

Josef Baumgartner

Die Auswirkungen der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise auf die Inflation

Aufgrund der deutlichen Ausweitung der Staatsverschuldung sowie des Zentralbankgeldbestands wird (vor allem für die USA) vor der Gefahr einer mittel- bis langfristig hohen bis sehr hohen Inflation gewarnt. Wenn die Zentralbanken die Zunahme des Zentralbankgeldbestands mit dem Abklingen der Krise rasch genug wieder verringern und die Regierungen glaubwürdige Maßnahmen zur Konsolidierung der öffentlichen Finanzen vorlegen, sodass sich die Inflationserwartungen nicht (deutlich) verstärken, erscheint das Risiko eines nachhaltigen Anstiegs der Inflationsrate als Folge der expansiven Geld- und Fiskalpolitik gering. Wahrscheinlicher ist ein mittelfristig stärkerer Preisauftrieb durch das Anziehen der Nachfrage nach Agrar- und Energierohstoffen (insbesondere nach Mineralöl) bei lediglich verhaltener Zunahme oder Stagnation des Angebotes.

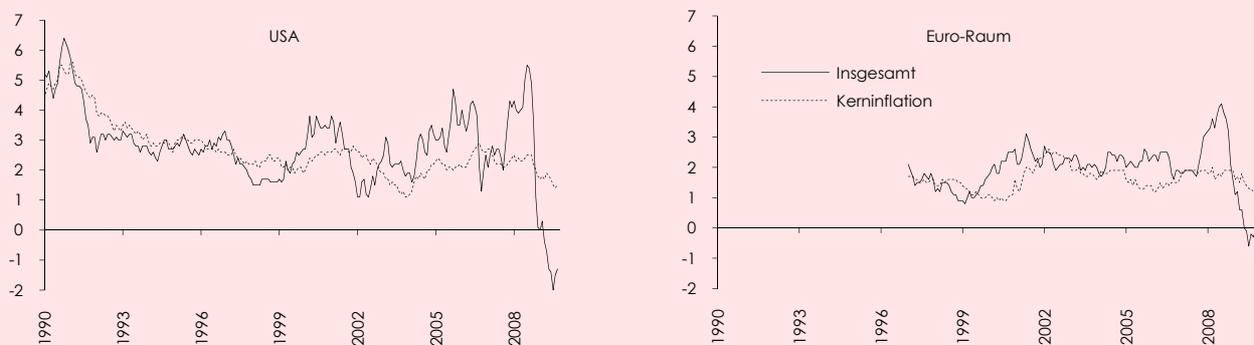
Begutachtung: Thomas Url • Wissenschaftliche Assistenz: Ursula Glauningner • E-Mail-Adresse: Josef.Baumgartner@wifo.ac.at

Nach der Beschleunigung des Preisauftriebs zwischen Mitte 2007 und Sommer 2008, die von einer deutlichen Verteuerung von Nahrungsmitteln und Energie getrieben war, war die Inflationsrate im Jahr 2009 im langjährigen Vergleich weltweit sehr niedrig, in einigen Monaten sogar negativ (Abbildung 1). Als Folge der schwersten Rezession seit der "Großen Depression" keimte die Angst vor einer Deflation auf. Der starke Rückgang der Headline-Inflationsrate im Vorjahresvergleich war jedoch nicht auf Preissenkungen in vielen verschiedenen Gütergruppen zurückzuführen, sondern nach dem Platzen der Rohstoffpreisblase im Sommer 2008 in erster Linie auf den Verfall der Preise von Mineralölprodukten. Gemessen an der Kerninflation ist weder für die USA noch für den Euro-Raum eine Deflation festzustellen – für beide Währungsräume dürfte die Kerninflationsrate 2009 etwa 1½% bis 1¾% betragen.

