

Hans Georg Fabritius
Mitglied des Vorstands
der Deutschen Bundesbank

Wiedergeburt der Inflation?

Einführender Vortrag beim RWI-Wirtschaftsgespräch zum Thema
"Wiedergeburt der Inflation?"
in Essen
am Dienstag, 11. November 2008

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 11

Inhalt

1	Begrüßung	2
2	Zentralbanken und Preisstabilität.....	3
3	The great moderation oder gar das Ende der Inflation?.....	5
4	Steigende Energie- und Rohstoffpreise	6
5	Kernraten statt Headline-Inflation?.....	7
6	Geldpolitik und Vermögenspreise	9
7	Zusammenfassung und Ausblick	11

1 Begrüßung

Sehr geehrter Herr Pöhl, sehr geehrter Herr Kötters,
sehr geehrte Damen und Herren,

Die weltweite Finanzkrise, die kräftige konjunkturelle Abkühlung und der merkliche Rückgang der Rohstoffpreise haben das Thema Inflation merklich in den Hintergrund gerückt. Tatsächlich ist die Teuerungsrate, also der Verbraucherpreisanstieg (HVPI), der im Sommer dieses Jahres mit 4 % einen langjährigen Höchststand erreicht hatte, wieder etwas zurückgegangen. Mit 3,2 % im Oktober sind wir aber noch oberhalb von Preisstabilität in der Definition der EZB, nämlich mittelfristig unter, aber nahe 2 %.

Der Ausblick für die Preisstabilität hat sich jedoch weiter verbessert. Die Inflationsraten werden aller Voraussicht nach weiter sinken und im Laufe des nächsten Jahres in den genannten Bereich von unter 2 % kommen. Die Ausweitung der Finanzkrise wird die Nachfrage im Euro-Raum und weltweit dämpfen. Zudem wird der starke Rohstoffpreistrückgang dafür sorgen, dass Lohn- und Kostendruck im Euro-Raum nachlassen.

Unter zusätzlicher Berücksichtigung solide verankerter langfristiger Inflationserwartungen hat der EZB-Rat deshalb im Einklang mit seinem Mandat innerhalb eines Monats das Leitnivea zweimal um jeweils 50 Basispunkte gesenkt, um Wachstum und Beschäftigung zu unterstützen und zur Finanzstabilität beizutragen.

Heißt dies nun, dass das Thema dieser Veranstaltung obsolet ist? War der starke Anstieg der Verbraucherpreisinflation bis zum Sommer dieses Jahres in Wirklichkeit nur eine Episode? Hat sich die Frage nach einer „Wiedergeburt der Inflation“ von selbst beantwortet, haben wir – um das Bild aufzugreifen – womöglich nur ein letztes Zucken im Sarg erlebt? Die Antwort auf all diese Fragen lautet nein.

Die Frage nach der Wiedergeburt der Inflation impliziert ja, dass die Inflation bereits als tot angenommen wird. Tatsächlich ist Inflation ein Thema, das recht schnell von Bildfläche verschwindet, wenn die Teuerungsraten innerhalb oder in der Nähe des Stabilitätsbereiches liegen.

Als Zentralbanker sollte man die Risiken für die Preisstabilität jedoch zu keiner Zeit aus den Augen verlieren. Lassen mich deswegen im Folgenden einige Aspekte beleuchten, die den Umgang der Zentralbanken mit der Inflation betreffen.

2 Zentralbanken und Preisstabilität

Preisstabilität ist der beste Beitrag, den Zentralbanken zur gedeihlichen Entwicklung einer Volkswirtschaft leisten können. Diese, inzwischen von nahezu allen geteilte Auffassung ist der Grund dafür, dass der EG-Vertrag dem Eurosystem die Gewährleistung von Preisstabilität als vorrangiges Ziel zuordnet. Zwar soll das Eurosystem auch die anderen Ziele der Union unterstützen, jedoch nur soweit dies ohne Beeinträchtigung des vorrangigen Zieles möglich ist.

Die überragende Bedeutung von Preisstabilität ergibt sich aus den folgenden Erwägungen: Ohne Preisstabilität kann sich der marktwirtschaftliche Mechanismus nicht voll entfalten. Denn bei hohen allgemeinen Preissteigerungen wird die wichtige Signalfunktion relativer Preisänderungen überdeckt. Zudem führt Geldentwertung zu willkürlichen Umverteilungen von Einkommen und Wohlstand, die durch ein am Nominalprinzip orientiertes Steuersystem noch verstärkt werden.

