

Im Fokus:

Warum bleiben die langfristigen Inflationsprognosen im Euroraum so niedrig?

Inflation ist mit den Preisrekorden für Energie und Nahrungsmittel wieder zu einem der großen wirtschaftspolitischen Probleme geworden – weltweit und auch im Euroraum. Dort liegt die Teuerung der Verbraucherpreise seit November vergangenen Jahres bei über 3% und damit so hoch wie noch nie seit Bestehen der Gemeinschaftswährung. Das EZB-Ziel der Preisniveaustabilität, das die Notenbank als Teuerungsraten von „unterhalb, aber nahe bei 2%“ identifiziert, ist für die nächste Zeit außer Reichweite. In einer solchen Situation steht die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik auf dem Spiel, und entsprechend hat der EZB-Rat jüngst energisch seine Entschlossenheit bekundet, notfalls trotz Liquiditätskrise und Konjunktursorgen die Leitzinsen zu erhöhen. Die deutliche Sprache scheint ihren Zweck zu erfüllen, wie die Ergebnisse des von der EZB regelmäßig erhobenen *Survey of Professional Forecasters* zeigen. Die jüngste Runde vom April 2008 ergab, dass die befragten Konjunkturexperten auf lange Sicht im Schnitt von einer Teuerungsraten von 1,9% im Euroraum ausgehen. Die langfristigen Inflationserwartungen liegen damit seit Beginn der Erhebung und der Einführung des Euro im Jahr 1999 praktisch konstant zwischen 1,8% und 2% – ein großer Erfolg der Kommunikationspolitik der EZB. Der Erfolg ist umso erstaunlicher, bedenkt man den *track record* der EZB: Nur im allerersten Jahr der Gemeinschaftswährung lag die jahresdurchschnittliche Inflationsrate nicht über 2%, und für diesen Wert sind wegen der Verzögerung in

der Wirkung von geldpolitischen Maßnahmen eher die nationalen Notenbanken als die EZB verantwortlich. Freilich waren die Zielverfehlungen in den vergangenen Jahren recht gering. Aber warum geben die im *Survey* befragten Experten dann nicht eben einen Wert knapp über der 2%-Marke an? Offensichtlich sträuben sich viele Prognostiker gegen die Vorstellung einer knappen, aber dauerhaften Zielverfehlung durch die Zentralbank.

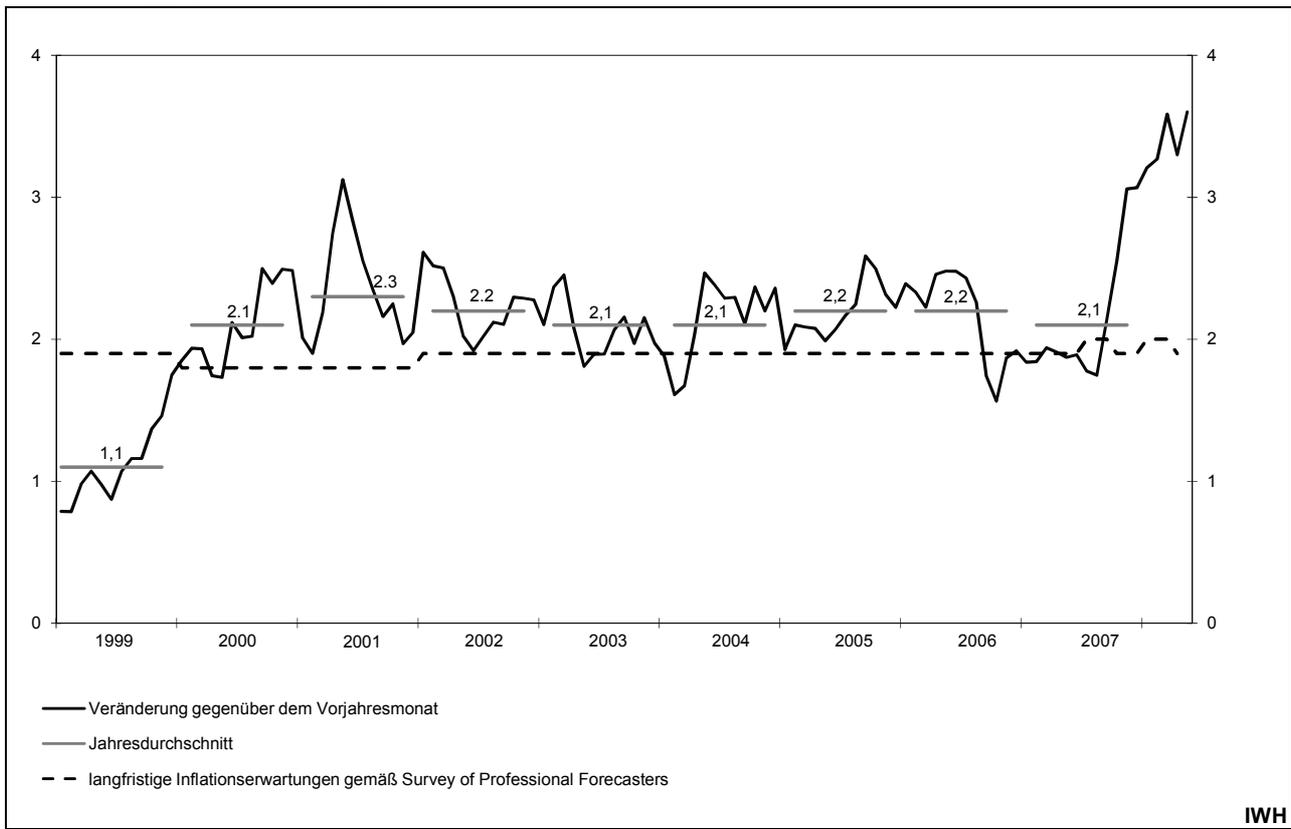
Um die Trägheit der langfristigen Inflationsprognosen zu verstehen, hilft es, sich in die Köpfe von Ökonomen hineinzusetzen, deren Denken von der modernen makroökonomischen Theorie geprägt worden ist. Eine große Rolle spielt dabei die Vorstellung von Gleichgewichten in rationalen Erwartungen, also die Annahme, dass die Inflationserwartungen von Haushalten und Unternehmen auf Dauer nicht systematisch von den tatsächlich realisierten Inflationsraten abweichen werden. Andererseits ist die Vorstellung verbreitet, dass eine überraschend expansive Geldpolitik die Konjunktur stützen kann, freilich auf Kosten höherer Inflation. Was passiert nun, wenn die Zentralbank stets in Versuchung stünde, der Realwirtschaft zu helfen, indem sie ihre Zinsen etwas niedriger setzt, als die offizielle geldpolitische Strategie vermuten lässt? Wie das Gleichgewicht in rationalen Erwartungen unter derartigen Bedingungen aussieht, wird seit Mitte der 80er Jahre¹ in je-