Aktuelle Situation und Aussichten bis 2011

Abbildung 1: Inflation und Kerninflation im internationalen Vergleich

In %, Monatswerte

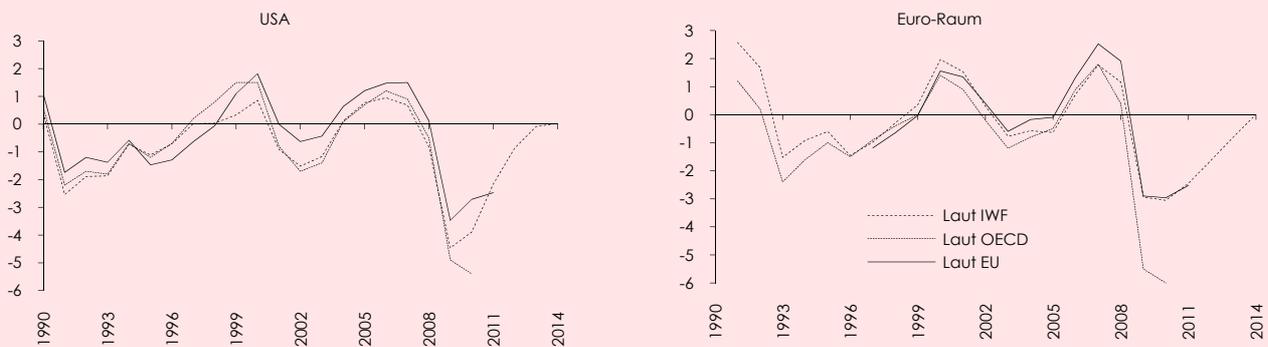


Q: OECD.

Die Wirtschaft wird sich in den Jahren 2010 und 2011 bei noch stark unterausgelasteten Produktionskapazitäten allmählich erholen (Abbildung 2). Da die Arbeitslosigkeit noch weiter zunehmen dürfte, wird mit verhaltenen Lohnzuwächsen gerechnet. Somit geht weder von der Nachfrage- noch von der Lohnentwicklung ein Inflationsdruck aus. Durch das Anziehen der Rohstoffpreise wird der Auftrieb der Konsumgüterpreise in den Jahren 2010 und 2011 auf etwa 1% bzw. 1½% zunehmen (Abbildung 3; Europäische Kommission, 2009, OECD, 2009, IWF, 2009).

Abbildung 2: Output-Gap im internationalen Vergleich

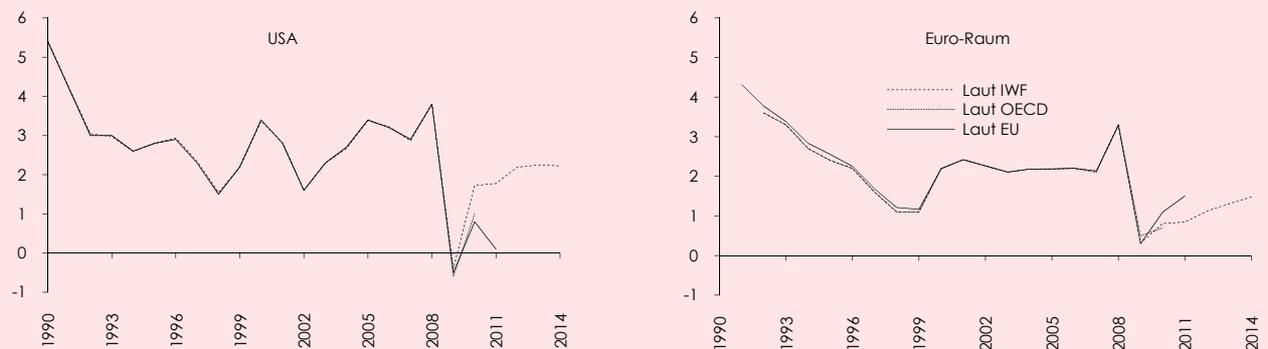
In % des BIP, Jahreswerte



Q: IWF, OECD, EU, 2009 bis 2014: Prognose.

Abbildung 3: Gesamtinflation im internationalen Vergleich

In %, Jahreswerte



Q: IWF, OECD, EU, 2009 bis 2014: Prognose.

