

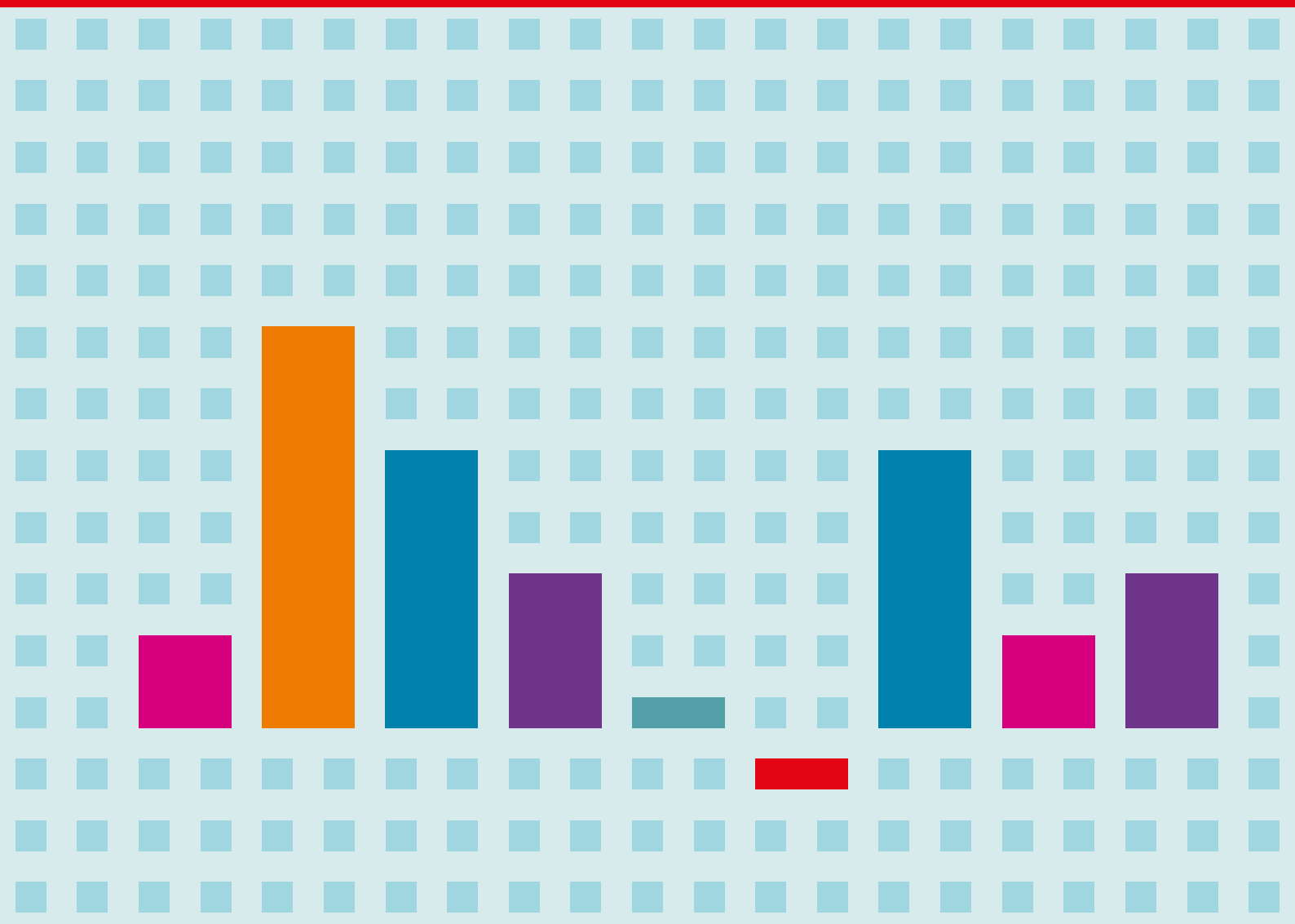
POLICY BRIEF

IMK Policy Brief Nr. 110 · September 2021

Das IMK ist ein Institut
der Hans-Böckler-Stiftung

DIE GELUNGENE NEUE STRATEGIE DER EZB

Sebastian Dullien, Silke Tober



DIE GELUNGENE NEUE STRATEGIE DER EZB

Sebastian Dullien¹, Silke Tober²

Zusammenfassung

Die Europäische Zentralbank hat ihre zuletzt 2003 geänderte geldpolitische Strategie grundlegend überholt. Aus Sicht des IMK ging es im Wesentlichen darum, den Strategie-Text an die seit 2011 entscheidend weiterentwickelten geldpolitischen Leitlinien anzupassen. Mit der im Juli 2021 veröffentlichten neuen geldpolitischen Strategie ist nun genau das geschehen.

Zentrales Element der neuen Strategie ist das mit 2 % eindeutige und symmetrische Inflationsziel. Es ist der entscheidende Maßstab, der durch den Vergleich mit der Inflationsprognose geldpolitischen Handlungsbedarf anzeigt und zugleich eine Orientierungsgröße für die Erwartungen in Lohnverhandlungen, bei der Preissetzung und an den Finanzmärkten liefert. Die Europäische Zentralbank hat in Einklang mit den EU-Verträgen zudem klargestellt, dass ihre makroökonomische Verantwortung über die Preisstabilität hinausgeht, Preisstabilität jedoch ihr oberstes Ziel darstellt.

Weitere strategische Änderungen bestehen darin, die bisher als unkonventionell bezeichneten geldpolitischen Instrumente wie Wertpapierkäufe in den regulären Werkzeugkasten zu überführen, die Kosten selbst genutzten Wohneigentums perspektivisch im Inflationsmaß zu berücksichtigen und die makroökonomischen Folgen von Entwicklungen in Zusammenhang mit der existentiellen Herausforderung Klimawandel stärker in die Ausgestaltung der Geldpolitik einzubeziehen.

¹ Prof. Dr. Sebastian Dullien
Wissenschaftlicher Direktor
Sebastian-Dullien@boeckler.de

² Dr. Silke Tober
Referatsleitung Geldpolitik
Silke-Tober@boeckler.de

1 Einleitung

Die am 8. Juli 2021 vorgestellte neue geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank (EZB) kann insgesamt als sehr gelungen bezeichnet werden kann. Seit der strategischen Überprüfung im Jahr 2003 hat die EZB erhebliche Fortschritte bei der Weiterentwicklung und Verfeinerung ihrer Version des Inflation Targeting erzielt. Diesem Ansatz entsprechend handelt die EZB vorausschauend mit Blick auf ihr Inflationsziel und legt Rechenschaft ab, indem sie ihre Maßnahmen und Instrumentenwahl ausführlich in zahlreichen Berichten, Reden, Pressekonferenzen sowie Anhörungen erläutert. Während der Präsidentschaft von Mario Draghi (2011-2019) und Christine Lagarde (seit 2019) entwickelte sich das Inflationsziel der EZB zu einem symmetrischen Ziel, die Palette eingesetzter Instrumente wurde erheblich erweitert, Hysterese wurde in die geldpolitischen Überlegungen einbezogen und eine stabilitätspolitische Unterstützung durch die Fiskalpolitik zunehmend eingefordert.