dem guten Geldtheorie-Kurs unterrichtet: Auch in diesem Fall kann Konjunkturpolitik mit einer überraschend lockeren Politik auf Dauer nicht gelingen. Stattdessen ist die von Haushalten und Unternehmen erwartete Teuerung so hoch, dass eine noch weitere Lockerung der Geldpolitik auch aus Sicht der Zentralbank nicht attraktiv wäre. Im Gleichgewicht ist die erwartete Inflationsrate gerade so hoch, dass die Vorteile eines konjunkturellen Impulses durch die Nachteile einer noch höheren Inflation gerade aufgewogen werden. Wie stark die Teuerung in diesem Fall sein müsste, ist schwer zu bestimmen, offensichtlich ist aber, dass sie unnötig hoch ausfällt. Könnte sich die Geldpolitik nur glaubhaft daran binden, der Versuchung einer überraschend expansiven Geldpolitik zu widerstehen, könnten Inflation und Inflationserwartungen deutlich heruntergeschraubt werden, ohne der Realwirtschaft zu schaden. Ein Großteil der geldpolitischen Diskussion ist in den vergangenen Jahrzehnten darüber geführt worden, wie die Geldpolitik diese Glaubwürdigkeit erlangen könnte. Gegenwärtig herrscht ein recht breiter Konsens darüber, dass mit der politischen Unabhängigkeit von Zentralbanken und mit klaren, an Preisniveaustabilität orientierten Zielvorgaben geeignete Instrumente gefunden wurden – in der Theorie, und in der Praxis auch

¹ Vgl. KYDLAND, F.; PRESCOTT, E.: Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal*

of Political Economy 85, 1977, pp. 473-491, sowie BARRO, R.; GORDON, D.: A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-rate Model. *Journal of Political Economy* 91, 1983, pp. 589-610.

Abbildung:
 Harmonisierter Verbraucherpreisindex im Euroraum
 - Veränderung gegenüber dem Vorjahr in % -



Quellen: Eurostat; EZB.

für die europäische Gemeinschaftswährung. Dort ist es gelungen, die Inflationserwartungen im Ziel der Preisniveaustabilität nach EZB-Definition zu verankern.

Würde man aus der Serie knapper Zielverfehlungen den Schluss ziehen, dass die EZB auf Dauer eine etwas expansivere Geldpolitik betreibt, als Haushalte und Unternehmen erwarten, müssten die Inflationserwartungen nach oben revidiert werden – schwer zu sagen, um wie viel, aber entsprechend der Theorie der Gleichgewichte in rationalen Erwartungen wohl sehr deutlich. Denn man müsste ja damit rechnen, dass sich bei Inflationserwartungen von – angenommen 2,2% – bald eine Rate von um die 2½% einstellen würde. Die Experten haben offensichtlich bisher davor zurückgeschaut, ih-

rem Bild vom künftigen Preisklima im Euroraum solche Überlegungen zugrunde zu legen. Stattdessen setzen sie darauf, dass der *Track Record* laufender Zielverfehlungen auf eine zufällige Serie preistreibender Schocks zurückzuführen ist, etwa die fortgesetzte kräftige Erhöhung administrierter Preise in vielen Mitgliedsländern und insbesondere die Ölpreise, die seit Bestehen der Gemeinschaftswährung (mit einer Unterbrechung in den Jahren 2001 bis 2003) rasant gestiegen sind. Freilich wissen die Experten sehr genau, dass Inflation zumindest langfristig ein ausschließlich monetäres Phänomen ist und nicht durch die Verknappung einzelner Gütergruppen erklärt werden kann. Je länger deshalb das Inflationsziel verfehlt wird, und sei es auch nur knapp,

desto größer wird die Gefahr, dass sich die langfristigen Inflationserwartungen doch noch aus ihrer Verankerung in der Zielgröße der EZB lösen – und zwar nicht nur um ein oder zwei zehntel Prozentpunkte.

Axel Lindner
 (Axel.Lindner@iwh-halle.de)