

Tober, Silke

Article

Inflation 2021: kein geldpolitischer Handlungsbedarf

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Tober, Silke (2021) : Inflation 2021: kein geldpolitischer Handlungsbedarf, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 101, Iss. 9, pp. 681-684, <https://doi.org/10.1007/s10273-021-2999-x>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/247828>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Silke Tober

Inflation 2021: kein geldpolitischer Handlungsbedarf

Die Hauptursachen für den sprunghaften Anstieg der Inflationsrate sind der Anstieg der Rohölpreise nach dem massiven Verfall 2020, die temporäre Mehrwertsteuersenkung in der zweiten Jahreshälfte 2020 und die krisenbedingten Lieferschwierigkeiten bei wichtigen Vorprodukten. Sowohl der Ölpreisanstieg als auch die Lieferprobleme sind ausgeprägter und länger anhaltend als noch im Frühjahr 2021 überwiegend erwartet wurde. Dennoch werden die hohen Preissteigerungsraten aus heutiger Sicht ein temporäres Phänomen bleiben, da nennenswerte Zweitrundeneffekte, die eine Preis-Lohn-Spirale in Gang setzen könnten, ausbleiben dürften. Aktuell ist die zugrundeliegende Inflationsdynamik im Euroraum noch so gering, dass das Inflationsziel von 2 % selbst 2023 noch nicht erreicht werden dürfte. Daher ist weiterhin eine deutlich expansive Wirtschaftspolitik erforderlich, wobei die Geldpolitik umso expansiver sein muss, je geringer der Stabilitätspolitische Beitrag der nationalen Fiskalpolitiken ist.

Ein gezieltes Überschießen des Inflationsziels als Ausgleich für die seit vielen Jahren deutliche Zielunterschreitung ist weder sinnvoll noch Bestandteil der geldpolitischen Strategie der EZB. Ein verfrühtes geldpolitisches Straffen würde aber die Überwindung der langjährigen Krise und damit auch den Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik gefährden.

Temporäre Faktoren dominieren Inflationsrate

Die in Deutschland mit 3,8 % bzw. 3,9 % hohe Zunahme des nationalen Verbraucherpreisindex (VPI) im Juli und August 2021 wird relativiert, wenn man sich vor Augen führt, wie groß der Einfluss von zwei bedeutenden temporären Faktoren – dem Mehrwertsteuereffekt und dem Preisschub bei Energie – ist. Die verringerten Mehrwertsteuersätze in der zweiten Jahreshälfte 2020 dürften rund einen Prozentpunkt der Inflationsrate ausmachen. Dieser Effekt entfällt ab Januar 2022. Bei den Energiepreisen kommen zusätzlich zum Mehrwertsteuereffekt drei weitere Entwicklungen zum Tragen: *erstens*, das niedrige Ausgangsniveau infolge des Rohölpreisverfalls in der ersten Jahreshälfte 2020, *zweitens* der diesjährige Anstieg der

Rohölpreise über das Vorkrisenniveau hinaus und *drittens* die Einführung des CO₂-Preises auf Kraftstoffe, Heizöl und Gas im Januar 2021. Beim Anstieg der Energiepreise um 11,6 % im Juli 2021 gegenüber Juli 2020 sind rund 7 Prozentpunkte auf die Rückkehr der Energiepreise auf ihr Vorkrisenniveau im Januar 2020 einschließlich des Mehrwertsteuereffekts zurückzuführen, rund 3 Prozentpunkte auf die Einführung des CO₂-Preises¹ und rund 1,5 Prozentpunkte auf den gegenüber Januar 2020 nochmals deutlich gestiegenen Rohölpreis. Insgesamt trugen die Energiepreise 1,2 Prozentpunkte zur Inflationsrate im Juli 2021 und 1,3 Prozentpunkte im August bei.