Diese Veränderungen spiegeln die tektonische Verschiebung innerhalb der Makroökonomie seit der internationalen Finanzkrise wider. Keynesianische Argumente, die noch vor zehn Jahren weithin abgetan wurden, werden mittlerweile von Zentralbanken wie der Federal Reserve und internationalen Organisationen wie dem Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit (OECD) verwendet. Insbesondere wird inzwischen allgemein anerkannt, dass ein Anstieg der kurzfristigen Arbeitslosigkeit zu einer höheren langfristigen Arbeitslosigkeit und Unterbeschäftigung führen kann (Blanchard/Summers 2017, Draghi 2014, Logeay/Tober 2006) und dass der Fiskalpolitik eine wichtige Rolle bei der makroökonomischen Stabilisierung zukommt.

Die EZB hat sich pandemiebedingt anderthalb Jahre Zeit genommen, um ihre geldpolitischen Instrumente und Ziele sowie ihre Kommunikation mit den Regierungen und der breiten Öffentlichkeit unter die Lupe zu nehmen (Lagarde 2020). Die neue Strategie basiert auf den seit 2011 entscheidend weiterentwickelten Leitlinien der EZB und verweist erstmals darauf, dass Preisstabilität den EU-Verträgen zufolge zwar das oberste Ziel der Geldpolitik ist, nicht aber das einzige. Damit wird die neue Strategie weitestgehend unseren Forderungen gerecht (Dullien/Tober 2021, Tober 2021). In diesem Policy Brief gehen wir zunächst auf das Inflationsziel als Richtschnur ein, erörtern dann die Rolle der Kerninflation als Indikator für die zugrunde liegende Inflation und legen die Probleme bei der Berücksichtigung und Nicht-Berücksichtigung der Kosten des selbstgenutzten Wohneigentums dar. Abschließend würdigen wir den angekündigten Klima-Aktionsplan und skizzieren die Vorteile der Strategie des Inflation Targeting angesichts des empirisch schwer zu bestimmenden Produktionspotenzial.

2 Inflationsziel: eindeutig und symmetrisch

Inflation Targeting liefert einen konsistenten Rahmen für die Geldpolitik und die Rechenschaftspflicht der EZB und weist zugleich eine für eine effektive Stabilitätspolitik hinreichende Flexibilität auf. So kann die EZB in diesem Rahmen über vorübergehende Preisschocks infolge von Missernten oder Ölpreisschwankungen hinwegsehen, sofern diese keine Zweitrundeneffekte auslösen. Anders als im Fall der Geldmengenstrategie, des Preisniveau-Targeting, oder des Nominal-GDP-Targeting, ist die Zentralbank zudem nicht gezwungen, ihre Geldpolitik an Berechnungen

des Produktionspotenzials auszurichten, die aus inhärenten Gründen mit hoher Unsicherheit behaftet sind und trotz anspruchsvoller Methoden wenig mehr abbilden als den bisherigen Trend des Bruttoinlandsprodukts (Dullien/Tober 2021, Heimberger 2020).

Die wesentlichen Elemente des Inflation Targeting sind, erstens, dass die Zentralbank sich auf ein bestimmtes Inflationsziel verpflichtet, zweitens ihre geldpolitischen Entscheidungen auf solide Inflationsprognosen stützt und drittens ihre geldpolitischen Analysen und Entscheidungen kohärent kommuniziert (Bernanke/Mishkin 1997). Im Jahr 2003 definierte die EZB ihr Inflationsziel als „unter, aber nahe zwei Prozent“ und damit etwas präziser, aber ebenso asymmetrisch wie die ursprüngliche Definition von „unter 2 %“ (ECB 2003, ECB 1998). Nun hat die EZB ihr Inflationsziel als 2 % definiert und es damit an ihre Verlautbarungen der vergangenen Jahre³ sowie die Strategien vieler Zentralbanken einschließlich der Federal Reserve, der Bank of Canada und der japanischen Zentralbank angeglichen.

Die ursprüngliche Asymmetrie in der Definition des Inflationsziels als Obergrenze war ein Erbe der Bundesbank, die offiziell eine Geldmengenstrategie verfolgte, in der Praxis aber eher Inflation Targeting betrieb (Bernanke/Mihov 1997, Mishkin 1999). Als Bestandteil ihres Geldmengenziels hatte die Bundesbank ein implizites Inflationsziel, das sie als „unvermeidbare Preisniveausteigerung“ bezeichnete.⁴ Die Gründe für ein deutlich positives Inflationsziel hatte die EZB bereits bei der Strategieüberprüfung im Jahr 2003 anerkannt: erstens die Untergrenze der nominalen Zinssätze, zweitens der eingebaute Puffer gegen Deflation und drittens die tendenzielle Unterschätzung von Qualitätsverbesserungen bei Preiserhebungen. Eine höhere Zielrate als 2 % wie sie beispielsweise von Blanchard (2010, 2018) gefordert wurde, würde demgegenüber zusätzliche Friktionskosten verursachen und hat infolge der positiven Erfahrungen mit negativen Leitzinsen, der quantitativen Lockerung und der Wiederentdeckung der antizyklischen Fiskalpolitik deutlich an Überzeugungskraft eingebüßt.

Der nunmehr konkrete Wert für das Inflationsziel ist zudem besser als Benchmark für die Inflationserwartungen und die Inflationskomponente der Lohnverhandlungen geeignet. Verankerte Inflationserwartungen und die Verwendung des Inflationsziels anstelle der tatsächlichen Inflation bei Lohnverhandlungen verringern die Reaktion der Inflation auf negative oder positive Produktionslücken und auf temporäre Preisschocks und begrenzen so selbstverstärkende Effekte wie Preis-Lohn-Spiralen. Ein konkretes Inflationsziel ist im Euroraum besonders wichtig, da anhaltende Inflationsdivergenzen zwischen den Euroländern die relative preisliche Wettbewerbsfähigkeit beeinflussen und makroökonomischen Ungleichgewichte produzieren. Aus diesem Grund erfordert die makroökonomische Stabilität im Euroraum, dass die nationalen Regierungen die heimische Inflation im Auge behalten und gegebenenfalls ihre wirtschaftspolitischen Maßnahmen mit Blick auf das Inflationsziel anpassen.

Die Entscheidung der EZB, das Inflationsziel weiterhin auf den Harmonisierten Verbraucherpreisindex zu beziehen und als mittelfristiges Ziel zu definieren, bietet eine solide Grundlage für die Geldpolitik, die Kommunikation der EZB und ihre Rechenschaftspflicht. Fällt die Inflation

³ So betonte der EZB-Rat im September 2020, „that the ECB's inflation aim was symmetrical and that the Governing Council would respond with the same determination to sustained downside deviations as to sustained upside deviations from the inflation aim“ (ECB 2020).