Hohe Inflationsraten bringen auch eine hohe Volatilität in den Teuerungsraten mit sich, so dass Investoren und Verbraucher einem erheblichen Unsicherheitsgrad über die Inflationsentwicklung unterliegen. Entsprechende Risikoprämien sind Ausdruck dieser Unsicherheit. Sie verteuern die Finanzierung privater und staatlicher Investitionen.

Für eine Zentralbank, die die Gewährleistung von Preisstabilität zum Ziel hat, reicht es indessen nicht, die laufende Inflationsrate im Blick zu haben. Eine Geldpolitik, die sich ausschließlich an der aktuellen Geldentwertung orientieren würde, entspräche einem Autofahrer, der nur mit Blick in den Rückspiegel fährt.

Da die Transmission von Leitzinsänderungen üblicherweise ca. 4-8 Quartale in Anspruch nimmt, ist dies in etwa der zeitliche Horizont, vor dem Zinsentscheidungen zu treffen sind. Das heißt zum einen, dass aktuelle Verfehlungen des Stabilitätszieles nicht per se zu Vorwürfen an die Adresse der Geldpolitik berechtigen. Das heißt zum anderen, dass sich die Zentralbank – so wie es der EZB-Rat getan hat – ein mittelfristiges Stabilitätsziel setzen sollte, da die Geldpolitik ansonsten erratisch wird.

Eine wichtige Voraussetzung für das Erreichen von Preisstabilität ist, dass die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte hinsichtlich der Inflationsentwicklung mit Preisstabilität vereinbar und darin solide verankert sind. Eine Entankerung der mittelfristigen Inflationserwartungen stellt für eine vorausschauende Zentralbank eine größere Gefahr dar als ein vorübergehender Anstieg der aktuellen Teuerungsraten. Aufgabe der Geldpolitik – nach heutigem Verständnis – ist letztlich die Steuerung von Inflationserwartungen, und zwar mit Hilfe ihrer Glaubwürdigkeit und mit zinspolitischen Maßnahmen.

Andererseits beinhaltet auch ein Überschießen tatsächlicher Inflationsraten über die Stabilitätsnorm das Risiko, sich nachhaltig in den mittel- und langfristigen Erwartungen niederzuschlagen. Ein Signal der Zentralbank, Preisgefahren entschlossen entgegenzutreten, kann hier notwendig und hilfreich sein.

Insofern war die Leitzinsanhebung um 25 Basispunkte der EZB Anfang Juli wichtig und richtig; auch wenn die seither erfolgte Zinssenkung bei einigen Beobachtern den Eindruck

erweckte, das Eurosystem korrigiere hier eine Fehlentscheidung. Zinsentscheidungen – dies nur am Rande bemerkt – stützen sich immer auf Prognosen über die wahrscheinlichste zukünftige Entwicklung, die zu diesem Zeitpunkt vorliegen. Wenn sich die ökonomischen Rahmenbedingungen oder das Risikoprofil verändern, werden sich auch die Entscheidungen der Zentralbank ändern.

3 The great moderation oder gar das Ende der Inflation?

Es ist meines Erachtens vor allem die Stabilitätsorientierung der Zentralbanken und der makroökonomischen Politik insgesamt, die im Wesentlichen die so genannte „great moderation“ erklären. Also jenes Phänomen, das den Rückgang von Inflation und gedämpfte Konjunkturzyklen umschreibt, das wir seit den frühen 80er Jahren in den Industrieländern und seit den 90er Jahren auch in den Schwellenländern beobachten konnten.

Von den weltweiten Inflationsexzessen in den 70er Jahren blieb Deutschland ja weitgehend verschont, was einer im internationalen Vergleich stabilitätsorientierten Politik zu verdanken war. Damals stieg in den USA die Teuerungsrate in der Spitze bis auf 14 % im Vergleich zu 7 % in Deutschland.

Jedenfalls förderten die damaligen Erfahrungen die makroökonomische Erkenntnis, dass nur eine auf Glaubwürdigkeit aufbauende Geldpolitik Preisstabilität gewährleisten kann. Glaubwürdigkeit kann aber vor allem durch Unabhängigkeit erreicht werden. So wurden in den 80er und 90er Jahren viele Zentralbanken in die Unabhängigkeit entlassen, was zu entpolitisiertem Geld beitrug und den Rückgang der Inflation begünstigte.

Freilich werden noch weitere Gründe dafür angeführt und sicherlich wäre es falsch, die große Mäßigung monokausal zu erklären. Eine häufig angeführte Erklärung für einen permanenten Rückgang der Teuerungsraten oder für das Ende der Inflation, hat sich indes in jüngster Zeit als voreilig erwiesen: die Globalisierung.

