

Dr. Daniel Hartmann
Fundamentale Analyse

Keine Angst vor Inflation Teil II: Wiederholt sich die »Grosse Inflation« der 1970er Jahre?

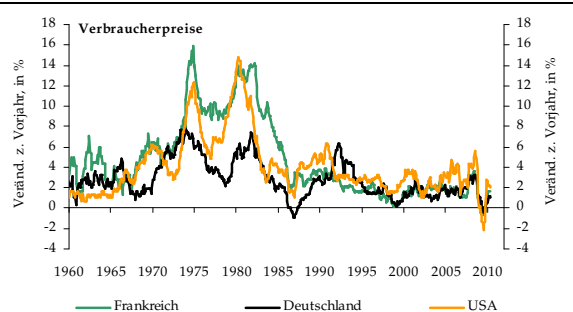
3. August 2010

www.bantleon.com

Der Inflationsprozess der 1970er Jahre

Angesichts wachsender Schuldenberge, Rettungspaketen in Billionenhöhe und Staatsanleihenkäufen durch die EZB fragen sich viele Deutsche: Ist der Euro bald nichts mehr wert? Im ersten Teil unserer Analyse sind wir zu dem Schluss gelangt, dass wir von einem Szenario wie in den 1920er Jahren in Deutschland noch weit entfernt liegen. Damals hatten Notenbankkredite an den Staat den Boden für eine Hyperinflation gelegt (vgl. *Keine Angst vor Inflation, Teil I: Die Rückkehr der Notenpresse*).

Abb. 1: Weltweiter Inflationsschub in den 70igern



Quelle: Destatis, INSEE, BLS, BANTLEON

Ausser durch die Notenpresse können Inflationsprozesse aber auch noch auf andere Weise angeschoben werden. Immer häufiger wird dabei auf die 1970er und 1980er Jahre verwiesen. Damals erlebte die Welt zwar keine Hyperinflation, jedoch hat sich die Teuerung in sämtlichen Industrieländern über einen langen Zeitraum auf hohem Niveau bewegt – in der Spitze erreichten die Jahresraten dabei hohe einstellige (Deutschland im Dezember 1973: 7,9 %), in den meisten Fällen aber sogar zweistellige Werte (USA im März 1980: 14,8 %, Frankreich im Dezember 1974: 15,2 %, vgl. Abb. 1). Ursache dieser Entwicklung war eine Vielzahl von Faktoren:

- In der Periode zwischen 1973 und 1981 kam es zu zahlreichen angebotsseitigen Preisschocks (vor allem vonseiten der Öl- und Nahrungsmittelpreise), welche die Teuerungsrate mehrfach nach oben katapultierten.
- Steigende Inflationserwartungen und hohe Lohnforderungen der Gewerkschaften führten dazu,

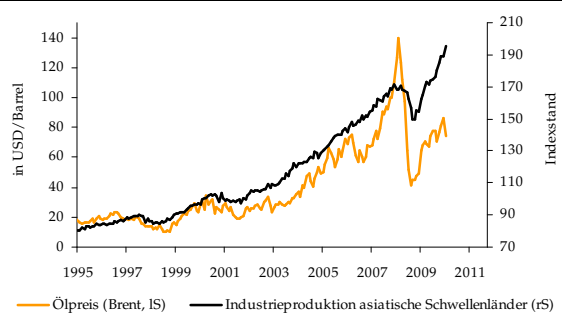
dass sich die einzelnen Preisschübe zu einem anhaltenden Inflationsprozess auswuchsen.

- Die Wirtschaftspolitik verfolgte ehrgeizige Beschäftigungsziele. In den USA empfand man z.B. eine Arbeitslosenrate von 4,0 % als »zu hoch«. Die Geldpolitik (insbesondere die US-amerikanische) blieb daher in den ganzen 70er Jahren hindurch expansiv ausgerichtet.
- Nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems (und damit zugleich dem Ende der Bindung des USD an Gold) fehlte ein sogenannter nominaler Anker, an dem sich die Inflationserwartungen und die Geldpolitik orientieren konnten. Konkrete Inflationsziele für die Notenbanken (z.B. 2,0 %) gab es damals nicht.