⁴ Die implizierte Präferenz für eine Null-Inflation ist noch heute weit verbreitet in Deutschlands wie jüngst zu lesen in einem Beitrag einer Gruppe, der auch der erste Chefvolkswirt der EZB und frühere Bundesbanker Otmar Issing angehörte (Issing et al. 2019).

mittelfristig voraussichtlich unter das Ziel, lockert die EZB die geldpolitischen Zügel; wird eine nachhaltige Überschreitung prognostiziert, strafft die EZB die Geldpolitik. Die mittelfristige Perspektive verschafft der EZB die nötige Flexibilität, um z. B. nicht auf temporäre Preisschocks zu reagieren, und gibt ihr gleichzeitig einen konsistenten Analyserahmen, in dem sie ihre Inflationsprognose und ihre geldpolitischen Maßnahmen rechtfertigen kann.

3 Kerninflation als bedeutender Indikator

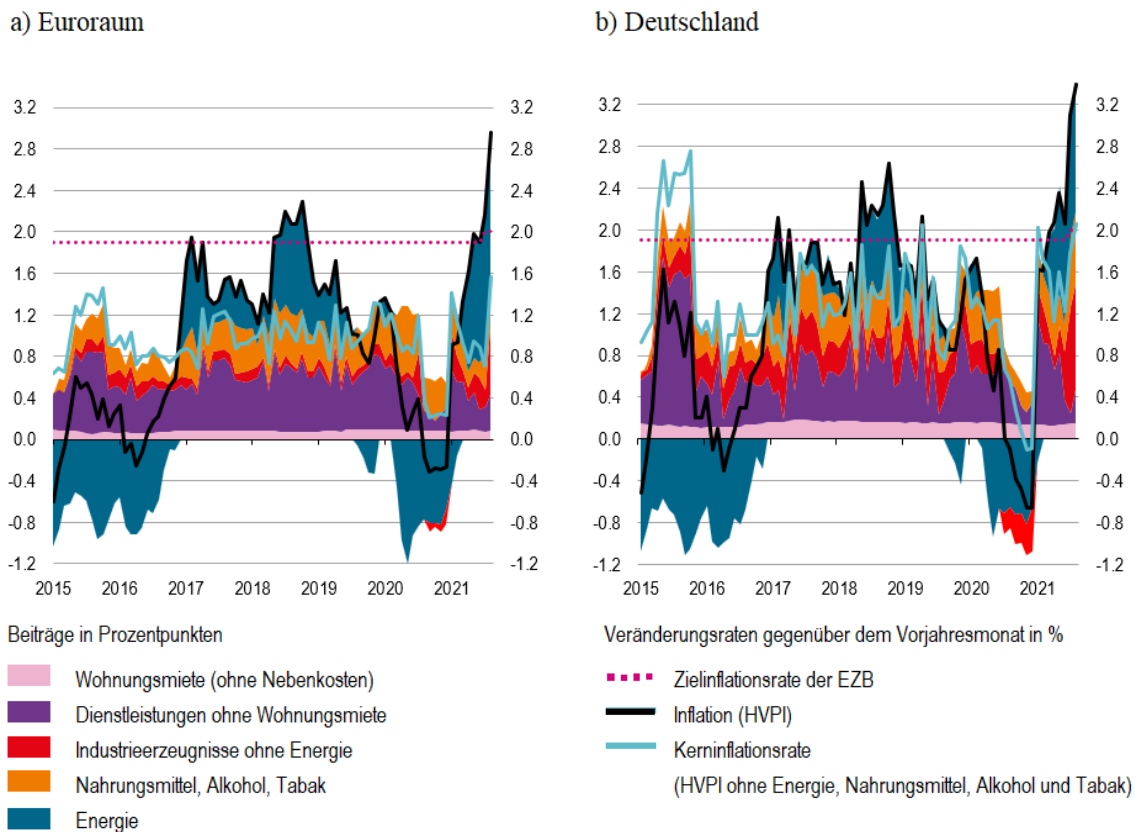
Während die mittelfristige Perspektive bereits seit 2003 Bestandteil der geldpolitischen Strategie der EZB ist, wurde die Kerninflation erst im Laufe der Präsidentschaft Draghis zu einem wichtigen Indikator. Sie ist relevant, weil geldpolitische Reaktionen auf kurzfristige Preisschocks – wie beispielsweise steigende Lebensmittelpreise aufgrund von Missernten oder höhere Ölpreise – wenn überhaupt, nur eine geringe Wirkung auf die betroffenen Preise entfalten. Stattdessen wird die allgemeine Inflationsdynamik gedämpft, was zu einer niedrigeren Inflation führt, sobald der vorübergehende Preisschock abklingt. Einmalige Preisschocks erfordern keine geldpolitische Reaktion (Tober/Zimmermann 2009). Sofern sie keine Zweitrundeneffekte auslösen, unterscheiden sich Preisschocks grundlegend von Inflation: Inflation ist ein Prozess, der durch eine Preis-Lohn-Spirale in Gang gehalten wird (Robinson 1938, Riese 1986). Die Kerninflation – hier der Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak – eignet sich als ein Indikator für die zugrunde liegende Inflation, weil er um jene Warengruppen bereinigt ist, die besonders anfällig für temporäre Preisschocks sind.

Dies lässt sich anhand der Inflationsentwicklung der vergangenen Jahre illustrieren. Seit Anfang 2015 beträgt der Anstieg des HVPI im Euroraum durchschnittlich 0,9 %, der Anstieg des Kernindexes knapp 1 %. Dabei war die Schwankungsbreite der HVPI-Rate insbesondere wegen der Energiepreise deutlich höher und reichte von -0,6 % im Januar 2015 bis 3,0 % im August 2021. In diesen beiden Monaten fielen bzw. stiegen die Energiepreise um -9,2 % und 15,4 % und lieferten damit einen Beitrag von -1 Prozentpunkt bzw. +1,4 Prozentpunkte (Abbildung 1). Zum Vergleich: Bei einem Anteil von knapp 10 % am Warenkorb, würden die Energiepreise einen Inflationsbeitrag von knapp 0,2 Prozentpunkte liefern, wenn sie in Einklang mit dem Inflationsziel der EZB stiegen.

