

Die neue geldpolitische Strategie der EZB

Arne Heise

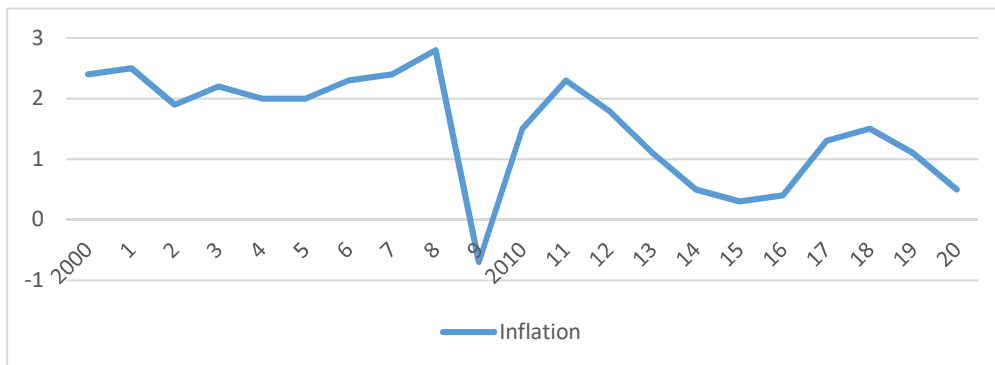
Im Juli 2021 verkündete die EZB, künftig eine neue geldpolitische Strategie zu verfolgen. Diese neue Strategie beinhaltet ein verändertes Inflationsziel und eine verstärkte Verankerung von ökologischen Nachhaltigkeitszielen in den geldpolitischen Maßnahmenkatalog der EZB.

In der Verkündung eines neuen Inflationsziels sehen einige, vor allem deutsche Wirtschaftswissenschaftler bereits die Aufweichung des harten Preisstabilitätskurses und einen ernsthaften Reputationsverlust der EZB, die Verfolgung von Nachhaltigkeitszielen bei der Ausübung der Geldpolitik kann allenfalls untergeordneten Charakter haben, denn das im EZB-Statut festgelegte primäre Ziel der Stabilität der Währung und des Finanzsystems im Euroraum ist ja unverändert geblieben.

Was steckt hinter der neuen EZB-Strategie und welche Auswirkungen sind zu erwarten? Dazu muss kurz ein Blick auf die Geschichte der EZB geworfen werden: Mit der Einführung der Gemeinschaftswährung Euro wurde die Europäische Zentralbank geschaffen, in deren Konstruktion sich die Vertreter Deutschlands insoweit durchsetzen konnten, als sie sowohl in der primären Zielsetzung (Preisstabilität) als auch deren Konkretisierung („unter, aber nahe 2 Prozent“) und der Geldmengensteuerung als geldpolitische Konzeption dem Vorbild Bundesbank nachempfunden wurde. Die Bundesbank galt nicht nur als Garant der Stabilität der D-Mark, sondern diese auch als Grundlage der wirtschaftlichen Stärke Deutschlands – die EZB sollte in ähnlicher Weise für die Eurozone fungieren. Allerdings wurde diese Einschätzung keineswegs allgemein geteilt – für viele kritische Ökonomen hat die Bundesbank restriktiver agiert als für Preisstabilität allein nötig gewesen wäre, die allgemeine Wirtschaftsentwicklung häufig nicht hinreichend unterstützt und das Modell des ‚deutschen Merkantilismus‘ zulasten seiner Handelspartner geldpolitisch unterfüttert. Mit der Schaffung der EZB verband sich deshalb auch die Hoffnung mancher Eurozonenländer, in der Folgezeit die ‚teutonische Strategie‘ der EZB aufzuweichen. Der Übergang von der Geldmengen- zur Zinssteuerung und die ‚unkonventionelle Geldpolitik‘ im Zuge der Weltfinanz- und Eurokrise nach 2008 – teilweise von den deutschen Vertretern im EZB-Rat abgelehnt – werden als Hinweise darauf gewertet, dass die EZB keineswegs ein Abziehbild der Bundesbank ist. Tatsächlich aber lässt sich zeigen, dass die Geldpolitik der EZB in der ersten Dekade vor der Weltfinanzkrise gemessen an der so genannten ‚Taylor-Regel‘ restriktiver ausgerichtet war als z.B. die Geldpolitik der US-Fed und vor allem auch asymmetrischer verblieb; d.h. bei Überschreiten des Inflationsziels reagiert sie härter und konsequenter als beim Unterschreiten des Inflationsziels.