Einfluss der Staatsverschuldung auf die langfristige Inflationsentwicklung

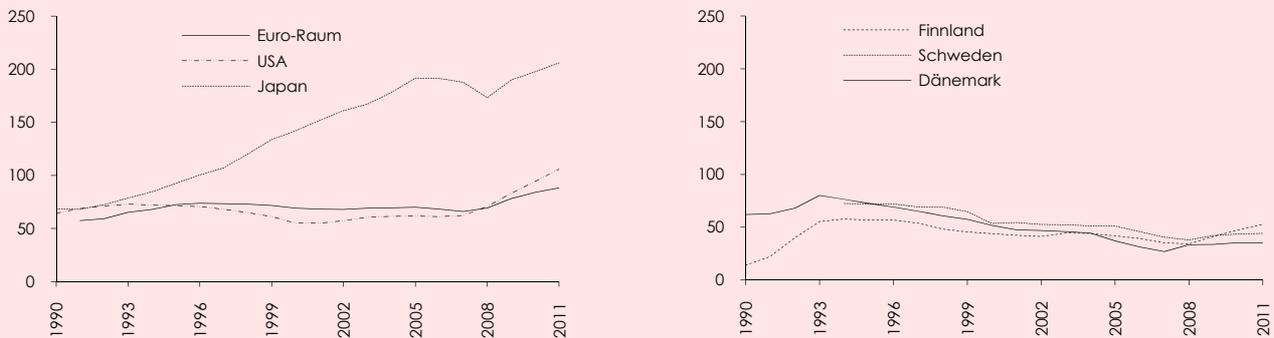
Verbreitet wird derzeit die Gefahr diskutiert, dass der Anstieg der Staatsverschuldung in den USA und im Euro-Raum von 2008 bis 2011 um 35% bzw. 19% des BIP (Abbildung 4) mittel- bis langfristig einen Anstieg der Inflation nach sich ziehen könnte. Genährt wird diese Einschätzung nicht zuletzt aus den Erfahrungen der Hyperinflation in Deutschland und Österreich in den 1920er-Jahren: Die kriegsbedingt hohe Staatsverschuldung wurde überwiegend durch Direktkredite der Notenbank an den Staat finanziert (Monetisierung der Staatsschuld).

Andererseits entstand aus der Ausweitung der Staatsverschuldung in den Industrieländern in den letzten vierzig Jahren kein nachhaltiger Inflationsdruck. So zeigen Giannitsarou – Scott (2006), dass der kontinuierliche Anstieg der Staatsverschuldung in den G-5-Ländern von Anfang der 1960er-Jahre bis 2005 um 30% bis 120% des BIP keine (maßgeblichen) Inflationstendenzen mit sich brachte. Auch die Ausweitung der Staatsverschuldung infolge der Rezession Anfang der 1990er-Jahre in Schweden und Finnland (innerhalb von wenigen Jahren +44% des BIP) sowie der rezessionsbedingte Schuldenaufbau in Japan (über 15 Jahre +123,5%) lösten keinen Anstieg der Inflation aus (Abbildungen 4 und 5). Wie die Entwicklung in Finnland und Schweden

zeigt, kann zudem ein im Folge einer schweren Rezession hohes Budgetdefizit innerhalb weniger Jahre in einen Überschuss gedreht werden.

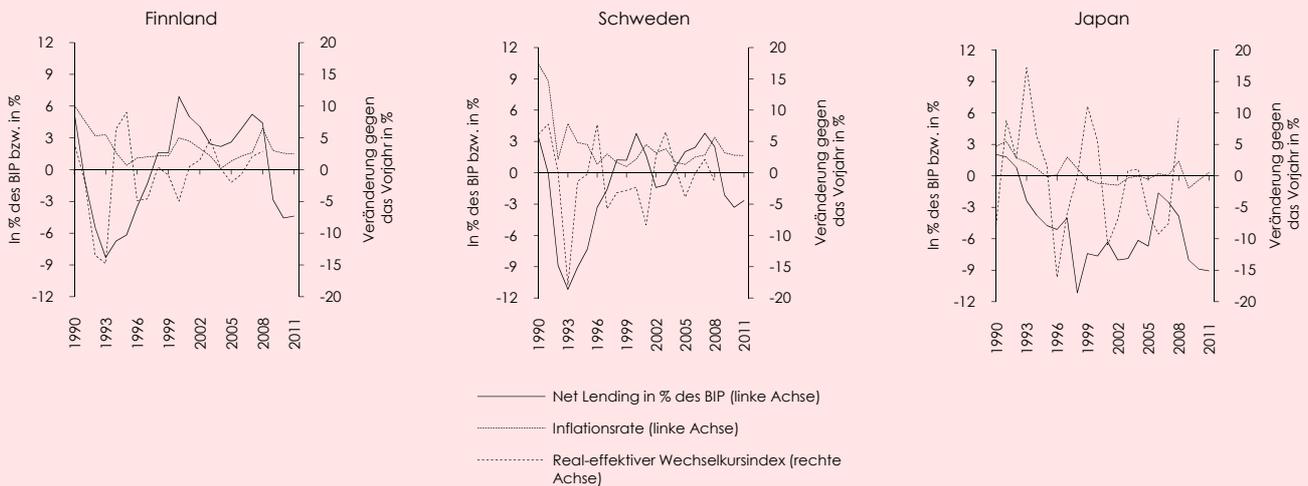
Abbildung 4: Staatsverschuldung im internationalen Vergleich

In % des BIP, Jahreswerte



Q: EU, 2009 bis 2014: Prognose.