Die Kerninflationsrate ist ein Indikator für die um Preisschocks bereinigte zugrundeliegende Inflationsrate. Allerdings eignet auch sie sich nicht als Basis für eine strikt regelgebundene Geldpolitik. Tatsächlich ist die Realität für eine ganz strikte Regelbindung der Geldpolitik zu komplex. Zwei auffällige Entwicklungen der Kerninflation – 2015 und 2020 – sind beispielsweise auf die deutsche Kernrate zurückzuführen, die in beiden Jahren einen Anteil von knapp 28 % an der Euroraum-Inflation hatte und durch vorübergehende Sondereinflüsse geprägt war (Abbildung 1). Im Jahr 2015 war es die Umstellung bei der Preiserfassung von Pauschalreisen, die in den Monaten April bis Oktober 2015 aufgrund von Basiseffekten Steigerungsraten zwischen 21% und 36 % aufwies und trotz ihres geringen Gewichts von nur 3,7 % Inflationsbeiträge von 0,7 bis 1,1 Prozentpunkte zur Gesamtinflationsrate bzw. sogar von 1 bis 1,6 Prozentpunkte zur Kernrate beitrugen, da sie bei letzterer höher gewichtet ist (5,2 %). In der zweiten Jahreshälfte 2020 resultierte ein Sondereffekt aus der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung, die die Inflation massiv drückte und sich infolge des Basiseffekts ab Juli 2021 sehr deutlich in der Inflationsrate

niederschlägt. Eine regelgebundene, mechanische Reaktion auf diese Effekte hätte zu einer suboptimalen Geldpolitik geführt. Um die künftige Inflationsentwicklung einschätzen zu können, muss die Zentralbank vielmehr stets eine Vielzahl von Indikatoren, darunter insbesondere auch die Lohnentwicklung, im Blick haben und diese auf Sondereinflüsse hin untersuchen.

Abbildung 1: Inflation und Inflationsbeiträge im Euroraum und in Deutschland
 Prozentpunkte (Beiträge),¹ % (Raten), Januar 2016 – August 2021



¹ Ribe-Beiträge entsprechend Eurostat (2018).

Quellen: Eurostat, Berechnungen des IMK.



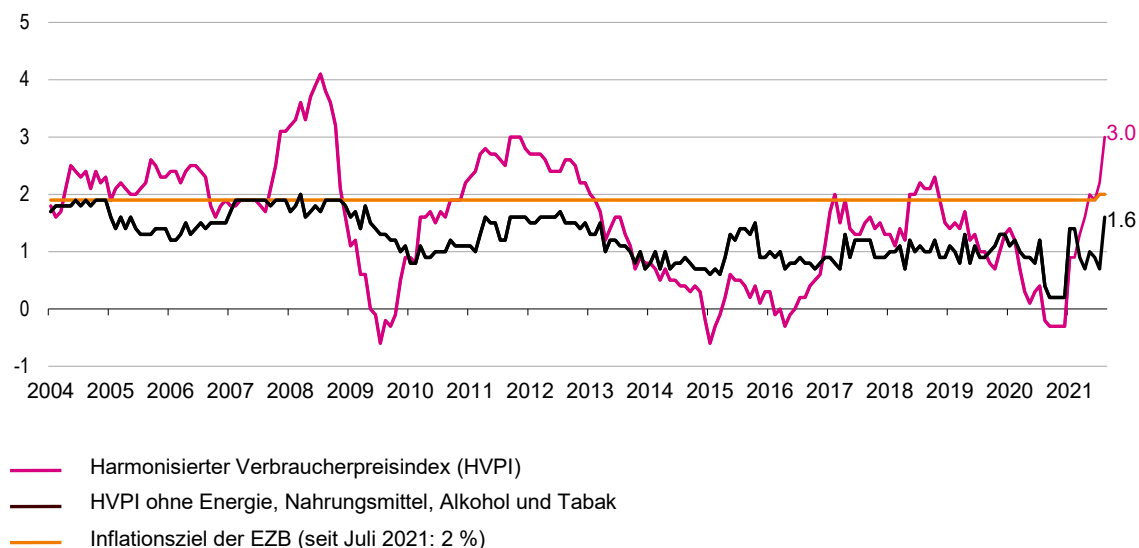
4 Inflationsziel mit Korridor oder Bandbreiten wäre irreführend

Die oben angesprochenen Sonderentwicklungen sind auch ein wesentliches Argument gegen einen Inflationszielkorridor oder die Festlegung von Bandbreiten um ein Punktziel. Ein als Bandbreite von beispielsweise 1 % bis 3 % formuliertes Inflationsziel hätte nicht nur die Rolle des Inflationsziels als Richtschnur und Anker der Erwartungen geschwächt, sondern auch die Flexibilität der Geldpolitik im Falle von Preisschocks unnötigerweise einengen. Es gibt weder theoretische noch empirische Gründe für die Annahme, dass Preisschocks die Inflationsrate um maximal einen Prozentpunkt verringern oder erhöhen. Im Juli 2008 beispielsweise trugen die Energiepreise mit 1,7 Prozentpunkte zur Inflationsrate bei, während zugleich die Nahrungs-

mittelpreise⁵ einen deutlich überhöhten Beitrag von 1,2 Prozentpunkten lieferten. Die Inflationsrate kletterte auf 4,1 %, während die Kernrate 1,7 % betrug (Abbildung 2). Drei Jahre später gipfelte die Inflation im Herbst 2011 bei 3 %, wobei die Energiepreise einen Beitrag von 1,3 Prozentpunkten lieferten und die Kerninflationsrate sich auf 1,6 % belief. Als die EZB Mitte April und Mitte Juli 2011 unter EZB-Präsident Trichet die Zinsen erhöhte, lag die Kernrate bei 1,6 % bzw. 1,2 % und der wirtschaftliche Abschwung hatte bereits begonnen.⁶ Damit wiederholte sich das Missgeschick aus dem Jahr 2008, als die EZB Anfang Juli die Zinsen erhöhte, obwohl die Inflation maßgeblich energiegetrieben war, die Wirtschaft sich bereits in der Rezession befand und die Federal Reserve die Zinsen als Reaktion auf die internationale Finanzkrise bereits deutlich gesenkt hatte.⁷ Ein Inflationsziel der EZB mit einer Bandbreite hätte den vermeintlichen Handlungsdruck angesichts der Ölpreisschocks in den Jahren 2008 und 2011 noch erhöht.

Abbildung 2: Inflation und Kerninflation im Euroraum

Veränderung der Indizes gegenüber dem Vorjahresmonat in %, Januar 2004 – August 2021



Quellen: Europäische Zentralbank, Eurostat.



Preisschocks sollten für die Geldpolitik für sich genommen keine Rolle spielen. Sie beinhalten allerdings oft die Gefahr von Zweitrundeneffekte. Diese Gefahr ist umso größer, je stärker die indirekten Effekte des Preisschocks sind. Die indirekten Effekte sind bei Rohölpreisschocks besonders ausgeprägt, weil diese Schocks die Transportkosten im In- und Ausland beeinflussen und damit auch die Preise nahezu aller Waren und vieler Dienstleistungen. Die indirekten Effekte schlagen sich zudem in der Kernrate nieder und beeinträchtigen damit deren Aussagekraft über

⁵ Einschließlich Alkohol und Tabak.

⁶ Im zweiten Quartal war die saison- und kalenderbereinigte Veränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts bei 0 % (Eurostat). Darauf folgten im dritten Quartal ein Anstieg von 0,5 % und sechs Quartale deutlich negativer Veränderungsdaten.

