Das Menetekel der Inflation

Von Henrik Müller

07.10.2018

Früher waren Notenbanken nicht gerade zimperlich. Wenn ein Aufschwung ordentlich Schwung bekam, traten sie auf die Bremse - und zwar mit aller Kraft. Die Deutsche Bundesbank beispielsweise erhöhte den Leitzins ab Herbst 1972 binnen einem Dreivierteljahr von drei auf sieben Prozent. Einen Stunt, den sie Ende der Siebzigerjahre und Anfang der Neunzigerjahre so ähnlich wiederholte.

Auch die US-amerikanische Federal Reserve war zu durchaus rabiaten Schritten bereit. Ab Sommer 1979 hob sie den Leitzins in raschen Schritten an, in der Spitze auf 19 Prozent. Selbst der frühere Fed-Chef Alan Greenspan, eher ein Geldpolitiker der softeren Sorte, schleuste zur Jahrtausendwende den Leitzins noch um zwei Prozentpunkte binnen einem Jahr nach oben, auf immerhin 6,5 Prozent.

Der Kontrast zu heute könnte kaum größer sein. Die Weltwirtschaft befindet sich nach Einschätzung der Konjunkturforscher in der Spätphase eines Aufschwungs, eben an jenem Punkt des Zyklus, an dem früher Notenbanker häufig energisch auf die Bremse traten. Aber bislang ist davon nicht viel zu sehen.

Die Zinsen sind am Boden, und da werden sie nach gängigen Erwartungen auch bleiben: um null Prozent in der Eurozone und in Japan; selbst in den USA und in Großbritannien steigen die Zinsen seit Jahren nur in Trippelschritten.

Besonders befremdlich: Abzüglich der Inflation sind die Kapitalmarktzinsen im internationalen Durchschnitt sogar negativ. Das gab es zuvor nur in Folge der beiden Weltkriege.

Wird es eigentlich immer nur so weitergehen? Oder steht womöglich ein abrupter Zinsanstieg bevor? Fragen, die beim Herbsttreffen von Internationalem Währungsfonds (IWF) und Weltbank ab Donnerstag eine Rolle spielen werden. Denn inzwischen werden die Finanzmärkte nervös: Die Sorge vor steigender Inflation und höheren Notenbankzinsen hat in der abgelaufenen Woche einen Ausverkauf an den Märkten für Anleihen ausgelöst. Möglich, dass dies eine Trendwende markiert - und dass denjenigen, die auf dauerhaft niedrige Zinsen gewettet und sich hoch verschuldet haben, ein unangenehmes Rendezvous mit der Realität bevorsteht.

Wann schreiten die Notenbanken ein?

Früher begannen Phasen hoher Zinsen mit steigenden Inflationsraten. Gegen Ende eines Konjunkturzyklus wurden die Produktionskapazitäten knapp. Unternehmen suchten händeringend Arbeitskräfte, die Löhne legten zu. Steigende Kosten und hohe Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen trieben die Preise - bis die Notenbanken einschritten und die Zinsen nach oben schraubten.

So war es in den Siebzigerjahren und nach der deutschen Wiedervereinigung, als die Bundesbank, wie eingangs erwähnt, rasch die Zinsen anhob. So war es auch noch während des Booms rund um die Jahrtausendwende.

Aber spätestens seit der Finanzkrise gab es kaum noch Bewegung bei Löhnen und Preisen. Die Welt schien in einer neuen Ära angekommen, wo Überkapazitäten die Inflationsraten niedrig hielten, wo schwache Gewerkschaften und intensiver globaler Wettbewerb die Spielräume für Lohnerhöhungen begrenzten. Es ging sogar die Angst vor Deflation um: ein Szenario, bei dem das Preisniveau sinkt und die Wirtschaftsleistung schrumpft.

Entsprechend hielten die Notenbanken die Zinsen extrem niedrig, kauften sogar für Billionen von Dollar, Euro, Yen und Pfund Wertpapiere auf. Und einige tun das bis heute, darunter die Europäische Zentralbank (EZB), deren Aufkaufprogramm erst zum Jahresende auslaufen soll.

Doch jetzt gibt es diverse Anzeichen, dass der Inflationsdruck steigt.

