

Wo ist die Inflation geblieben?

Von Jan Mallien, Frank Wiebe

Es kommt selten vor, dass die mächtigste Frau der Welt nicht mehr weiterweiß. In der vergangenen Woche aber bekannte die Chefin der US-Notenbank (Fed), Janet Yellen, dass der aktuelle Rückgang der Inflation in den USA für sie ein "Rätsel" sei. Seit acht Jahren wächst die amerikanische Wirtschaft, und die Arbeitslosigkeit ist auf unter 4,5 Prozent gesunken. Nach dem Ökonomie-Lehrbuch müssten daher die Löhne und damit auch die Preise deutlich steigen. Aber die von der Fed besonders beachtete "Kerninflation", bei der die stark schwankenden Lebensmittel- und Energiepreise ausgeklammert werden, verharrt bei nur 1,7 Prozent. Weil dabei jede Dynamik fehlt, sorgen Notenbanker sich, dass der Wert sofort sinkt, wenn sie ihre großzügige Geldpolitik zurückfahren.

Ausgerechnet ein Kommentator der Boulevard-Zeitung "New York Post" will das Rätsel lösen. "Ich kann Fed-Chefin Janet Yellen erklären, was in der US-Wirtschaft los ist", schreibt er. Der Kern seiner Erklärung lautet: "Ein großer Teil der Beschäftigten in den USA hat in den vergangenen Jahren gut bezahlte Jobs verloren, mit denen sie Haus, Auto und Krankenversicherungen finanziert haben. Jetzt arbeiten sie in mehreren Teilzeit-Jobs ohne soziale Nebenleistung, um über die Runden zu kommen."

Tatsächlich ist dieser Trend - der Austausch guter durch schlechte Jobs - eine gängige Erklärung dafür, dass trotz gut laufender Konjunktur kein Lohndruck zu spüren ist. Es gibt noch weitere Theorien zu dem Thema, von der Überalterung der Bevölkerung bis zum Einfluss von Globalisierung und Technik. Aber keiner weiß genau, was wie stark wirkt. Und vor allem: Alle Erklärungen helfen den Geldpolitikern nicht weiter, weil sie die entsprechenden Ursachen nicht beeinflussen können. Letztlich mündet die Diskussion daher in die Frage, ob Notenbanken wie Fed und Europäische Zentralbank (EZB) noch mit den richtigen ökonomischen Modellen arbeiten - und ob sie den richtigen gesetzlichen Auftrag haben.

Notenbanker sollen die Inflation steuern. Fast überall auf der Welt wird dabei ein Ziel von rund zwei Prozent pro Jahr ausgegeben. Dafür setzen sie verschiedene Instrumente ein. Sie senken etwa die Zinsen oder kaufen Anleihen, um Konsumenten und Unternehmen mehr Geld zur Verfügung zu stellen. Alles, was sie machen, basiert auf der Annahme, dass eine niedrigere Arbeitslosigkeit zu mehr Inflation führt. Davon ist aber weder in den USA noch in Großbritannien, Deutschland oder der Euro-Zone etwas zu merken.

In der Euro-Zone ist die Inflation mit zuletzt 1,5 Prozent nicht in Reichweite der von der Europäischen Zentralbank angestrebten Marke von knapp zwei Prozent. EZB-Vizechef Vitor Constancio räumte zuletzt ein, dass die geringe Inflation der Notenbank Kopfzerbrechen bereite. Dass sich die Verbindung zwischen

Teuerung und Auslastung der Wirtschaft offensichtlich löse, mache die Arbeit der Zentralbanken schwieriger. Der österreichische EZB-Rat Ewald Nowotny zeigte sogar Skepsis gegenüber dem Inflationsziel der Notenbank von knapp zwei Prozent. "Aus meiner Sicht wird sich die Frage stellen, ob das noch ein realistisches Ziel ist", sagte er bereits im Juni.