Abbildung 5: Net Lending, Inflation und Wechselkursindex in Finnland, Schweden und Japan



Q: IWF, OECD, EU.

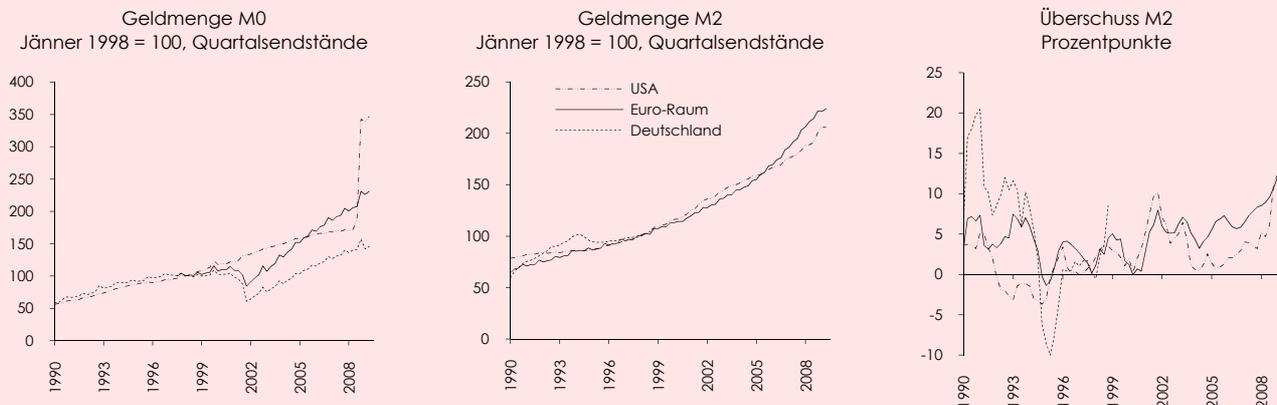
Die Gefahr einer künftig deutlich höheren Inflationsrate wird, basierend auf der Quantitätstheorie des Geldes, auch mit der Zunahme der Geldmenge, insbesondere der Zentralbankgeldmenge M0 in der zweiten Jahreshälfte 2008 argumentiert (USA +100%, Euro-Raum +13%; Abbildung 6). Die einfache Anwendung der Quantitätstheorie auf die Zentralbankgeldmenge M0 vernachlässigt jedoch einige wichtige Gesichtspunkte.

- Die starke Ausweitung der Zentralbankgeldmenge war erforderlich, um die Refinanzierung der Geschäftsbanken angesichts des Zusammenbruchs des Interbankengeldmarktes zu gewährleisten (Url, 2009). Zudem wird der Großteil der Liquidität innerhalb des Geschäftsbankensystems gehalten und fließt nur in geringem Ausmaß in die Realwirtschaft. Gemessen am weiter gefassten Geldmengenaggregat M2, das auch die Geldschöpfung durch Kreditgewährung der Geschäftsbanken enthält, betrug der Anstieg der Geldmenge in der zweiten Jahreshälfte 2008 in den USA und im Euro-Raum 9%. Bei einem Output-Gap von -5% bis -3% ist von einem expansiven monetären Impuls dieser Größenordnung kein nachfragebedingter Inflationsdruck zu erwarten.

Einfluss der Geldmengenentwicklung

- Langfristig besteht zwischen der Entwicklung von weitergefassten Geldmengenaggregaten wie M2 und M3 und dem Inflationsverlauf ein empirischer Zusammenhang, während für einen positiven und statistisch signifikanten Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Zentralbankgeldmenge M0 und der Inflationsrate wenig empirische Evidenz vorliegt (z. B. Calza – Sousa, 2003).

Abbildung 6: Geldmengenaggregate im Vergleich



Q: IWF, OECD. Überschuss M2: Vorjahresveränderungsrate der Geldmenge M2 minus Wachstumsrate des realen BIP.

