel der EZB zu orientieren, reagieren die SPF-Experten zunehmend auf aktuelle Veränderungen der Inflationsrate.

URSACHEN DER ENTANKERUNG UND IMPLIKATIONEN FÜR DIE EZB

Als Ursache für die dokumentierten Trends betont eine Reihe von theoretischen Arbeiten die Rolle der Nullzinsgrenze (vgl. z.B. Benhabib et al. 2001a; 2001b; Armenter 2018). Wenn diese Untergrenze für die Nominalzinsen erreicht ist, kann die Zentralbank auf Konjunkturschocks, die eine weitere Abschwächung der Inflationsdynamik mit sich bringen, nicht mehr durch eine erneute Zinssenkung reagieren. Infolge der unzureichenden geldpolitischen Reaktion korrigieren Unternehmen und Haushalte ihre Erwartungen nach unten. Löhne und Preise orientieren sich an den neuen Erwartungen, und die Preisdynamik passt sich an die niedrigeren Erwartungen an. Am Ende können in einer solchen Situation unerwünschte Gleichgewichte entstehen, die mit einer dauerhaft niedrigeren Inflationsrate einhergehen. Die Gefahr solcher ungünstigen Gleichgewichte könnte die höhere Unsicherheit der SPF-Inflationserwartungen und die Verschiebung der Verteilung hin zu niedrigeren Inflationserwartungen verursacht haben.

Diese Überlegungen haben wichtige Implikationen für die Geldpolitik in der Eurozone und stellen die EZB vor große Herausforderungen. Denn um einen weiteren Vertrauensverlust zu stoppen, muss sie Handlungsfähigkeit demonstrieren und bei weiteren deflationären Schocks einen expansiveren Kurs einschlagen. Insofern war es grundsätzlich richtig, dass sie auf die Coronakrise, im Zuge derer die Inflationserwartungen abermals deutlich gesunken sind, mit einer signifikanten Ausweitung ihres Anleiheankaufprogramms reagiert hat. Da der Handlungsspielraum bei den Leitzinsen bereits kurz nach der Weltfinanzkrise ausgeschöpft war, kann sie diese Handlungsfähigkeit nur durch den Versuch demonstrieren, über Anleiheankäufe die langfristigen Zinsen weiter zu senken oder andere Vermögenspreise weiter zu erhöhen. Allerdings ist fraglich, ob diese Maßnahmen allein ausreichen werden, um eine Trendwende einzuleiten.

So setzte die Entankerung der Inflationserwartungen bereits in einem Zeitraum ein, in dem die Geldpolitik der EZB aus der Perspektive vieler Beobachter expansiv ausgerichtet war. Dass die von der EZB ergriffenen Maßnahmen keine ausreichende Wirkung auf

die Inflationsdynamik erzeugt haben, kann einerseits mit der Veränderung wichtiger Transmissionskanäle erklärt werden. Dazu zählt unter anderem der Befund zahlreicher Studien, wonach sich der Zusammenhang zwischen der realwirtschaftlichen Entwicklung (die durch sinkende Zinsen und steigende Vermögenspreise stimuliert wird) und der Inflationsrate in den vergangenen Jahrzehnten deutlich abgeschwächt hat (vgl. z.B. Del Negro et al. 2020). Andererseits wird häufig darauf verwiesen, dass vom Zinsniveau allein nicht auf den Expansionsgrad der Geldpolitik geschlossen werden kann, sondern dass der Abstand der tatsächlichen Zinsen vom konjunkturneutralen Zins (also jenem Zins, der sich in einer normal ausgelasteten Volkswirtschaft einstellen würde) interpretiert werden muss. Zahlreiche Studien deuten darauf hin, dass der konjunkturneutrale Zins in den vergangenen Jahrzehnten deutlich gesunken ist als Folge einer demografisch bedingt höheren Sparneigung und sinkender langfristiger Wachstumserwartungen (vgl. z.B. Rachel und Smith 2017). Demnach ist ein Nominalzins von 0% heute wesentlich weniger expansiv, als er es vor 20 Jahren gewesen wäre.

Da der von der Geldpolitik ausgehende Einfluss auf das Inflationsgeschehen vor diesem Hintergrund wohl eher begrenzt sein dürfte, kommt der Fiskalpolitik in der Coronakrise eine wichtige Rolle zu. Viele Studien kommen zu dem Ergebnis, dass fiskalpolitische Maßnahmen eine Geldpolitik, deren Handlungsspielraum begrenzt ist, dabei unterstützen können, die Inflation sowie die Preiserwartungen von Unternehmen und Haushalten zu stabilisieren (vgl. Boubaker et al. 2018). Daher ist es zu begrüßen, dass in der Coronakrise alle europäischen Regierungen zügig einen expansiven Kurs eingeschlagen haben, um die konjunkturellen Folgen des staatlichen Shutdown abzumildern. Damit unterscheidet sich der aktuelle Politikmix deutlich von jenem in den Jahren nach 2008, als die konjunkturelle Stabilisierung größtenteils von der EZB geschultert wurde. Es bleibt zu hoffen, dass der Abwärtstrend bei den Inflationserwartungen dadurch gestoppt werden kann.

LITERATUR

- Armenter, R. (2018), »The perils of nominal targets«, *The Review of Economic Studies* 85(1), 50–86.
- Benhabib, J., S. Schmitt-Grohé und M. Uribe (2001a), »Monetary policy and multiple equilibria«, *American Economic Review* 91(1), 167–186.
- Benhabib, J., S. Schmitt-Grohé und M. Uribe (2001b), »The perils of Taylor rules«, *Journal of Economic Theory* 96(1–2), 40–69.
- Boubaker, S., D. K. Nguyen und N. Paltalidis (2018), »Fiscal policy interventions at the zero lower bound«, *Journal of Economic Dynamics and Control* 93, 297–314.
- Del Negro, M., M. Lenza, G. Primiceri und A. Tambalotti (2020), »What's up with the Phillips Curve«, ECB Working Paper Series, Nr 2435.
- Draghi, M. (2014), »Monetary policy in the euro area«, Grundsatzrede zur Eröffnung des Europäischen Bankenkongresses am 21. November 2014.
- Möhrle, S. (2020), »New Evidence on the Anchoring of Inflation Expectations in the Euro Area«, ifo Working Paper Nr. 337.
- Rachel, L. und T. D. Smith (2017), »Are Low Real Interest Rates Here to Stay?«, *International Journal of Central Banking* 13, 1–42.