⁷ Die Federal Reserve hatte bereits Mitte September 2007 damit begonnen, die geldpolitischen Zügel zu lockern und hatte die Zinsen bereits um 3,25 Prozentpunkte gesenkt, als die EZB die Zinsen um 0,25 Prozentpunkte auf 4,25 % erhöhte.

die zugrundeliegende Dynamik der Inflation. Eine stabilitätsorientierte Zentralbank kann sich daher nicht an starren Vorgaben orientieren, sondern muss sich stets auf eine Vielzahl von Indikatoren stützen, um die künftige Inflationsentwicklung abschätzen zu können.

Eine Bandbreite um das Inflationsziel wäre auch nicht förderlich für die Verständlichkeit der Kommunikation. Die EZB begründet ihre Einschätzung der Inflationsaussichten und der wirtschaftlichen Lage in den jährlich acht Pressekonferenzen sowie fünf Anhörungen beim EU-Parlament, bei denen die Präsidentin Rede und Antwort steht, den acht Mal im Jahr erscheinenden Wirtschaftsberichten, zahlreichen informativen Reden und Interviews der Direktoriumsmitglieder und den regelmäßig veröffentlichten Zusammenfassungen der geldpolitischen Diskussionen der EZB-Ratsmitglieder. Unabhängig davon, ob die monatliche Inflationsrate bei 2 % liegt oder nicht, muss die EZB stets die aktuelle Inflationsentwicklung erläutern, ihre eigene Inflationsprognose rechtfertigen und darlegen, welche Schritte vor diesem Hintergrund erforderlich sind, um die Inflation nachhaltig bei 2 % zu halten bzw. die Inflation in Einklang mit dem Inflationsziel zu bringen.

5 HVPI: Das Problem der Berücksichtigung von selbstgenutztem Wohneigentum

Da der HVPI anders als die meisten nationalen Verbraucherpreisindices keine unterstellten Preise für selbst genutztes Wohneigentum enthält, hat die EZB in Aussicht gestellt, diese Schwachstelle zu beheben. Aktuell haben die Wohnkosten ein relativ geringeres Gewicht im HVPI. Zum Beispiel beträgt das Gewicht der Mieten und unterstellten Mieten für selbst genutztes Wohneigentum im nationalen Verbraucherpreisindex Deutschlands 20,7 %, während Mieten im deutschen HVPI nur ein Gewicht von 11,8 % haben (2021).⁸ Im HVPI für den Euroraum haben Mieten ein noch geringeres Gewicht – 7,5 % im Jahr 2021 –, weil die Wohneigentumsquote im Euroraum insgesamt deutlich höher ist als in Deutschland und damit der Anteil an Mietausgaben an den Konsumausgaben geringer.

Der Grund dafür, dass selbst genutztes Wohneigentum im HVPI bisher nicht berücksichtigt wird, ist der fehlende Konsens darüber, wie dessen Kosten zu messen sind. Die möglichen Methoden reichen von der Verwendung von Mieten für vergleichbare Wohnungen als Näherungswerte wie in Deutschland und Hypothekenzahlungen wie in Österreich oder Schweden bis hin zu Erwerbskosten auf der Grundlage von Hauspreisen. Die Schwierigkeit bei der Bestimmung der monatlichen Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum ist dem hybriden Charakter von Wohneigentum als Konsum- und Investitionsgut geschuldet.

In ihrer Eigenschaft als Vermögensanlage ist für Immobilien kein Platz in einem Verbraucherpreisindex und Immobilienpreise sind für Zentralbanken nur aus makroprudenzieller, nicht aber aus geldpolitischer Sicht von Interesse (Brainard 2020). Nichtsdestotrotz ist auch der derzeitige Ansatz, bei dem Mietzinsen in den Verbraucherpreisindex einfließen, während die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum unberücksichtigt bleiben, unbefriedigend und beeinträchtigt die Vergleichbarkeit der nationalen Inflationsraten im Euroraum. Die Wohneigentumsquote reicht von niedrigen 51,5 % der Haushalte in Deutschland bis zu hohen 90,9 % in der Slowakei bzw. 76,2 %

⁸ Mieten einschließlich Mieten für Zweitwohnungen, Garagen und anderer Mieten (CP041). Das Gewicht der Nettokaltmieten (CP0411) beträgt 19,6 % im VPI (einschließlich Mietäquivalent für selbst genutzten Wohnraum), 10,4 % für den HVPI Deutschlands und 7 % für den Euroraum.

in Spanien, wenn man nur die größeren Euroländer betrachtet (Eurostat 2021). Vor allem aufgrund der unterschiedlichen Wohneigentumsquoten beträgt das HVPI-Gewicht der Mieten nur 2,2 % in der Slowakei und 3,2 % in Spanien gegenüber 11,8 % in Deutschland.

Zu beachten ist, dass der HVPI zwar das Mietenäquivalent für selbstgenutztes Wohneigentum nicht berücksichtigt, wohl aber die anderen Komponenten der wohnungsbezogenen Kosten für Mieter und Eigenheimbesitzer wie kleinere Instandhaltungen und Reparaturen der Wohnung, Wasserversorgung, Abwasser- und Müllabfuhr sowie Strom, Gas und andere Brennstoffe. Diese Komponenten der Wohnkosten haben aktuell ein Gewicht von 10,3 % im HVPI des Euroraums, so dass wohnungsbezogene Posten im Euroraum ein kombiniertes Gewicht von 17,7 % im HVPI haben. Für Deutschland beträgt das HVPI-Gewicht dieser wohnungsbezogenen Posten vor allem wegen des überdurchschnittlich hohen Mieteranteils sogar 25,3 %.⁹

Eben weil die Wohnnebenkosten und insbesondere die stark ins Gewicht fallenden Energiekosten gleichermaßen für Mieter und Bewohner der eigenen Immobilie im HVPI berücksichtigt werden, sollte die Frage der Einbeziehung von selbst genutztem Wohneigentum nicht überbewertet werden. Ein Beispiel dafür ist die folgende Aussage von EZB-Direktoriumsmitglied Yves Mersch (2020): "Die Mieten machen etwa 6,5 %^{10]} des Warenkorb aus, der zur Messung der Inflation verwendet wird. Für viele übersteigen allein die Mieten oder Hypothekenzahlungen leicht ein Drittel ihres Nettoeinkommens." Hier (wie auch häufig in Verlautbarungen in Deutschland) werden Wohnkosten fälschlicherweise mit Miet- bzw. Zinskosten gleichgesetzt. Zu den Wohnkosten zählen bei den Statistikämtern aber neben den Mietkosten auch „Wasser- und Abwasser-, Energie- und Heizkosten, Ausgaben für die Instandhaltung der Wohnung bzw. des Hauses, Hypothekenzinsen (bei Eigentümern), Versicherungsbeiträgen (bei Eigentümern; bei Mietern, falls diese die Kosten tragen) sowie sonstige Wohnkosten“.¹¹