Überwiegend werden diese Effekte bereits im Januar 2022 aus der Inflationsberechnung herausfallen. Ob und inwieweit von den Energiepreisen im kommenden Jahr ein überproportionaler Effekt auf das Preisniveau ausgeht, hängt entscheidend von der Entwicklung des Rohölpreises und der Energiepreise insgesamt ab. Die für Januar 2022 geplante Anhebung des CO₂-Preises von 25 Euro auf 30 Euro dürfte dabei kaum ins Gewicht fallen, zumal die EEG-Umlage von 6,5 Cent/kWh auf 6 Cent/kWh gesenkt wird. Sollte der Ölpreis sich bei 70 US-\$ je Tonne (Brent, US-Dollar) einpendeln, wird der davon ausgehende steigernde Effekt auf die Inflationsrate allerdings bis Mai 2022 anhalten.

Ebenfalls temporär erhöhen pandemiebedingte Produktions- und Transportengpässe und die infolge der deutlich höheren Kraftstoffpreise gestiegenen Transportkosten die Preise. Hinzu kommen Kapazitätsengpässe bei Halbleitern im Zuge der durch die Corona-Krise beschleunigten Digitalisierung sowie witterungs- und klimabedingte Ernteausfälle.

1 Die Deutsche Bundesbank beziffert den kombinierten Inflationseffekt aus neuer CO₂-Bepreisung und stabilisierter EEG-Umlage für 2021 mit 0,3 Prozentpunkten (Deutsche Bundesbank, 2021, 32), was sich bei einem Anteil der Energiepreise am VPI von 10,4 % mit einem Beitrag in Höhe von 3 Prozentpunkten am Anstieg der Energiepreise deckt.

Dr. Silke Tober ist Leiterin des Referats Geldpolitik am Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in Düsseldorf.

© Der/die Autor:in 2021. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz veröffentlicht (creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de).

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft gefördert.

Entsprechend ist auch die Inflation im Euroraum insgesamt gestiegen, auf 2,2 % im Juli 2021 und 3 % im August, wobei die deutsche (harmonisierte) Inflationsrate mit einem Gewicht von 29 % in die des Euroraums eingeht.² Wegen der jährlich angepassten Gewichte der einzelnen Gütergruppen liegt der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) in der Regel etwas niedriger als der VPI und weist insbesondere bei starken Gewichtsänderungen einen etwas anderen Verlauf auf. Die deutsche Inflationsrate auf Basis des HVPI lag im August 2021 bei 3,4 %, nach 3,1 % im Juli, und dürfte wie auch die Eurorauminflation im weiteren Jahresverlauf noch steigen.

Insgesamt sind die hohen Inflationsraten 2021 überwiegend ein Reflex der sinkenden Preise im vergangenen Jahr, als der HVPI sowohl in Deutschland als auch im Euroraum im Jahresdurchschnitt nur um 0,3 % stieg. Da sich derzeit keine Zweitrundeneffekte bei den Löhnen abzeichnen, dürften die aktuell größtenteils krisenbedingten Preisausschläge temporär bleiben und die Inflation spätestens in der zweiten Jahreshälfte 2022 auf ein Niveau deutlich unter des Inflationsziels der EZB zurückfallen.

Geldpolitische Strategie impliziert abwartende Haltung

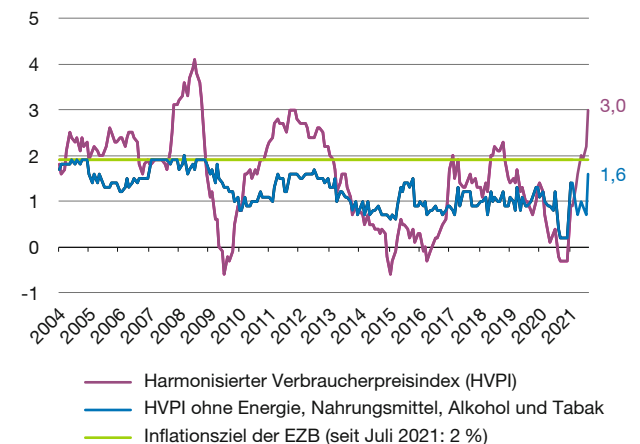
In den Jahren 2008 und 2011 erhöhte die EZB die Leitzinsen als Reaktion auf die damaligen Ölpreisschocks mitten in der Krise. In beiden Fällen wurden diese Zinserhöhungen kurze Zeit später zurückgenommen, aber die restriktive Grundhaltung der Geldpolitik bis Ende 2011 hat die langwährende Wirtschaftskrise im Euroraum verschärft. Die Kerninflationsrate ohne die volatilen Komponenten Energie, Alkohol, Nahrungsmittel und Tabak hat das (ehemalige) Inflationsziel von 1,9 % seit Anfang 2009 nicht mehr erreicht und lag seither im Durchschnitt bei 1,1 %, die Inflationsrate insgesamt mit 1,2 % nur wenig darüber. Der Durchschnitt seit Anfang 2014 liegt für beide Raten sogar nur bei 0,9 % (vgl. Abbildung 1).