- Gemäß einer Querschnittsanalyse über 116 Länder für den Zeitraum 1969/1999 von De Grauwe – Polan (2005) muss die Geldmenge über einen längeren Zeitraum stark bis sehr stark zunehmen, damit sich die Inflation proportional beschleunigt. Das Ergebnis eines langfristig engen und positiven Zusammenhangs zwischen dem Geldmengenwachstum und der Inflationsentwicklung geht vor allem auf Länder mit hoher Inflation bzw. Hyperinflation zurück. Für Länder mit einer jährlichen Inflationsrate von langfristig unter 10% ist der Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflationsrate sehr schwach und oft insignifikant. De Grauwe – Polan (2005) zeigen zudem, dass die Bedeutung von "langfristig" von der Höhe der Inflationsrate abhängt: Für Volkswirtschaften mit dauerhaft hoher bis sehr hoher Inflation ist bereits ein Jahr ein langfristiger Zeithorizont.

Längerfristige Inflationserwartungen

Die langfristigen Inflationserwartungen (Breakeven-Inflationsraten) nahmen in den USA und im Euro-Raum nach einem deutlichen Rückgang Ende 2008 im Sommer 2009 wieder zu, dürften sich aber bei etwa 2% bis 2½% stabilisiert haben. Das zeigt die Schätzung auf Basis der Renditedifferenz zwischen inflationsindexierten und herkömmlichen (nicht indexierten) Staatsanleihen mit gleicher Laufzeit (Abbildung 7). Unter den Finanzmarktteilnehmern haben die Inflationszielwerte der Fed und der EZB von 2% somit nach wie vor eine hohe Glaubwürdigkeit, und von den Maßnahmen der Geld- und Fiskalpolitik wird mittel- bis langfristig keine maßgebliche inflationäre Tendenz erwartet. Andere Indikatoren auf Basis inflationsindexierter Swaps und der Befragung professioneller Prognostiker unterstützen diese Einschätzung.

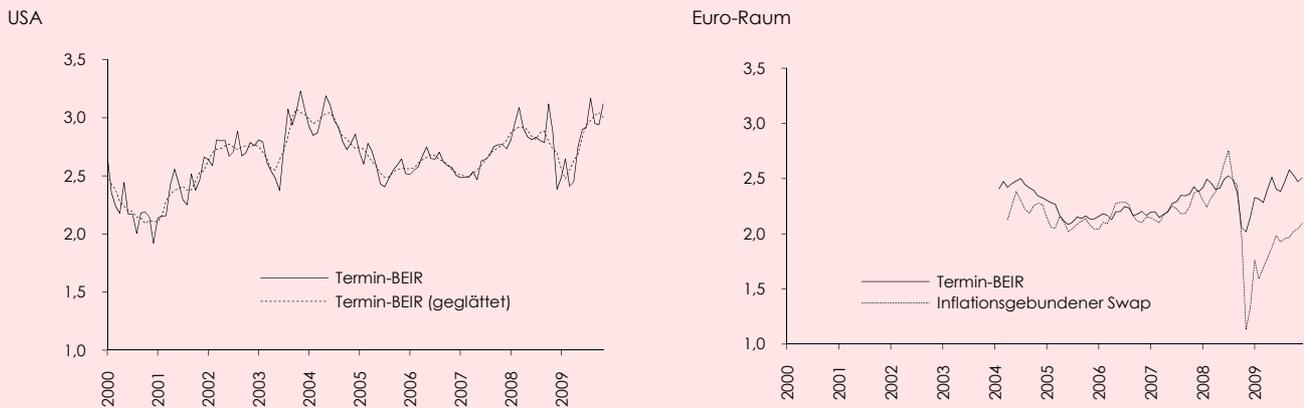
Schlussfolgerungen

Das größte Risiko einer mittelfristigen Beschleunigung des Verbraucherpreisauftriebs resultiert nicht aus den Maßnahmen der Geld- und Fiskalpolitik infolge der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise, sondern aus der Entwicklung der Preise von Agrar- und Energierohstoffen: Nach Einschätzung der Internationalen Energieagentur (IEA, 2009) dürfte mittel- bis langfristig die weltweite Energienachfrage stärker zunehmen als das Angebot, sodass die Energiepreise dauerhaft steigen. Nach OECD – FAO (2009) werden die Nahrungsmittelpreise langfristig ebenfalls wieder anziehen.