Der Anteil der Mieten am HVPI des Euroraums, dessen Gewichte jährlich angepasst werden, lag im Jahr 2020 bei 6,6 % und beträgt aktuell 7,5 %. Zwar kann dieser Anteil nicht auf einzelne Haushalte übertragen werden, weil 66 % der Haushalte im Euroraum in den eigenen vier Wänden wohnen und entsprechend keine Miete zahlen. Auch ist der Mietanteil bei Haushalten mit geringen Einkommen tendenziell höher, aber ein Drittel des Einkommens ohne Nebenkosten dürfte die Ausnahme sein.¹² Die in obigem Zitat ebenfalls angeführten Hypothekenzinsen dürften im unteren Einkommensbereich eine geringere Rolle spielen und dienen neben dem Konsum auch dem einem Vermögensaufbau. Zudem haben 50 % der Haushalte, die im Euroraum in selbst

⁹ Ein noch höheres Gewicht würde man erhalten, wenn man die in dem Unterindex „Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Wohnung“ (SERV_HOUS) enthalten Dienstleistungen in den Abteilungen 12 (Versicherungen im Zusammenhang mit der Wohnung, CP 1252) und 5 (Reparatur von Einrichtungsgegenständen und Bodenbelägen, CP0513) wie auch die Gütergruppen, auf denen die Reparaturdienstleistungen basieren, zusätzlich zur oben angeführten Abteilung Wohnung, Wasser, Strom, Gas und andere Brennstoffe (CP04) berücksichtigen würde.

¹⁰ Gewicht der Nettokaltmieten im Euroraum-HVPI für das Jahr 2020 (6,554 %).

¹¹ Statistisches Bundesamt: <https://www.destatis.de/DE/Themen/Gesellschaft-Umwelt/Wohnen/Tabellen/eurostat-anteil-wohnenkosten-haushaltseinkommen-silc.html>.

¹² Analoges gilt bei Feststellungen des Statistischen Bundesamts wie beispielsweise, dass „14 % der Bevölkerung ... durch Wohnkosten überlastet“ ist (Statistisches Bundesamt 2020) bzw. dass die Haushalte in Deutschland im Durchschnitt 26 % ihres verfügbaren Einkommens zur Deckung ihrer Wohnkosten verwenden. Diese Aussagen beziehen sich auf Miet- und Nebenkosten einschließlich Wasser-, Abwasser-, Energie- und Heizkosten sowie Ausgaben für die Instandhaltung der Wohnung etc., wie oben ausgeführt.

genutztem Wohneigentum leben, keine ausstehenden Hypotheken oder Hauskredite (Eurostat 2021).

Die EZB hat nun beschlossen, selbst genutztes Wohneigentum im Verbraucherpreisindex zu berücksichtigen und zwar, indem sie selbst genutzte Hauptwohnsitze als langlebige Konsumgüter behandelt. Dabei ist sie richtigerweise bestrebt, einen Modus zu finden, durch den sie nur die Dienstleistung Wohnen erfasst (ECB 2021b). Anders als gelegentlich gefordert wird,¹³ kann die EZB nicht einfach den von Eurostat bisher nur auf Quartalsbasis bereitgestellten Index für selbst genutztes Wohneigentum (OOH) verwenden, da dieser bisher die Vermögenskomponente der Immobilie in keiner Weise herausrechnet.

Der von der EZB avisierte Ansatz soll auf dem Nettoerwerb des privaten Haushaltssektors basieren, also nur jene Immobilienkäufe berücksichtigen, die von anderen Sektoren der Wirtschaft getätigt werden. Der Ansatz ist damit analog zu dem, der für den Erwerb von Gebrauchtwagen verwendet wird. Der Vorteil gegenüber dem Äquivalenzmietenansatz besteht darin, dass der Preisermittlung tatsächliche Käufe zugrunde liegen. Jedoch ist bisher unklar, wie es gelingen soll, den Vermögenscharakter der Immobilie herauszurechnen. Ein möglicher Ansatz wäre, den Preis für das Land als den Vermögenspreis und der Wohnstruktur als den Preis für die Wohndienstleistung zu definieren. Das würde allerdings letzterem nicht gerecht, da die Dienstleistung Wohnen nicht unabhängig vom Ort des Wohnens ist, sich dieser Aspekt aber nur im Preis für Grund und Boden niederschlagen würde. Eine befriedigende und transparente Lösung ist für diese Frage derzeit ebenso wenig erkennbar wie für die Bestimmung des Gewichts der neuen Kategorie des selbst genutzten Wohneigentums.

Eine Einbeziehung von Hauspreisen im HVPI wird zuweilen auch deshalb gefordert, um mittels des Inflationsmaßes ein Element des "Lehnens gegen den Wind" von Vermögenspreisänderungen in die Geldpolitik einzubauen (Mersch 2020). Würde sich die EZB entgegen ihrer Ankündigung dafür entscheiden, auf eine Herausrechnung der Vermögenskomponente zu verzichten, so würde ein Vermögenspreis Bestandteil des HVPI. Selbst wenn dieser neue Bestandteil die Inflationsrate nur um 0,3 Prozentpunkte erhöhen bzw. in anderen Phasen verringern würde,¹⁴ hieße das, dass die tatsächlichen Konsumentenpreise nur um 1,7 % steigen könnten, um im Einklang mit dem Inflationsziel zu stehen bzw. um 2,3 % steigen müssten.

Die Kosten des selbstgenutzten Wohneigentums müssen berücksichtigt werden, weil sie Konsumausgaben darstellen und ansonsten die Vergleichbarkeit der nationalen Inflationsraten angesichts der stark abweichenden Mieterquoten nicht gegeben ist. Der Äquivalenzmietenansatz scheidet aus, weil die erforderlichen Vergleichsmieten in Regionen mit geringen Mietquoten fehlen. Auch stellen diese keine Kosten dar, sondern Opportunitätskosten und sind damit ein, wenn auch wenig schädlicher Fremdkörper in einem Verbraucherpreisindex. Die Berücksichtigung der tatsächlichen Kosten des selbstgenutzten Wohnens, also in erster Linie die tatsächlich gezahlten Hypothekarzinsen, wären eine Alternative, würden aber die Inflationsrate bei kurzer Zinsbindung direkt bei geldpolitischen Zinserhöhungen steigern bzw. bei Zinssenkungen verringern. Da die

¹³ So schrieben Gros und Shamsfakhr (2021) kürzlich in der Financial Times: „Most other countries use indices which include this element. Moreover, Eurostat already provides an index for owner-occupied housing for almost all euro area member countries. This index, which for the time being is available only on a quarterly basis, has been running at more than 3 per cent since 2017”.

¹⁴ Eine Erhöhung der Inflationsrate um 0,3 Prozentpunkte käme beispielsweise zustande, wenn die Preise für selbst genutztes Wohneigentum ein Gewicht von 8 % am Warenkorb hätten und um 4 % stiegen.

EZB diesen Effekt erklären und sinnvollerweise ignorieren könnte, wäre dieser Ansatz dem von der EZB präferierten Nettoerwerbsansatz vorzuziehen, wenn es nicht gelänge, die Vermögenskomponente der Immobilien herauszurechnen. Angesichts dieser misslichen Lage, besteht die Herausforderung darin, in den kommenden Monaten oder Jahren einen robusten Ansatz zu entwickeln, um die Vermögenskomponente zu isolieren sowie ein Gewicht am Warenkorb zu bestimmen, das sowohl transparent als auch belastbar ist.