Der Amtsantritt von Mario Draghi als EZB-Präsident im November 2011 – als die Inflation im Euroraum vor August 2021 letztmalig 3 % erreichte – läutete eine lange Phase der internen Strategieüberprüfung und -präzisierung ein, die mit der Bekanntgabe der aktualisierten geldpolitischen Strategie der EZB im Juli 2021 ihren Abschluss fand (EZB, 2021). Mit ihrer neuen Strategie und ihrem mittlerweile erweiterten Instrumentenkasten ist die EZB

² Anders als der VPI basiert der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) auf jährlich angepassten Gewichten der einzelnen Warengruppen. Ein weiterer nennenswerter Unterschied besteht darin, dass der HVPI selbstgenutztes Wohneigentum nicht berücksichtigt, während der VPI die Kosten des selbstgenutzten Wohneigentums mit Äquivalenzmieten approximiert.

Abbildung 1
Inflationsrate und Kerninflationsrate im Euroraum, Januar 2004 bis August 2021

Veränderung der Indizes gegenüber dem Vorjahresmonat in %



Quellen: Europäische Zentralbank; Eurostat.

heute besser als damals in der Lage, mit der komplexen wirtschaftlichen Lage umzugehen und die monetären und finanziellen Rahmenbedingungen dafür zu schaffen, dass die angeschlagene Wirtschaft des Euroraums einen nachhaltigen Wachstumspfad einschlägt.

Mit dem symmetrischen Inflationsziel von 2 % hat die EZB ihre Strategie an die Strategien zahlreicher anderer Zentralbanken wie der Federal Reserve, der Bank of England, der Bank of Canada und der Bank of Japan angeglichen. Zugleich hat sie ausgehend von der langjährigen Unterschreitung des Inflationsziels klargestellt, dass sie erst dann eine geldpolitische Straffung vornehmen wird, wenn absehbar ist, dass das Inflationsziel nachhaltig erreicht wird, und diesen Zeitpunkt präzisiert als das Erreichen des Inflationsziels in der Mitte ihres Prognosehorizonts von rund drei Jahren (Lagarde, 2021). Die EZB hat zudem die deutliche Verschiebung in der makroökonomischen Forschung und Politikberatung seit der internationalen Finanzkrise aufgegriffen (Blanchard und Summers, 2017; Blanchard, 2019), indem sie *erstens* eine stärkere stabilitätspolitische Unterstützung durch die Fiskalpolitik eingefordert und *zweitens* ihre eigene über die Preisstabilität hinausgehende und in den EU-Verträgen festgelegte makroökonomische Verantwortung explizit anerkannt hat.³

³ Im geldpolitischen Strategietext steht nun: „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“ (EZB, 2021).

Die neue Strategie der EZB ist gerade in der aktuellen Situation zielführend, da die EZB durch die mittelfristige Orientierung und die breitangelegte Analyse der Bestimmungsfaktoren der Inflation bestmöglich in der Lage ist, mit den gegenwärtigen Preisschocks umzugehen sowie mit der Unsicherheit darüber, wie stark die Wirtschaft wachsen kann, ohne einen Aufwärtsdruck auf die Inflation auszulösen (Dullien und Tober, 2021).