Wenn die rezessionsbedingte Ausweitung der Staatsverschuldung nicht monetisiert wird, sondern eine glaubwürdige Fiskalpolitik die Ein- und Ausgabenseite des Staatshaushalts konsolidieren kann, sollte der öffentliche Schuldenstand mittel- bis langfristig keine steigenden Inflationstendenzen auslösen.

Abbildung 7: Inflationserwartungen für den Euro-Raum und die USA gemäß inflationsgebundener Swaps und Termin-Breakeven-Inflationsrate (BEIR) in fünf Jahren

In %



Q: Fed, EZB.

Den Institutionen der Geldpolitik obliegt es, die im Zuge der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise massiv zugeführte Liquidität, die derzeit von den Geschäftsbanken überwiegend gehalten wird, dem Finanzsystem rechtzeitig zu entziehen, sobald der Interbankengeldmarkt wieder zu funktionieren beginnt. Dadurch kann verhindert werden, dass der kurzfristige Anstieg der Geldbasis über den Geldschöpfungsprozess der Geschäftsbanken in einem langfristigen deutlichen Anstieg von M2 bzw. M3 mündet, der langfristig auch einen monetären Inflationsdruck auslösen könnte.

Da in der gesamtwirtschaftlichen Preisbildung die Inflationserwartungen der Wirtschaftsakteure eine wichtige Rolle spielen, liegt es in den Händen der Geld- und Fiskalpolitik dafür zu sorgen, dass diese Erwartungen durch eine glaubwürdige, stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik auf niedrigem Niveau verankert bleiben. Die Gefahr einer "self-fulfilling prophecy" – dass aus erwarteter Inflation tatsächliche Inflation entsteht – kann dadurch verhindert werden.

Calza, A., Sousa, J., "Why has Broad Money Demand been more Stable in the Euro Area than in other Economies? A Literature Review", ECB Working Paper, 2003, (261), <http://www.ecb.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp261.pdf>.

De Grauwe, P., Polan, M., "Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon?", Scandinavian Journal of Economics, 2005, 107(2), S. 239-259, http://www.econ.kuleuven.be/fetew/pdf_publicaties/4155.pdf.

Europäische Kommission, "European Economic Forecast – Autumn 2009", European Economy, 2009, (10), http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication16055_en.pdf.

Giannitsarou, C., Scott, A., "Inflation Implications and Rising Government Debt", NBER Working Paper, 2006, (12654), <http://papers.nber.org/papers/w12654.pdf>.

Literaturhinweise

The Consequences of the Financial and Economic Crisis on Inflation – Summary

In view of substantial increases of national debts and the central bank money supply, it has been mooted that a high to very high inflation rate must be expected in the medium to long run. Under the condition that central banks will be able to sufficiently cut down their money stocks once the crisis abates, and provided that governments propose credible measures to consolidate their public finances so that inflation expectations will stay anchored, there is little danger of a long-term increase of the inflation rate as consequence of the expansive monetary and fiscal policy. In the medium to long run, we are faced with a greater risk of inflation driven by a new surge in global demand for agricultural and energy commodities while their supply is growing at a more modest rate.

Gnan, E., Scharler, H., Silgoner, M. A., "Inflationserwartungen – ihre Bedeutung und Messung für die Geldpolitik", Geldpolitik und Wirtschaft, 2009, (Q2/09), S. 43-73, http://www.oenb.at/de/img/gewi_2009_q2_gesamt_neu_tcm14-140682.pdf.

IEA, 2009, World Energy Outlook, Paris, 2009.

IWF, World Economic Outlook – Sustaining the Recovery, Washington D.C., 2009, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/pdf/text.pdf>.

OECD, Economic Outlook, 2009, (86).

OECD, FAO, Agricultural Outlook 2009, Paris, 2009, <http://titania.sourceoecd.org/vl=1114168/cl=39/nw=1/rpsv/cgi-bin/fulltextew.pl?prpsv=/ij/oecdthemes/99980002/v2009n5/s1/p11.idx>.

Url, Th., "Finanzmarktkrise: Entstehung, kurzfristige Reaktion und langfristiger Anpassungsbedarf", WIFO-Monatsberichte, 2009, 83(12), S. 909-931, http://www.wifo.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&typeid=8&id=37843&display_mode=2.