6 Neuausrichtung der Strategie vielversprechend

Die aktualisierte EZB-Strategie ist vielversprechend, weil sie einen konsistenten und transparenten Rahmen liefert und der Unsicherheit, unter der die EZB handelt, Rechnung trägt. Strikte Regeln wie das monetäre Targeting oder das nominale BIP-Targeting sind zwar einfacher zu erklären und zu überwachen. In einem Umfeld der Unsicherheit erhöhen automatische Regeln jedoch die Variabilität von Inflation und Produktion und führen zu Wohlfahrtsverlusten.

Als eine von nur zwei makroökonomischen Politiken gehört es zum Auftrag der Geldpolitik, die Voraussetzungen für hohe Beschäftigung und nachhaltiges Wachstum zu schaffen. Preisstabilität ist das vorrangige Ziel der Geldpolitik, aber nicht das einzige Ziel, wie die EZB nun mit Verweis auf die EU-Verträge klarstellt.¹⁵ Das Mandat der EZB ist nicht eindimensional, sondern hierarchisch.

Die neue Strategie der EZB ist für einen adäquaten Umgang mit temporären Preisschocks gut geeignet und mit der Unsicherheit darüber, wie stark die Wirtschaft wachsen kann, ohne einen Aufwärtsdruck auf die Inflation auszulösen. Die EZB war bereits in der Vergangenheit gut beraten, den Rat des deutschen Sachverständigenrats und anderer zu ignorieren und ihre Strategie des Inflation Targeting zu verfolgen, ohne sich auf Schätzungen des Produktionspotenzials zu verlassen (Draghi 2018). Die inhärenten Probleme der Schätzung des Produktionspotenzial hat jüngst auch die EU Kommission veranlasst, sich weniger von Schätzungen dieser vermeintlichen Grenze inflationsfreien Wachstums zu verlassen (European Commission 2020a,b; Dullien/Tober 2021). Nicht nur ist der Spielraum am Arbeitsmarkt schwer zu bestimmen, da sowohl zyklische als auch strukturelle Faktoren wichtige Determinanten wie die Erwerbsquote, Teilzeitarbeit und Lohndruck beeinflussen (Yellen 2014), sondern das Produktionspotenzial wird auch von Geld- und Fiskalpolitik selbst beeinflusst, indem sich die aggregierte Gesamtnachfrage auf das effektive Arbeitsangebot auswirkt und die Produktivitätsentwicklung von Veränderungen der Investitionen und Innovationen abhängt.

Mit dem angekündigten Klima-Aktionsplan leitet die EZB eine grünere Geldpolitik in die Wege. Statt wie bisher durch Käufe von Unternehmensanleihen vor allem die Finanzierungskosten für kohlenstoffintensive Unternehmen zu senken, wird die EZB den Anteil klimafreundlicher Wirtschaftsaktivitäten in ihrem Kaufprogramm erhöhen. Zudem fordert sie eine Offenlegung

¹⁵ „The primary objective of the ECB is to maintain price stability in the euro area. Without prejudice to the price stability objective, the Eurosystem shall support the general economic policies in the EU with a view to contributing to the achievement of the Union’s objectives as laid down in Article 3 of the Treaty on European Union. These objectives include balanced economic growth, a highly competitive social market economy aiming at full employment and social progress, and a high level of protection and improvement of the quality of the environment” (ECB 2021a).

klimarelevanter Kennziffern als Voraussetzung für die Notenbankfähigkeit von Wertpapieren (Tober 2021).

Bei der Überwindung der Corona-Krise besteht die Herausforderung darin, den Zeitpunkt für den Einstieg in den Ausstieg aus der Nullzinspolitik richtig zu wählen. Ein verfrühter Ausstieg ist gegenwärtig mit höheren Risiken behaftet als ein verspäteter, da die Inflation bereits seit vielen Jahren deutlich unter dem Inflationsziel liegt. Im August 2021 war die Kerninflationsrate zwar mit 1,6 % deutlich höher als vor der Coronakrise, allerdings dürfte dieser Anstieg vorübergehend bleiben, da sich auch hier die zahlreichen, krisenbedingten Preisschocks zumindest teilweise niederschlagen. Das gilt insbesondere für die temporäre Mehrwertsteuersenkung im vergangenen Jahr und die indirekten Effekte des deutlichen Energiepreisschubs, aber auch für die Preissteigerungen infolge von Angebots- und Lieferengpässen. Bereits zu Jahresbeginn 2022 dürften Inflation und Kerninflation wieder geringer ausfallen, auch wenn sie bis weit in das Jahr hinein die zugrundeliegende Dynamik noch überzeichnen dürften. In der ersten Sitzung nach der Strategieverkündung hat die EZB daher am 22. Juli 2021 ihre Forward Guidance dahin gehend geändert, dass die Leitzinsen auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben, bis die EZB-Inflationsprognose in der Mitte des Projektionszeitraums das Inflationsziel erreicht und danach nicht darunter fällt (Lagarde 2021a). Ab Dezember reicht der Projektionszeitraum bis 2024, so dass seine Mitte dann im Sommer 2023 liegt. Ändert sich die aktuelle Inflationsprognose der EZB für 2022 und 2023 mit 1,7 % bzw. 1,5 % nicht (Lagarde 2021b), so bedeutet dies nur, dass die EZB im Dezember 2021 und sehr wahrscheinlich auch im Jahr 2022 die Zinsen nicht erhöht. Erwartet sie allerdings im Mitte 2023 eine Inflationsrate von 2 % für Anfang 2025, so würde sie zu diesem Zeitpunkt eine Zinserhöhung zumindest ankündigen. Fällt der Aufschwung stärker aus als von der EZB derzeit erwartet, so könnten Zinserhöhungen auch etwas früher kommen, schwächt sich die wirtschaftliche Dynamik ab, so müsste die EZB den Expansionsgrad sogar noch erhöhen.

Die EZB hat in ihrer aktualisierten Strategie richtigerweise auf die wichtige Rolle der Fiskalpolitik bei der makroökonomischen Stabilisierung hingewiesen. Je stärker der Beitrag der Fiskalpolitik ist, desto eher kann die sehr expansive Geldpolitik beendet werden. Die EZB muss rechtzeitig reagieren, damit die zugrundeliegende Inflation nicht nachhaltig über das Inflationsziel hinauschießt, muss aber lang genug stark expansiv bleiben, um den Abbau der hohen Unterbeschäftigung zu ermöglichen. Aus diesem Grund ist es wichtig, dass die EZB klargestellt hat, dass sie zwar eine vorübergehend höhere Inflation tolerieren würde, aber nicht bestrebt ist, die Zielüberschreitungen der vergangenen Jahre durch Zielüberschreitungen zu kompensieren.