Preisschocks erfordern keine geldpolitische Reaktion

Die mittelfristige Perspektive der EZB ist besonders wegen der häufig auftretenden Preisschocks von Bedeutung, denn sie erlaubt es der EZB, diese zu ignorieren. Preisschocks, die keine Zweitrundeneffekte auslösen, sind grundverschieden von einem Inflationsprozess, der durch eine Preis-Lohn-Spirale gekennzeichnet ist (Riese, 1986). Preisschocks erfordern keine geldpolitische Reaktion, da letztere die betroffenen Preise kaum beeinflussen kann, stattdessen aber die allgemeine Inflationsdynamik dämpft, was niedrigere Inflationsraten zu Folge hat, wenn der Preisschock abklingt (Tober und Zimmermann, 2009).

Allerdings beinhalten Preisschocks die Gefahr von Zweitrundeneffekten. Diese Gefahr ist umso größer, je stärker die indirekten Effekte des Preisschocks sind. Gerade bei Rohölpreisschocks sind die indirekten Effekte ausgeprägt, weil sich diese Schocks auf die Transportkosten im In- und Ausland auswirken und damit die Preise nahezu aller Waren und vieler Dienstleistungen beeinflussen. Die indirekten Effekte schlagen sich zudem vorübergehend in der Kernrate nieder und beeinträchtigen damit deren Aussagekraft über die zugrundeliegende Dynamik der Inflation.

Die EZB muss daher bei der Inflationsanalyse und -prognose stets besonders Knappheiten am Arbeitsmarkt sowie Lohnabschlüsse untersuchen und dabei abschätzen, inwieweit wichtige Determinanten wie die Erwerbsbeteiligungsquote und Teilzeitarbeit zyklisch bedingt sind (Yellen, 2014). Beobachtete Knappheiten am Arbeitsmarkt können vorübergehend sein, wenn sich beispielsweise eine wirtschaftliche Erholung positiv auf das effektive Arbeitsangebot auswirkt. Im Euroraum ist nicht nur die Erwerbslosenquote mit 7,6 % (Juli 2021) hoch, sondern mit 17,3 % auch die weitergefasste Unterbeschäftigungsquote (1. Quartal 2021).⁴ Selbst in Deutschland, wo die Er-

4 Die Unterbeschäftigungsquote berücksichtigt zusätzlich zu den Erwerbslosen auch jene Personen, die unfreiwillig Teilzeit arbeiten, die Suche nach einem Arbeitsplatz aufgegeben haben oder Arbeit suchen, aber kurzfristig nicht zur Verfügung stehen. Sie wird von Eurostat in % der erweiterten Erwerbspersonen ausgewiesen.

werbslosen- und Unterbeschäftigungsquoten zwischen 2008 und Ende 2019 um mehr als die Hälfte sanken (Tober und Theobald, 2021) und aktuell mit 3,6 % bzw. 8,9 % deutlich niedriger liegen als im Euroraum insgesamt, ist eine Preis-Lohn-Spirale derzeit nicht absehbar.

Angesichts der auf die aktuelle Inflationsrate wirkenden Preisschocks ist es jedoch gerade in den Ländern, in denen die Gewerkschaften zentralisiert genug sind, um die makroökonomischen Rückwirkungen ihres Handelns mit zu berücksichtigen, entscheidend, dass nicht die aktuelle Inflationsrate als Inflationskomponente der Lohnforderungen verwendet wird, sondern das Inflationsziel der EZB (2 %).

Fazit

Angesichts der Kombination aus Preisschocks und wirtschaftlicher Erholung im Euroraum ist es vertretbar zu argumentieren, dass bei den „Risiken für den Preisausblick“ derzeit die Aufwärtsrisiken überwiegen (Weidmann, 2021). Jedoch lässt sich daraus kein geldpolitischer Handlungsbedarf ableiten. Vor der Corona-Krise lag die Kerninflationsrate bei knapp über 1 % und die Inflationsprognose der EZB vom September 2021 beinhaltet mit 1,5 % auch für das Jahr 2023 noch eine deutliche Unterschreitung des Inflationsziels. Aufwärtsrisiken implizieren in der aktuellen Situation daher keine Risiken für Preisstabilität, sondern erhöhen die Wahrscheinlichkeit, dass sich das in ferner Zukunft liegende Erreichen des Inflationsziels etwas nach vorne verschiebt. Zudem verursachen die aktuellen Schocks – ob Rohstoffpreisschock, Ausbreitung der Delta-Variante oder Lieferengpässe bei Vorprodukten – zugleich negative Angebotsschocks in der Realwirtschaft, sodass diese optimistische Einschätzung keineswegs zwangsläufig ist.