Richtig ist zwar, dass der Auftritt neuer Wettbewerber aus Ländern mit großem Arbeitskräfteangebot einen globalen Wettbewerbsdruck ausgelöst hat, der zu sinkenden Preisen bei Gütern der Unterhaltungselektronik, der Textil- oder der Spielzeugindustrie beitrug. Falsch war es aber, darin eine Art Perpetuum mobile zu sehen, das zu einer dauerhaften Dämpfung der Inflation führt.

Ganz im Gegenteil: Der ökonomische Aufholprozess der großen Schwellenländer und ihre zunehmende Integration in die Weltwirtschaft gehen mit einem wachsenden Energie- und Rohstoffhunger einher. Es wäre deshalb voreilig, bei einer Bewertung der Inflationseffekte der Globalisierung nur den dämpfenden Einfluss über billige Importe zu betrachten. Die über die letzten Jahre gestiegenen Rohstoffpreise sind ebenso im Blick zu behalten.

4 Steigende Energie- und Rohstoffpreise

Es sind eine ganze Reihe von Gründen genannt worden, die zur Erklärung der drastischen Rohstoffpreisverteuerungen beitragen: Bei den Nahrungsmittelrohstoffen wurde zum Beispiel auf die gestiegene Nachfrage in den Schwellenländern nach höherwertigen Lebensmitteln wie Fleisch hingewiesen, wodurch pflanzliche Rohstoffe verstärkt als Tierfutter eingesetzt werden müssen. Auch die Verwendung von Nahrungsmittelrohstoffen zur Umwandlung in Biokraftstoffe hat als Konkurrenz zur Lebensmittelproduktion zum Preisanstieg beigetragen. Hinzu kamen angebotsseitige Verknappungseffekte wie Missernten und niedrigere Lagerbestände.

Außerdem wird der Spekulation auf weiter steigende Rohstoffpreise – dies betrifft auch die Energierohstoffe – eine maßgebliche Rolle unterstellt. Die zu verzeichnenden Preisanstiege waren nämlich so massiv, dass sie allein durch fundamentale Faktoren nur schwer zu erklären waren.

Eine einheitliche Auffassung darüber, welche Bedeutung Spekulation dabei hatte, besteht gleichwohl nicht. Der IWF kommt in seinem aktuellen World Economic Outlook sogar zu dem Schluss, dass sich ein nennenswerter Beitrag des Warenterminhandels auf die

Rohstoffpreishausse nicht nachweisen lasse. Auch Forschungsarbeiten der Bundesbank stützen diese Sicht. Man kann wohl sagen: Spekulanten haben den Trend zu steigenden Rohstoffpreisen nicht gemacht, aber sie haben vermutlich bestehende Preistrends verstärkt.

Die erheblichen Rückgänge bei den Rohstoffpreisen, die seit Frühjahr bzw. Sommer zu verzeichnen sind, hängen insbesondere bei den Energierohstoffen eng mit der Eintrübung des weltwirtschaftlichen Klimas zusammen. Trotz der Vielfältigkeit der Faktoren, die das Auf und Ab der Rohstoffpreise beeinflussen, muss man davon ausgehen, dass die verstärkte Nachfrage aus den Schwellenländern mittelfristig einen dauerhaften Preisdruck auf die Rohstoffe ausüben wird.

Die Globalisierung, um darauf zurückzukommen, hat somit nicht nur preisdämpfende, sondern auch preistreibende Wirkungen. Oder anders formuliert: Die Globalisierung bringt uns zwar billiges Spielzeug ins Kinderzimmer und preiswerte Elektronik ins Wohnzimmer, aber eben auch teureres Heizöl in den Keller, teureres Benzin in den Tank und teurere Nahrungsmittel in den Kühlschrank.

Ob nun der Rückenwind oder der Gegenwind stärker ist, lässt sich schwer einschätzen. Das liegt auch daran, dass die Güterkomponenten, die mit Gegenwind verbunden sind, deutlich volatiler in der Preisentwicklung sind. Der Gegenwind ist also manchmal böig bis stürmisch, ein andermal dagegen nur ein „laues Lüftchen“.

5 Kernraten statt Headline-Inflation?

Wie ist von der Geldpolitik auf diese Entwicklung zu reagieren? Dass sich Weltmarktpreise mittels nationaler bzw. europäischer Geldpolitik nicht beeinflussen lassen, ist auch in den Zentralbanken bekannt, obgleich einige Kommentatoren der Zinsanhebung im Sommer offenbar meinten, das Gegenteil unterstellen zu müssen.