Literatur

- Ahrens, A.; Beirne K.; Economides, P.; Kostarakos, I.; McQuinn, K. and Conor O' Toole (2020): A review of the methodologies used in compiling owner-occupiers' housing indices. ESRI Working Paper 651, Januar.
- Baker, D. (2018): Measuring the Inflation Rate: Is Housing Different? Center for Economic and Policy Research. Washington, DC, Juni.
- Bernanke, B. S. and F. S. Mishkin (1997): Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? NBER Working Paper No. 5893.
- Bernanke, B. S. and I. Mihov (1997): What does the Bundesbank target? European Economic Review, Volume 41, Issue 6, Juni, pp. 1025-1053.
- Blanchard, O. (2019): Public Debt and Low Interest Rates. American Economic Review 109/4, 1197–1229.
- Blanchard, O. (2018): Contribution at the Debate “[Should the Fed stick with the 2 percent inflation target or rethink it?](#)”. Brookings Institution, Washington DC, 8 Januar.
- Blanchard, O., Dell’Ariccia, G. and P. Mauro (2010): Rethinking Macroeconomic Policy. Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 42/1, September, 199-215.
- Blanchard, O. and L. Summers (2017): Rethinking Stabilization Policy – Evolution or Revolution? NBER Working Paper 24179.
- Brainard, L. (2020): Bringing the Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy into Alignment with Longer-Run Changes in the Economy. Speech, Brookings Institution, Washington, DC, 1 September.
- Draghi, M. (2014): Unemployment in the Euro Area. Speech, Annual Central Bank Symposium in Jackson Hole, 22. August.
- Draghi, M. (2018): Hearing of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Transcript of the Hearing, Brussels, 26. November.
- Dullien, S. / Tober, S. (2021): ECB Strategy: Best Practice and New Frontiers. IMK Policy Brief 105, Düsseldorf, April.
- ECB (2021a): [The ECB's monetary policy strategy statement](#). Frankfurt/M., 8. Juli 2021.
- ECB (2021b): [Overview note](#). Monetary policy strategy. Frankfurt/M., 8. Juli.
- ECB (2020): Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank held in Frankfurt am Main on 9-10 September Accounts, Frankfurt, 8. Oktober.
- ECB (2003): The ECB's monetary policy strategy. Press Release, Frankfurt am Main, 8. Mai.
- ECB (1998): A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB. Press Release, Frankfurt am Main, 13. Oktober.
- Eiglsperger, M. and B. Goldhammer (2018): [Consumer price indices, owner-occupied housing and measures of underlying inflation in monetary policy of selected central banks](#). * Paper prepared for the “Meeting of the Group of Experts on Consumer Price Indices”, 7. – 9. Mai 2018, Genf. Korrigierte Version: 7. August 2018.
- European Commission (2020a): EU-CAM estimation of potential output and output gaps in the context of the COVID-19 pandemic shock. Mimeo, 27. April.
- European Commission (2020b): Spring 2020 Forecast – Quantification of the extent to which “Small Methodological Changes” are driving the potential growth rate revisions (Analysis of S2020 Forecasts Revisions_v3). Mimeo, 22. Juni.

- Eurostat (2021): [Distribution of population by tenure status, type of household and income group - EU-SILC survey](#) (online data code: ILC_LVHO02).
- Eurostat (2018): Harmonised Index of Consumer Prices (HICP). Methodological Manual. Luxembourg, November 2018.
- GCEE–German Council of Economic Experts (2016): Time for Reforms. Annual Report 2016/17, German Council of Economic Experts, Wiesbaden, 2. November.
- GCEE–German Council of Economic Experts (2013): Against a backward-looking economic policy. Annual Report 2013/14, German Council of Economic Experts, Wiesbaden, 13. November.
- Gros, D. / Shamsfakhr, F. (2021): [Owner-occupied housing will boost ECB price index](#). Financial Times, London, 14. Juli.
- Heimberger, P. (2020): Potential Output, EU Fiscal Surveillance and the COVID-19 Shock, *Intereconomics* 55 (3), 167-174.
- Issing et al. (2019): [Memorandum on ECB Monetary Policy by Issing, Stark, Schlesinger](#). Bloomberg News, 4. Oktober.
- Lagarde, C. (2021a): [Monetary policy statement \(with Q&A\)](#). EZB-Presskonferenz am 22. Juli, Frankfurt/M.
- Lagarde, C. (2021b): [Monetary policy statement \(with Q&A\)](#). EZB-Presskonferenz am 9. September, Frankfurt/M.
- Lagarde, C. (2020): Introductory statement to the press conference (with Q&A). ECB Press Conference, Frankfurt am Main, 23. Januar.
- Logeay, C. und S. Tober (2006): Hysteresis and the Nairu in the Euro Area. *Scottish Journal of Political Economy* 53 (4), S. 409–29.
- Mersch, Y. (2020): Asset price inflation and monetary policy. Member of the Executive Board of the ECB and Vice-Chair of the Supervisory Board of the ECB, at the celebration of INVESTAS' 60th anniversary, Luxembourg, 27. Januar.
- Riese, H. (1986): *Theorie der Inflation*. Tübingen.
- Robinson, J. (1938): Review of *The Economics of Inflation* by C. Bresciani-Turroni. In: *Economic Journal* Nr. 48 (September), S. 507–513.
- Statistisches Bundesamt (2020): 14 % der Bevölkerung im Jahr 2019 durch Wohnkosten überlastet. Pressemitteilung. Wiesbaden, 29. Oktober.
- Tober, S. (2021): *Grünere Geldpolitik als Flankierung des Green Deal*. IMK Policy Brief 106, Düsseldorf, Mai.
- Tober, S. / Zimmermann, T. (2009): [Monetary Policy and Commodity Price Shocks](#). *Intereconomics*, 44/4, S. 231–237.
- Yellen, J. (2014): [Labor Market Dynamics and Monetary Policy](#). Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 22. August.

Impressum

Herausgeber

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) der Hans-Böckler-Stiftung, Georg-Glock-Str. 18,
40474 Düsseldorf, Telefon +49 211 7778-312, Mail imk-publikationen@boeckler.de

Die Reihe „IMK Policy Brief“ ist als unregelmäßig erscheinende Online-Publikation erhältlich über:
<https://www.imk-boeckler.de/de/imk-policy-brief-15382.htm>

ISSN 2365-2098



Dieses Werk ist lizenziert unter der Creative Commons Lizenz:
Namensnennung 4.0 International (CC BY).

Diese Lizenz erlaubt unter Voraussetzung der Namensnennung des Urhebers die Bearbeitung, Vervielfältigung und Verbreitung des Materials in jedem Format oder Medium für beliebige Zwecke, auch kommerziell.

Den vollständigen Lizenztext finden Sie hier: <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode.de>

Die Bedingungen der Creative Commons Lizenz gelten nur für Originalmaterial. Die Wiederverwendung von Material aus anderen Quellen (gekennzeichnet mit Quellenangabe) wie z. B. von Abbildungen, Tabellen, Fotos und Textauszügen erfordert ggf. weitere Nutzungsgenehmigungen durch den jeweiligen Rechteinhaber.