Nachfrageseitige Preisschocks sind weniger brisant

Der Vergleich mit den 70er Jahren besitzt insofern Aktualität, als die unheilvolle Kombination aus sprunghaft steigenden Energie- bzw. Nahrungsmittelpreisen sowie expansiver Geldpolitik in den kommenden Jahren zurückkehren könnte. Welches Potential externe Preisschübe auch heute noch besitzen, wurde vor der Finanzmarktkrise deutlich: Angetrieben vom Rohstoffhunger der Schwellenländer hat sich der Ölpreis zwischen Ende 2001 und Mitte 2008 verachtfacht (von 17,5 USD auf 145 USD, vgl. Abb. 2), während die Nahrungsmittelpreise um 250 % anzogen (gemessen am CRB Food Index). Vieles spricht dafür, dass im nächsten Jahrzehnt der Boom in den Schwellenländer anhält und mit ihm der Aufwärtstrend in den Rohstoffpreisen.

Abb. 2: Der Rohstoffhunger der Schwellenländer sorgt für Inflationsgefahr



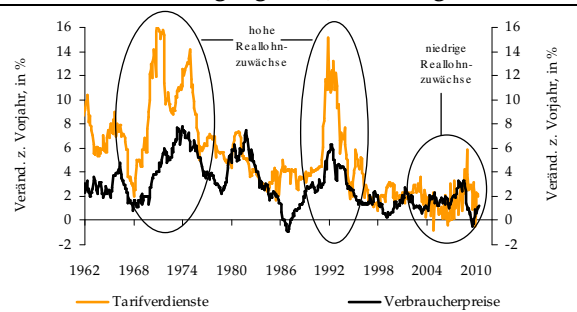
Quelle: Bloomberg, CPB, BANTLEON

Der damit einhergehende Teuerungsdruck besitzt jedoch einen ganz anderen Charakter als in den 70er Jahren. Vor 40 Jahren war es eine bewusste Angebotsverknappung der OPEC, die den Ölpreis in kürzester Zeit nach oben trieb und zugleich die Weltwirtschaft auf Talfahrt schickte. Der Catching-up Prozess in den Schwellenländern transportiert hingegen nicht nur anziehende Rohstoffpreise, sondern auch eine steigende Exportnachfrage in die westlichen Industrieländer. Mit anderen Worten, es handelt sich um einen nachfragegetriebenen Preisanstieg, auf den die Notenbank restriktiv antworten kann, ohne dabei sofort einen Konjunkturerinbruch zu riskieren.

Kein Lohndruck in der Eurozone in Sicht

Noch unwahrscheinlicher ist, dass die steigenden Ölpreise wie in den 70er Jahren eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen. Bereits im vergangenen Jahrzehnt hat sich gezeigt, dass vor allem die deutschen Gewerkschaften mit Rücksicht auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit weniger aggressiv vorgehen. Während die Arbeitnehmer in den 70er Jahren stets Tariflohnabschlüsse deutlich oberhalb der Preissteigerungsrates durchsetzten, gelang dies seit Ende der 90er Jahre immer weniger (vgl. Abb. 3).

Abb. 3: Die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften hat in den vergangenen Jahren abgenommen



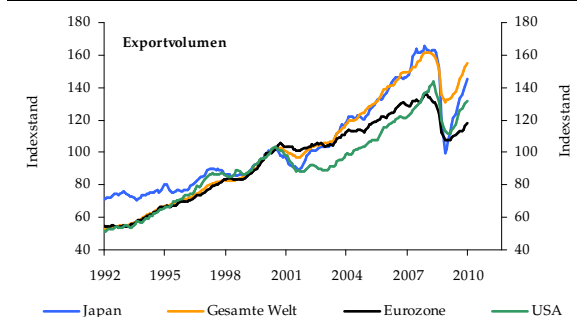
Quelle: Deutsche Bundesbank, BANTLEON

In den kommenden Jahren dürfte sich dieser Trend noch verstärken und auf die ganze Eurozone ausbreiten. Vor allem in den Peripherieländern ist eine steile Lohndrift nach unten vorprogrammiert (und zum Teil bereits beobachtbar). Spanien, Griechenland, Portugal und Irland sind mit der Finanzmarktkrise und dem Platzen der Immobilienblase in eine schwere Krise geraten. Dem einstigen Wachstumsmodell, das auf einem kreditfinanzierten Immobilien- und Konsumboom basierte, wurde ein jähes Ende bereitet. Mehr noch, die Bauwirtschaft sowie die Konsumnachfrage sind mittlerweile konjunkturelle Bremsfaktoren geworden und werden diese Rolle voraussichtlich auf Jahre hinaus beibehalten.