Die Geldpolitik kann aber wirksame Impulse setzen, damit sich externe Preisschocks nicht in breiter Front auf das allgemeine Preisniveau niederschlagen. Die in diesem Zusammen-

hang häufig zu vernehmende Forderung nach einer stärkeren Orientierung der Geldpolitik an Kerninflationsraten anstelle so genannter Headline-Raten überzeugt uns daher nicht.

Zur Erinnerung: Die Headline Rate als Anstieg des gesamten Verbraucherpreisindex (HVPI Euro-Raum) erreichte in diesem Jahr in der Spitze 4 %, die Kernrate, Verbraucherpreise ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie, lag in der Spitze bei 2,6 %.

Solche Kernraten besitzen durchaus einen gewissen Informationswert. Als Anker der Geldpolitik sind sie jedoch nicht geeignet. Abgesehen davon, dass es gar nicht die Kernrate gibt, sondern verschiedenste Abgrenzungen verwendet werden. Kernraten besitzen oftmals – und dies gilt auch für den Euro-Raum – keine überlegene Vorhersagekraft für zukünftige Headline-Raten. Kernraten haben sogar oft eher nachlaufenden Charakter.

Durch die mittelfristige Stabilitätsorientierung des Eurosystems sind die Auswirkungen, die sich aus der Wahl des Orientierungsmaßstabs ergeben, aber ohnehin begrenzt.

Der Wechsel des Maßstabs, an dem der Stabilitätserfolg des Eurosystems gemessen werden sollte, wäre aber, insbesondere in Zeiten einer erkennbaren Zielverfehlung, mit dem Risiko eines Glaubwürdigkeits- und Vertrauensverlustes verbunden. In der Bevölkerung besteht teilweise ohnehin eine gewisse Skepsis gegenüber den offiziellen Inflationsraten.

Verbraucherumfragen zum Beispiel von der Europäischen Kommission zeigen, dass die privaten Haushalte die Inflation zum Teil deutlich höher empfinden, als sie die offizielle Rate ausweist. Das widerlegt zwar nicht die Richtigkeit der amtlichen Statistik, vielmehr gibt es eine Reihe von Gründen, die solche kollektiven Abweichungen in der Wahrnehmung erklären können.

Ökonomisch irrelevant sind nach oben verzerrte Inflationswahrnehmungen jedoch nicht, schließlich können sie zu einem gewissen Konsum-Attentismus beitragen, mithin die aggregierte Nachfrage beeinflussen. Sie könnten sogar Zweitrundeneffekte verstärken, wenn sie Basis für höhere Lohnforderungen wären, was in Deutschland aber bislang nicht der Fall ist.

Das heißt indes noch lange nicht, dass sich die Geldpolitik an so genannten Indizes wahrgenommener Inflation, wie sie vor einiger Zeit einen publizistischen Widerhall gefunden hatten, orientieren sollte. Solche Indizes sind zum einen analytisch fragwürdig. Sie überzeichnen die Bedeutung von teurer gewordenen Gütern und Diensten und unterzeichnen die Bedeutung von billiger gewordenen. Im Ergebnis kommt dabei ein verzerrtes Abbild des tatsächlichen Kaufkraftverlusts durch die Geldentwertung heraus.

Zum anderen kann die Geldpolitik nicht in das Relativpreisgefüge eingreifen. Wenn, um das vorige Beispiel noch einmal aufzugreifen, die Globalisierung dazu beiträgt, dass Fernsehgeräte billiger, Benzin aber teurer wird, wegen der größeren Kaufhäufigkeit jedoch vor allem der Benzinpreisanstieg wahrgenommen wird, besteht für die Geldpolitik zunächst einmal kein Handlungsbedarf.

Die Geldpolitik muss sich an der allgemeinen Teuerungsrate orientieren, die sich anhand eines repräsentativen Warenkorb berechnen lässt, der den durchschnittlichen Verbrauchsgewohnheiten entspricht. Bei Indizes „gefühlter“ Inflation ist dies ebenso wenig der Fall wie bei Kernraten.

6 Geldpolitik und Vermögenspreise

Maßstab für die Geldpolitik sind also die Verbraucherpreise. Was ist aber mit Vermögenspreisen? Muss eine Zentralbank auch Inflation bei Vermögenspreisen bekämpfen? Diese Fragen, auf die ich zum Ende meines Vortrages noch kurz eingehen möchte, werden schon seit einigen Jahren leidenschaftlich diskutiert.

