

**FAZ**

**06.06.2016**

## **Für eine flexiblere Inflationssteuerung**

*von Michael Heise*

Die europäische Zentralbank (EZB) verfolgt das Ziel, den Anstieg der Konsumentenpreise in der Eurozone auf einen Wert von unter, aber nahe bei 2% anzuheben. Sie spricht dabei nicht von einem Inflationsziel, sondern von einem Referenzwert, ihre Politik ist aber eindeutig auf dieses Ziel ausgerichtet. Liegt die Inflationsrate zu niedrig, wie im Mai mit -0,1% gegenüber dem Mai des Jahres 2015, dann ist dies die Rechtfertigung für die Beibehaltung extrem expansiver geldpolitischer Maßnahmen.

Das Konzept der Inflationssteuerung beruht auf makroökonomischen Modellen, die mit der Realität nicht immer übereinstimmen. Nach dem Modell sollten sinkende Zinsen und unbegrenztes Geldangebot der Zentralbank Konsum und Investitionen ankurbeln und damit letztlich mehr Inflation schaffen. In der Realität sind die Wirkungsketten aber äußerst brüchig. Wenn die privaten Haushalte zum Beispiel aufgrund der Nullzinsen ihre Altersvorsorge in Gefahr sehen, und ihre Sparkonten keine Erträge mehr bringen, werden sie womöglich mehr sparen und nicht mehr konsumieren, wie wir das zurzeit vielfach beobachten. Und wenn die Unternehmen aufgrund unsicherer Rahmenbedingungen und einer hohen Schuldenlast aus dem letzten Finanzboom ihre Schulden noch abbauen wollen, werden sie auch bei niedrigen Zinsen kein Fremdkapital aufnehmen. Auch abrupte Auf- und Abwärtsbewegungen des Ölpreises können zu Preisänderungen führen, die nichts mit der Geldpolitik zu tun haben.

Die reduzierten Makromodelle berücksichtigen auch nicht die vielen Kollateraleffekte, die eine Politik der Inflationssteuerung über Niedrig- oder Negativzinsen sowie unbegrenztes Geldangebot haben kann. Die massiven Anleihekäufe der Zentralbank haben Auswirkungen auf die langfristigen Zinsen und die Entwicklung der kapitalgedeckten Altersvorsorge vom privaten Versicherungsvertrag bis hin zur betrieblichen Altersvorsorge und den vielen Pensionskassen und Stiftungen, deren Erträge sinken. Ebenso wenig berücksichtigen kurzfristige Konjunkturmodelle, wie die monetäre Alimentierung der Wirtschaft die Produktivität der Wirtschaft langfristig verändert. Es ist richtig, dass eine Zentralbank solche Effekte unterordnen muss, wenn akute Deflation droht.

Unsicherheiten über die Wirkungsketten der Geldpolitik und Verhaltensänderungen der Wirtschaftssubjekte haben einfache Regelbindungen in der Geldpolitik schon in der Vergangenheit fragwürdig gemacht. Lange Zeit haben Zentralbanken versucht, die Geldmenge möglichst genau zu steuern, aber sie haben auch dieses Ziel immer wieder verfehlt, obwohl die Geldmenge für eine Zentralbank noch viel direkter zu steuern ist als das Preisniveau.

Die Quintessenz ist, dass sich die EZB bei der Inflationssteuerung mehr Flexibilität erlauben sollte, wie es auch die amerikanische Notenbank tut. Wie könnte mehr Flexibilität geschaffen werden? Eine Möglichkeit wäre es, zu der Definition von Preisstabilität zurückzukehren, die die EZB bis 2003 festgelegt hatte. Preisstabilität ist eine Inflationsrate zwischen 0 und 2%. Der Vorteil einer solchen Definition ist evident, wenn etwa die Ölpreise einbrechen, ist eine Inflation von Null keineswegs eine besorgniserregende Deflation, sondern Reflex eines positiven Kaufkraftgewinns, der die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anregt. Mehr Flexibilität könnte auch dadurch gewonnen werden, dass mehrere Preisindikatoren als wichtig kommuniziert werden. Alleine auf die Preisveränderung im Vorjahresvergleich abzustellen, die die EZB in den Vordergrund stellt und die in der öffentlichen Debatte dementsprechend

dominiert, greift viel zu kurz. Was sagt es uns, wenn die Vorjahresveränderung des Konsumentenpreisindex im Mai 2016 bei -0,1 gelegen hat, wenn das Preisniveau gleichzeitig gegenüber dem April mit einer Jahresrate von 5% angestiegen ist.

Das Paradigma der Inflationssteuerung hat weltweit in den Zentralbanken Einzug gehalten. Es sollte aber nicht in starrer Weise vollzogen werden. Eine situationsabhängige und flexiblere Definition der Preisstabilität wäre zu begrüßen, ebenso sollten die Kollateraleffekte einer Inflationssteuerung auf die Altersvorsorge, die Finanzstabilität, die Ertragslage der Banken, die langfristige Dynamik der Wirtschaft und die Gefahr von Fehlallokationen von Kapital berücksichtigt werden. Wenn eine akute Deflation vorliegt, muss eine Zentralbank solche Kollateraleffekte bei ihrer Entscheidung unterordnen. Wenn aber die Deflationsrisiken nicht klar erkennbar sind und die Wirkungsmacht der Geldpolitik fraglich ist, müssen solche Kollateraleffekte sehr wohl berücksichtigt werden – das ist bei aller Stringenz der zugrundeliegenden Makromodelle wissenschaftlich geboten.