Noch in viel stärkerem Masse trifft dies auf die Fiskalpolitik zu. Hier stehen die Randstaaten vor der

Herkulesaufgabe ihre gewaltigen Budgetdefizite bis 2012/2013 um sechs bis elf Prozentpunkte (im Verhältnis zum BIP) abzubauen.

Abb. 4: Die Eurozone ist ins Hintertreffen geraten



Quelle: CPB, BANTLEON

Um nicht über Jahre hinweg in der Stagnation oder gar Rezession zu verharren, bleibt den Ländern daher gar keine andere Wahl, als auf den Aussenhandel als neuen Wachstumsmotor zu setzen. Dies wird allerdings kein leichtes Unterfangen, denn in den vergangenen Jahren ist die Eurozone (einschliesslich Deutschlands) im Vergleich zu den anderen Wirtschaftsregionen ins Hintertreffen geraten – der Anteil am Welthandel ist kontinuierlich gesunken. Selbst die USA und Japan weisen seit 2003 eine höhere Exportdynamik auf (vgl. Abb. 4). Die Euroländer werden daher nicht umhinkommen, ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit über eine zurückhaltende Lohnpolitik zu stärken.

Hinzu tritt die jüngste Arbeitsmarktentwicklung. Im Zuge der Wirtschaftskrise ist die Arbeitslosenquote in Spanien auf knapp 20,0 % und in vielen anderen Ländern (Frankreich, Irland, Griechenland, Portugal) nahe oder über 10,0 % gestiegen. Eine schnelle Rückkehr auf die Vorkrisenniveaus ist angesichts der trägen Konjunktur nicht zu erwarten. Auch vor diesem Hintergrund werden sich die Gewerkschaften schwer tun, ehrgeizige Umverteilungsziele durchzusetzen. Alles in allem rechnen wir in den kommenden Jahren mit einem Lohnwachstum in der Eurozone, das unter dem bisherigen Durchschnitt der Währungsunion liegt (knapp 3,0 % gemessen am Lohnkostenindex).

Die geldpolitische Philosophie hat sich gewandelt

Schliesslich bestehen auch bei den geldpolitischen Rahmenbedingungen bedeutende Unterschiede zu den 70er Jahren. Vor vierzig Jahren waren die Notenbankverfassungen hinsichtlich der Zielsetzungen äusserst vage formuliert. So wurde die Bundesbank zur »Sicherung der Währung« aufgefordert und die Federal Reserve sollte eine »elastische Geldversorgung« sicherstellen, d.h. die Banken mit ausreichend Liquidität versorgen. Im Allgemeinen wurde in der Geldpolitik nichts anderes gesehen, als ein Instru-

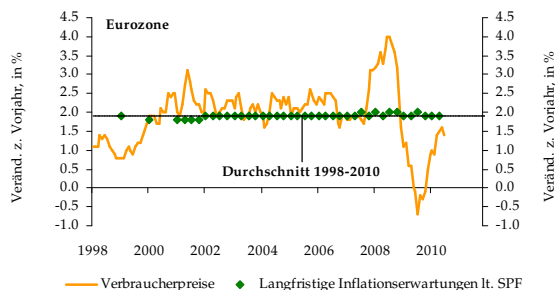
ment zur Stützung der Wirtschaftspolitik, die damals sehr stark auf die Zielsetzung der Vollbeschäftigung ausgerichtet war. Dementsprechend expansiv agierten die Notenbanken vor 40 Jahren.

Es bedurfte erst der Erfahrungen der 70er Jahre, um zu erkennen, dass eine permanent laxe Geldpolitik lediglich hohe Inflation aber keine niedrige Arbeitslosigkeit erzeugt und Notenbanken letztendlich nur das Preis- nicht aber das Beschäftigungsniveau steuern können. Diese Erkenntnis sickerte dann auch sukzessive in die Notenbankverfassungen ein. Seit den 80er Jahren gehen immer mehr Länder dazu über, ihre Zentralbanken primär oder sogar ausschliesslich zur Wahrung von Preisstabilität zu verpflichten. Beispielhaft in dieser Hinsicht galt die neuseeländische Notenbankverfassung von 1989, an der sich unter anderem Kanada (1991), Grossbritannien (1992) und Schweden (1993) orientierten.