Die aktuelle Finanzkrise hat diese Debatte nochmals befeuert. Schließlich gilt das Platzen der Preisblase am US-Immobilienmarkt zwar nicht unbedingt als Ursache, aber doch als wesentlicher Auslöser der weltweiten Turbulenzen. Auch in einigen europäischen Ländern, insbesondere Spanien und Großbritannien, boomte der Häusermarkt über mehrere Jahre hinweg, jetzt bricht er massiv ein.

Solche Boom-and-bust-Zyklen sind an den Vermögensmärkten immer wieder zu beobachten. Die Geldpolitik ist dabei ein wichtiger Faktor, schließlich beeinflusst sie maßgeblich die Risikowahrnehmung der Finanzmarktteilnehmer.

Die Geldpolitik war in den Jahren nach dem Platzen der New Economy-Blase in den meisten ökonomisch bedeutenden Ländern, insbesondere in den Vereinigten Staaten, expansiv. Aber auch im Euro-Raum war die Geldpolitik phasenweise zu expansiv.

Der Blick auf die Rolle der Zentralbank sollte mithin nicht auf die Frage verengt werden, wie sie mit Vermögenspreisblasen und den negativen Auswirkungen nach deren Platzen umgehen sollte. Vielmehr sollte bedacht werden, dass Vermögenspreise Zyklen durchlaufen. Es wäre daher eine Geldpolitik anzustreben, die nicht nur bei steil fallenden, sondern auch bei stark steigenden Vermögenspreisen und gleichzeitig hohem Geldmengen- und Kreditwachstum geldpolitischen Handlungsbedarf sieht.

Das heißt übrigens nicht, dass ich der Meinung wäre, das Primärziel (Verbraucher-)Preisstabilität sollte in irgendeiner Weise abgewertet werden oder gar durch ein Ziel Finanzstabilität ersetzt werden. Vielmehr wäre es so, dass eine derartig ausgerichtete Geldpolitik ebenfalls der Preisstabilität zugute käme, indem sie den Einfluss ungünstiger Finanzmarktentwicklungen auf die langfristige Wirtschafts- und Preisentwicklung berücksichtigt.

Für den Blick über den mittelfristigen Zeithorizont von gut zwei Jahren hinaus reichen die üblichen Prognosemethoden indes nicht aus. Mit der so genannten monetären Säule der geldpolitischen Strategie des Eurosystems gibt es allerdings ein Instrumentarium, das gerade für Zeiträume, die darüber hinaus gehen, aufschlussreiche Informationen liefern kann. Die von manchen Kritikern schon für obsolet erklärte monetäre Analyse, die ja in besonderem Maße auch die Kreditentwicklungen ins Auge fasst, könnte sich insofern gerade im aktuellen Umfeld als hilfreiches Analysetool erweisen.

7 Zusammenfassung und Ausblick

Lassen Sie mich zusammenfassen: Die Inflation und ihre schädlichen Folgen geraten schnell aus dem Blickfeld der Öffentlichkeit, jedoch nicht dem der Zentralbanken. Deren Unabhängigkeit und Stabilitätsorientierung war eine entscheidende Grundlage, um über lange Jahre ein Umfeld mit niedrigen Inflations- und ordentlichen Wachstumsraten zu schaffen.

Der Inflationsschock der vergangenen Monate steht in engem Zusammenhang mit den wirtschaftlichen Aufholprozessen in den großen Schwellenländern. Auch wenn angesichts der konjunkturellen Eintrübung erst einmal mit einem Rückgang der Teuerungsraten zu rechnen ist, der vom Industrialisierungsprozess in diesen Ländern ausgehende Inflationsdruck ist ein strukturelles Phänomen. Umso wichtiger ist es, dass die Zentralbanken ihren stabilitätspolitischen Kurs halten und eine stabile Verankerung der Inflationserwartungen sichern. Andernfalls könnte es tatsächlich zu einer Renaissance höherer Inflation kommen.

Die Gefahren, die von Vermögenspreiszyklen ausgehen, werden zunehmend in den Fokus der Zentralbanken rücken. Finanzstabilität ist auch eine wesentliche Grundlage für Preisstabilität in der langen Frist.

Wenn es den Zentralbanken aber gelingt, trotz allen Gegenwinds und Seitenwinds, der von der Globalisierung und Instabilitäten des Finanzsystems ausgeht, den stabilitätspolitischen Kurs zu halten, sollte es meiner Ansicht nach zu früh gewesen sein, das Ende eines Zeitalters niedriger Inflation ausgerufen zu haben. Ebenso zu früh war es freilich zuvor, bereits das Ende der Inflation zu beschwören.

Ich danke Ihnen für die Aufmerksamkeit und bin auf die anschließende Diskussion gespannt.

* * *