Allerlei Preisfragen

Quasi überall im Westen ist die Phase der sehr niedrigen Inflationsraten vorbei. In den USA, Kanada und Großbritannien hat sich der Anstieg der Verbraucherpreise in den vergangenen Monaten der Dreiprozentmarke genähert. Auch in Deutschland (2,3 Prozent) und der Eurozone insgesamt (2,1 Prozent) gehen die Preise nach oben.

In großen Schwellenländern wie Mexiko, Südafrika, Indien und Brasilien liegen die Inflationsraten derzeit zwischen vier und fünf Prozent. Wo hohe Schulden und anziehende US-Zinsen für Währungskrisen sorgen - wie in Argentinien (zuletzt 34 Prozent Inflation) und der Türkei (24 Prozent) -, galoppiert die Preissteigerung davon.

Wenn die Währungskrise zur Wirtschaftskrise wird

In Ländern mit überschäumender Konjunktur - darunter Deutschland und die USA - sind die Engpässe auf dem Arbeitsmarkt inzwischen so gravierend, dass die Löhne kräftiger ansteigen als in den vergangenen Jahren. In Deutschland klagt inzwischen ein Viertel der Industrieunternehmen über Produktionsengpässe durch Arbeitskräftemangel, wie Umfragen des Ifo-Instituts zeigen.

Die Produktionskapazitäten insgesamt sind überausgelastet, in Deutschland, aber auch im Euroraum insgesamt - Bedingungen, unter denen üblicherweise die Preise steigen. In den USA, wo der Staat den ohnehin kräftigen Aufschwung zusätzlich mit Steuersenkungen anheizt, werden Beschäftigte knapp: Die Arbeitslosenquote ist auf den niedrigsten Stand seit 1969 gefallen.

Dazu kommen die Energiepreise. Öl kostet inzwischen mehr als 80 Dollar pro Fass, so viel wie seit Jahren nicht mehr. Förderbeschränkungen der großen Ölproduzenten OPEC und Russland spielen eine Rolle, aber auch Produktionsengpässe in den USA: Angesichts enger Arbeitsmärkte lässt sich die Förderung und der Transport von Schieferöl ("shale") nicht mehr so rasch hochfahren wie in den vergangenen Jahren, als die flexible US-Produktion den Weltmarktpreis für Öl gedrückt hatte.

Auch der grassierende Protektionismus erhöht potenziell die Preise. So sind in den USA Stahl und Aluminium deutlich teurer geworden, nachdem Donald Trumps Regierung Sonderzölle erhoben hatte. In Großbritannien sorgt der bevorstehende Ausstieg aus dem EU-Binnenmarkt für Preisdruck. Wie geht es jetzt weiter?

Crash und Überhitzung

Mein Risikoszenario sieht so aus: Steigende Inflationsgefahren veranlassen die US-Notenbank Fed - und mit Verzögerung auch die EZB -, die Zinsen rascher anzuheben als bisher erwartet. Dadurch bekommen rund um den Globus all jene Unternehmen und Staaten Probleme, die sich im Vertrauen auf ewig niedrige Zinsen in Dollar oder Euro verschuldet haben. Währungskrisen lassen die Inflationsraten in vielen Schwellen- und Entwicklungsländern explodieren, wie jetzt schon in Argentinien und in der Türkei.

Andererseits könnte sich das Bremsmanöver der Notenbanken als zu spät und zu sachte erweisen, sodass sich inflationäre Entwicklungen in den reichen Ländern nicht wirksam eindämmen lassen, weshalb auch hier die Preise steigen. Sparer, die sich bislang schon über Mini-Zinsen beschweren, würden dann auch noch unter deutlich höheren Inflationsraten leiden.

Natürlich, so weit muss es nicht kommen. Aber hüten Sie sich bitte vor allen, die behaupten, sicher zu wissen, was die Zukunft bringt.