Letztendlich in diesem Geist wurde auch der EU-Vertrag verfasst. Darin heisst es in Artikel 282 (2): »Vorrangiges Ziel der EZB ist es, Preisstabilität zu gewährleisten«. Wie viele andere Notenbanken haben die europäischen Währungshüter ihr Ziel überdies näher quantifiziert. Sie streben eine Teuerungsrate von »nahe, aber unter 2,0 %« an, was zu Transparenz und Stabilisierung der Inflationserwartungen beitragen soll.

Wie ernst es die EZB damit meint, hat sie mehrfach demonstriert – letztmals im Juli 2008. Obwohl die konjunkturelle Dynamik zu dieser Zeit bereits rückläufig war und die Kerninflation auf einem Niveau von 1,7 % seitwärts marschierte, haben die Währungshüter den Leitzins von 4,00 % auf 4,25 % angehoben. Damit wollten sie präventiv jeglichem Anstieg der Inflationserwartungen vorbeugen.

Abb. 5: Das Inflationsziel der EZB besitzt grosse Glaubwürdigkeit



Quelle: Eurostat, EZB, BANTLEON

Jean-Claude Trichet lässt dementsprechend keine Gelegenheit aus, um mit Stolz auf den Erfolg der Notenbank hinzuweisen. Demnach lag die Teuerungsrate der Eurozone zwischen 1998 und Mitte 2010 bei durchschnittlich 1,9 % und damit exakt auf dem Inflationsziel (vgl. Abb. 5). Wie glaubwürdig

die EZB ist, zeigt sich auch in den langfristigen Inflationserwartungen, die sich laut *Survey of Professional Forecasters (SPF)* seit Beginn der Währungsunion in einem engen Korridor zwischen 1,8 % und 2,0 % bewegen.

Nicht verschwiegen werden darf aber auch, dass der Konsens hinsichtlich des Vorrangs von Preisstabilität in der Geldpolitik zuletzt von prominenter Seite aufgebrochen wurde. So schlug im Februar dieses Jahres der Chefökonom des IMF *Olivier Blanchard* vor, dass die Notenbanken ihre Inflationsziele von derzeit um die 2,0 % in Richtung 4,0 % anheben sollten. Dies würde ihnen in einer schweren Wirtschaftskrise grösseren Spielraum verschaffen, geldpolitisch zu reagieren. Vor allem könnten die Realzinsen stärker gesenkt werden.

Innerhalb der EZB findet diese Empfehlung jedoch keinerlei Rückhalt. Mehrere Ratsmitglieder (*Jean-Claude Trichet, Axel Weber, Lorenzo Bini Smaghi, Jürgen Stark, Athanasios Orphanides*) haben vehement dagegen opponiert und von einem »Spiel mit dem Feuer« gesprochen. Sie warnen, dass eine diskretionäre Anhebung des Inflationsziels der Glaubwürdigkeit der Notenbank nachhaltig schaden und zu ausufernden Inflationserwartungen führen könnte. Eine Änderung des Notenbankmandats, welches das Tor zu höherer Inflation öffnet, ist daher in unseren Augen extrem unwahrscheinlich. Die EZB wird vielmehr auch in den kommenden Quartalen darum bemüht sein, die Teuerungsrate bei 2,0 % zu stabilisieren.

Fazit: Die 1970er Jahre kehren nicht zurück

Alles in allem halten wir die Furcht vor der Wiederkehr einer »Grossen Inflation« wie in den 70er Jahren aus drei Gründen für nicht gerechtfertigt. *Erstens* sind in den kommenden Jahren eher nachfrage- als angebotsseitige Preisschocks zu erwarten, auf welche die Geldpolitik leichter reagieren kann. *Zweitens* ist in unseren Augen eine Lohn-Preis-Spirale äusserst unwahrscheinlich und *drittens* ist die EZB dazu verpflichtet, Preisstabilität zu wahren. Eine Aufweichung dieses Auftrags besitzt keinen politischen Rückhalt.

Als Ergebnis unserer zweiteiligen Analysen kann somit festgehalten werden: Die Wahrscheinlichkeit einer Hochinflationsphase im Nachgang der Finanzkrise ist gering. Weder ist davon auszugehen, dass die EZB durch den Ankauf von Staatsanleihen einen Geldüberhang wie die deutsche Reichsbank vor 100 Jahren erzeugt, noch dürften Rohstoffpreisschocks in Verbindung mit einer expansiven Geldpolitik eine neue Inflationswelle im Stile der 70er Jahre initiieren.