Auch die Kommunikation von EZB-Präsident Mario Draghi hat sich verändert. Lange hatte er betont, die Notenbank müsse ihr Inflationsziel "ohne unangemessene Verzögerungen" erreichen. Inzwischen verweist er darauf, dass hierfür "Ausdauer und Geduld" nötig seien. Durch Nachwirkungen der Finanzkrise würden die Löhne gedämpft und damit letztlich auch die Inflation. Draghis Sorge ist auch, dass die Inflation gleich wieder sinkt, wenn er zu früh den Fuß vom Gas nimmt.

Ökonomen glauben, dass es in der Euro-Zone nach wie vor einen starken Überhang am Arbeitsmarkt gibt. In der Krise seien viele Menschen aus der Arbeitsmarktstatistik gefallen, die jetzt wieder einen Job suchen. "Gerade in Deutschland ist die Beschäftigungsquote stark gestiegen", sagt Sylvain Broyer, Ökonom der französischen Bank Natixis. Durch die Hartz-IV-Reformen am Arbeitsmarkt suchen mehr Leute einen Job, außerdem gehen mehr Frauen als früher arbeiten. Ein weiterer Faktor ist die Zuwanderung aus der EU. Und die Leiharbeit hat überall stark zugenommen. All das drückt die Lohn- und Preisentwicklung nach unten.

Drei weitere Faktoren werden als Inflationsdämpfer genannt. Erstens die Digitalisierung: Online-Shops wie Amazon ermöglichen es viel besser, Preise zu vergleichen. Zweitens die Globalisierung: "Dadurch steigt der Anteil chinesischer Komponenten in der Produktion deutlich. Dies drückt die Güterpreise", sagt Broyer. Drittens die Altersstruktur der Bevölkerung: Wenn zu wenig junge Menschen nachkommen, sinkt die Nachfrage. Das drückt die Preise, wie in Japan zu sehen ist.

Commerzbank-Chefvolkswirt Jörg Krämer glaubt nach wie vor, dass die Inflation bei einer geringen Arbeitslosigkeit steigt. Die Zentralbanken hätten aber "den Irrglauben verbreitet, sie könnten die Inflation genau steuern." Er glaubt, dass nach dem Platzen von Blasen - wie in der jüngsten Finanzkrise - eine geringe Inflation unvermeidlich ist. Angel Ubide, Ökonom von Goldman Sachs, sagt dagegen, die Notenbanken müssten heute so aggressiv gegen geringe Inflation vorgehen, wie sie es einst gegen hohe Inflation getan haben.

Das Problem der Notenbanken: Ihre ökonomischen Modelle bauen darauf auf, dass irgendwann die niedrige Arbeitslosigkeit doch noch die Inflation treibt. Dieser Zusammenhang wird häufig in einer Grafik dargestellt, die nach ihrem Erfinder William Phillips benannt ist, der sie 1958 veröffentlicht hat. Die Frage heute lautet: Ist diese Phillips-Kurve nur schwach ausgeprägt oder überholt? Falls sie obsolet sein sollte, haben die Notenbanken kein funktionierendes Modell mehr, um die Wirkung ihrer Geldpolitik einzuschätzen. Deswegen halten sie geduldig an dem umstrittenen Konzept fest.

Claudio Borio, Leiter der geldpolitischen Abteilung bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), geht noch einen Schritt weiter. Er glaubt, dass die Inflation von äußeren Faktoren wie etwa Globalisierung und Technisierung abhängt und von den Notenbanken kaum beeinflusst werden kann. Das stellt die Theorie der Notenbanker auf den Kopf. Fed und EZB glauben, dass die realen Zinsen, also nach Abzug der Inflation gerechnet, weitgehend unabhängig von der Geldpolitik gesunken sind, dass sie selber aber die Inflation

beeinflussen können. Borio sagt, dass die Inflation extern ist und die Notenbanken die realen Zinsen nach unten drücken. Wenn seine These stimmt, brauchen die Notenbanken nicht nur eine neue Theorie, sondern auch einen neuen gesetzlichen Auftrag. Denn wenn sie die Preisentwicklung letztlich gar nicht steuern können, ergibt es keinen Sinn, ihnen ein Inflationsziel zu setzen, wie es fast überall auf der Welt der Fall ist.

Jan Mallien ist geldpolitischer Korrespondent des Handelsblatts; Frank Wiebe arbeitet als Handelsblatt-Korrespondent in New York.