Die Abbildung zeigt, dass die EZB ihr Inflationsziel in der ersten Dekade zwar weder im Durchschnitt, noch in den meisten Einzeljahren erreichen konnte – die geringe Abweichung aber ist für eine neu etablierte Zentralbank erstaunlich und wohl nur auf den übermäßig restriktiven Kurs der EZB zu erklären. Nach der tiefen Zäsur durch die Weltfinanzkrise ist es dann der EZB trotz Nullzinspolitik und extremer Intervention in die Finanzmärkte (so genanntes ‚Quantitative Easing‘ zur Aufrechterhaltung der Bankenliquidität) nicht mehr gelungen, eine Reflationierung zu initiieren, die ‚unter, aber nahe bei 2 Prozent‘ liegt.

Abbildung: Inflation in der Eurozone 2000 - 2020



Anmerkung: Inflation im Jahr 2020 ist geschätzt

Quelle: European Economy; Statistical Annex Autumn 2020

Vor diesem Hintergrund, also der erfolglosen Reflationierung der letzten Dekade, würde man vielleicht erwarten, die EZB passt sich dieser Entwicklung an und revidiert ihr Inflationsziel nach unten. Das genaue Gegenteil ist der Fall: Das Inflationsziel wird fortan mit 2 Prozent angegeben und muss nicht mehr in jedem einzelnen Jahr erreicht werden, um eine geldpolitische Restriktion zu verhindern, sondern es gilt der mittelfristige Durchschnitt; d.h. nach Jahren der Unterschreitung der 2-Prozent-Marke darf es auch mehrere Jahre der Überschreitung geben. Damit erhält die EZB etwas größeren – expansiven – Handlungsspielraum und eine größere Handlungssymmetrie wird versprochen. Wenn aber schon jetzt – bei maximaler geldpolitischer Expansion – das alte Inflationsziel unterschritten wird, wie soll denn ein höheres Inflationsziel erreicht werden?

Einerseits könnte vermutet werden, dass die EZB lediglich die US Fed imitiert, die bereits im letzten Jahr eine ganz ähnliche Strategierevision vorgenommen hatte. Andererseits haben vorgegebene und öffentlich kommunizierte Inflationsziele für Zentralbanken die besondere Funktion, Erwartungen bei den ökonomischen Akteuren zu erzeugen und verankern, die dann in deren Pläne und Handlungen – z.B. bei den Lohn- und Preissetzungen – eingehen. Je erfolgreicher es einer Zentralbank gelingt, erwünschte Inflationserwartungen zu etablieren, desto effizienter kann sie Geldpolitik betreiben. Die EZB war in der Vergangenheit sehr erfolgreich darin, das 2-Prozent-Inflationsziel in der Erwartungshaltung der Wirtschaftssubjekte zu verankern – trotz der mittlerweile fast eine Dekade anhaltenden faktischen Unterschreitung des Inflationsziels. In diesem Sinne könnte eine offensiv kommunizierte Erhöhung des Inflationsziels zu einer erwünschten Rejustierung der Inflationserwartungen führen und – im Sinne einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung – die Reflationierung erleichtern. Allerdings setzt sich die EZB damit auch unter Erfolgszwang, denn ein weiter anhaltendes Unterschreiten der 2-Prozent-Marke könnte auch als Vertrauensverlust der EZB interpretiert werden.

Es muss allerdings fraglich bleiben, ob die minimale Revision des Inflationsziels tatsächlich zu einer Revision der Inflationserwartungen führen kann und die zunehmende Flexibilität und Symmetrie in der geldpolitischen Gestaltung bei Ausgabe eines Durchschnitts-, statt eines Punktziels wird sicher keine Aufweichung der Preisstabilitätspolitik der EZB initiieren – tatsächlich könnte sich der durch die Taylor-Regel vorgegebene Interventionspunkt der

Geldpolitik leicht verschieben und damit die übermäßige Restriktion der EZB-Zinspolitik in der 3. Dekade endlich beseitige.

Die stärkere Berücksichtigung von Nachhaltigkeitszielen – z.B. beim Ankauf von Unternehmensanleihen – ist überfällig, allerdings bislang erst in der Konzeptionsphase. Eine ‚Begrünung‘ der Geldpolitik könnte allerdings auch der Weiterentwicklung grüner Finanzmärkte zusätzlichen Schub geben.

Arne Heise