<https://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/inflation-vor-rueckkehr-stehen-wir-am-beginn-einer-trendwende-a-1231979.html>

通胀预警

亨里克·穆勒（Henrik Müller）

2018年10月7日

过去，中央银行并不那么精神敏感。当经济迅速上升时，他们会尽全力踩刹车。例如，从1972年秋天开始，德国联邦银行在三个季度的时间内将基础利率从3％提高到7％。在1970年代末和1990年代初它以类似的方式重复了一次表演。

美联储也采取过非常疯狂的措施。从1979年夏天开始，它迅速提高了基础利率，最高达到19％。即使是较软弱的货币政治家、前美联储主席艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan），在千年之交时也将基础利率在一年内提高了两个百分点，达到了6.5％。

与今天的对比几乎没有更大的差别。根据经济研究人员的说法，全球经济正处于上升的后期阶段，正好在央行过去惯于刹车的周期中。但到目前为止，看不到太多行动。

利率处于最低水平，按照目前的预期，利率将保持不变：欧元区和日本的利率约为零；即使在美国和英国，多年来的利率也只是小步上升。

尤其奇怪的是：减去通货膨胀，国际资本市场利率的平均水平甚至达到负数。过去，这只是两次世界大战后才有这种现象。

会一直这样下去吗？还是利率即将上升？从周四开始，这些问题将在国际货币基金组织（IMF）和世界银行的秋季会议上讨论。金融市场现在变得紧张：对通货膨胀率上升和央行利率上升的担忧引发了上周债券市场的抛售。这可能标志着一个转机:那些押注永久性低利率，背负沉重债务的人将面临与现实不愉快的约会。

中央银行何时进行干预？

早期的高利率始于通货膨胀率上升。在经济周期末期，生产能力变得稀缺。公司拼命寻找工人，工资上涨。不断上涨的成本以及对商品和服务的高需求推动了价格，直到央行干预和利率上升为止。

1970年代就是这种情况，德国统一后，正如开头所述，德国央行迅速提高了利率。在千年之交的繁荣时期也是如此。

但是至少从金融危机以来，工资和价格几乎没有变动。世界似乎正在​​进入一个新时代，产能过剩使通货膨胀率保持在低水平，工会薄弱和全球竞争激烈限制了工资增长的范围。甚至有人担心通缩，即价格下跌而经济产出萎缩的情况。

因此，中央银行将利率保持在极低的水平，甚至以数万亿美元，欧元，日元和英镑的价格购买证券。如今，有些人继续这样做，包括欧洲中央银行（ECB），其购买计划要到年底才到期。

但是现在有种种迹象表明通货膨胀压力正在增加。

各种价格问题

西方到处低通货膨胀率的时期已经过去了。在美国，加拿大和英国，近几个月来居民消费价格上涨已接近3％。德国（2.3％）和整个欧元区（2.1％）的价格也在上涨。

在墨西哥、南非、印度和巴西等大型新兴市场，通货膨胀率目前在百分之四到百分之五之间。在高债务和美国利率上升导致货币危机的任何地方（例如在阿根廷最近的通货膨胀率为34％和土耳其为24％），价格都在上涨。

当货币危机变成经济危机时

在经济蓬勃发展的国家（包括德国和美国），劳动力市场的瓶颈变得如此严重，以致工资的增长速度比前几年更快。 德国经济研究所（Ifo ）的调查显示，德国四分之一的工业企业正在抱怨由于劳动力短缺而导致生产瓶颈。

在德国，也在整个欧元区，整个生产能力都被过度利用，因此价格通常会上涨。美国通过减税推动本下降而强劲增长，工人正变得稀缺：失业率已降至1969年以来的最低水平。

然后是能源价格。如今，石油价格超过每桶80美元，超过了几年以来的价格。大型石油生产国欧佩克和俄罗斯的生产限制发挥了作用，但在美国也存在生产瓶颈：鉴于劳动力市场紧张，页岩油的生产和运输不能再像前几年那样灵活地扩大。也影响了世界石油市场价格。

贸易保护主义也有可能抬高价格。例如，在特朗普（Donald Trump）政府实施特别关税之后，钢铁和铝在美国的价格已显着上涨。在英国即将退出的欧盟内部市场，也在给价格施加压力。接下来是什么？

崩溃和过热

我担心风险情景如下：不断上升的通货膨胀风险正在导致美联储（以及欧洲央行更随）提高利率的速度快于先前的预期。结果使世界上所有依靠美元或欧元的低利率依赖债务的公司和州都遇到问题。货币危机正导致许多新兴国家和发展中国家的通货膨胀率飞涨，阿根廷和土耳其已然如此。

另一方面，中央银行的制动动作可能为时已晚，也可能太温和，以致无法有效地遏制富裕国​​家的通货膨胀，这也是价格上涨的原因。迄今一直抱怨低利率的储户也将遭受到通货膨胀率显着提高的困扰。

当然，结果可能不必走那么差。但请提防任何声称能预知未来的人。