Für den Euroraum ist die weltweite Pandemie eine Krise in der Krise. Die wirtschaftliche Erholung von der internationalen Wirtschafts- und Finanzkrise 2008/2009 und der daran anschließenden Krise im Euroraum war noch nicht abgeschlossen, als das Euroraum-BIP unter dem Eindruck der globalen Pandemie 2020 um 6,4 % schrumpfte.

Es besteht mittlerweile ein breiter Konsens darüber, dass der schnelle Umschwung hin zu einer restriktiv wirkenden Fiskalpolitik nach der internationalen Finanzkrise 2008/2009 dazu beigetragen hat, dass sich der Euroraum auch 2019 noch nicht vollständig von der darauf folgenden Krise erholt hatte (IWF, 2020). Es ist daher kein Zeichen von fiskalischer Dominanz, wenn Fiskalpolitik und Geldpolitik gemeinsam expansiv wirken, sondern eine überfällige gleichgerichtete Makropolitik zur Überwindung der Krise.

Die EZB muss rechtzeitig reagieren, damit die zugrundeliegende Inflation nicht nachhaltig über das Inflationsziel hinausschießt, sie muss aber lang genug stark expansiv bleiben, um den Abbau der hohen Unterbeschäftigung zu ermöglichen. Günstig wäre ein mehrjähriges überdurchschnittliches, investitionsbasiertes und klimaförderndes Wachstum, das es dem Euroraum erlaubt, aus der erhöhten Staatsverschuldung herauszuwachsen sowie die hohe Unterbeschäftigung abzubauen, und der EZB einen behutsamen Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik ermöglicht.

Preisstabilität wurde in den EU-Verträgen als oberstes Ziel der Geldpolitik festgelegt, weil Inflation keine Probleme löst, sondern verschärft. Die hohen Inflationsraten im Jahr 2021 basieren aber auf temporären Faktoren und sind das Pendant zur schwachen und teilweise negativen Entwicklung im vergangenen Jahr. Eine geldpolitische Reaktion würde die wirtschaftliche Erholung im Euroraum gefährden und die seit Jahren deutlich zu niedrige Inflationsdynamik weiter dämpfen.

Literatur

- Blanchard, O. (2019), Public Debt and Low Interest Rates, *American Economic Review*, 109(4), 1197-1229.
- Blanchard, O. und L. Summers (2017), Rethinking Stabilization Policy – Evolution or Revolution?, *NBER Working Paper*, 24179.
- Deutsche Bundesbank (2021), Perspektiven der deutschen Wirtschaft für die Jahre 2021 bis 2023, Monatsbericht, Juni.
- Dullien, S. und S. Tober (2021), ECB Strategy: Best Practice and New Frontiers, *IMK Policy Brief*, 105, April.
- EZB (2021), The ECB's monetary policy strategy statement, 8. Juli.
- Internationaler Währungsfonds (IWF) (2020), World Economic Outlook: A Long and Difficult Ascent, Oktober.
- Lagarde, C. (2021), Monetary policy statement (with Q&A), EZB-Presskonferenz am 22. Juli.
- Riese, H. (1986), *Theorie der Inflation*, Mohr (Siebeck).
- Tober, S. und T. Theobald (2021), Keine Rückkehr des Schreckgespenstes Inflation. Geldpolitische Herausforderungen 2021, *IMK Report*, 166, März.
- Tober, S. und T. Zimmermann (2009), Monetary Policy and Commodity Price Shocks, *Intereconomics*, 44(4), 231-237, <https://www.intereconomics.eu/contents/year/2009/number/4/article/monetary-policy-and-commodity-price-shocks.html> (8. September 2021).
- Weidmann, J. (2021), Grußwort beim Bundesbank-Symposium „Bankenaufsicht im Dialog“, Deutsche Bundesbank, 1. September.
- 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.