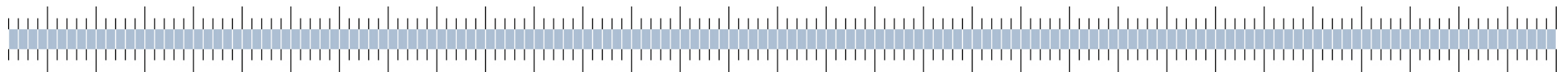


# **Inflation: Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen. Was können wir aus den 70er Jahren lernen?**

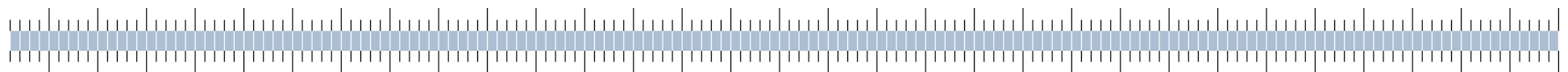
Christina Gerberding  
Deutsche Bundesbank

**Die vorgetragenen Thesen spiegeln nicht notwendigerweise die Auffassung der Deutschen Bundesbank wider.**



# Überblick

- Die 70er Jahre: Ölpreisschocks und Stagflation
- Ursachen der “Großen Inflation”
- Fehler der Geldpolitik: Verletzung des Taylor-Prinzips;  
Fehleinschätzung des Produktionspotentials
- Makroökonomische Situation heute
- Lehren der 70er Jahre für die Geldpolitik heute
- Fazit

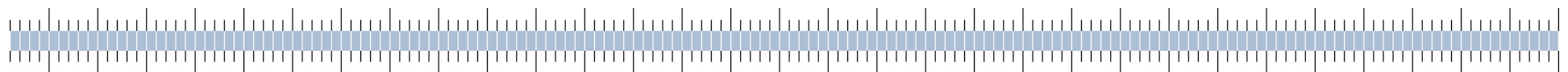


22. Okt. 2008

Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

## Rückblick 70er Jahre

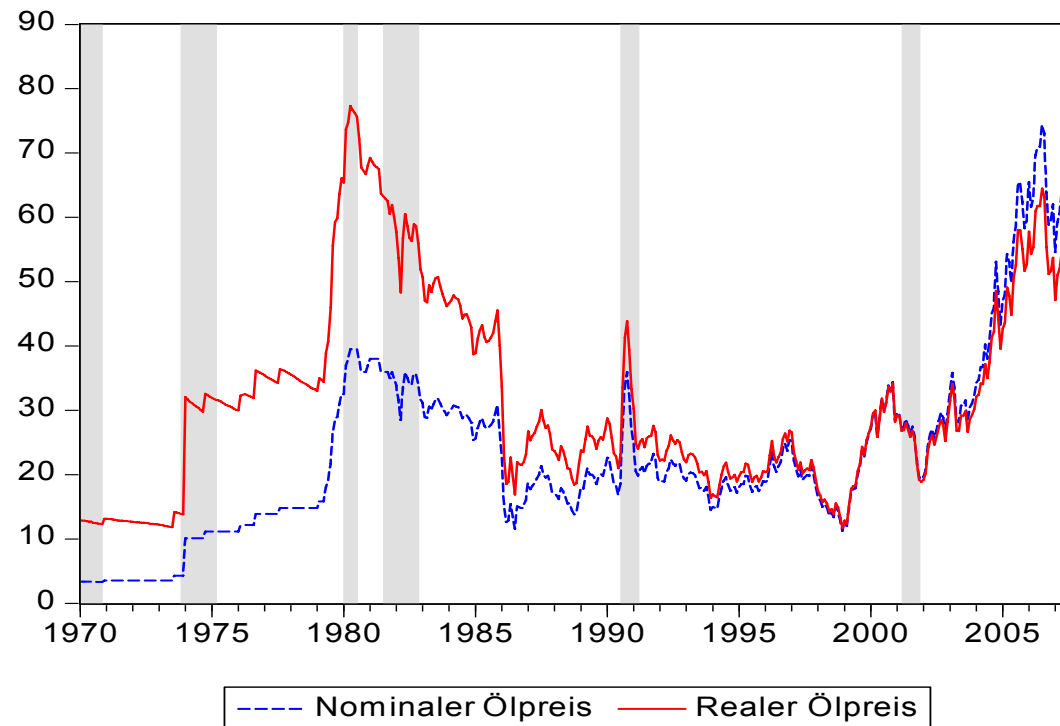
- Zusammenbruch des Bretton Woods Systems: Aufhebung der Einlösepflicht Dollar gegen Gold im August 1971; endgültige Freigabe der Wechselkurse im März 1973
- Erster Ölpreisschock (1973Q3) führt zu weltweitem Inflationsschub; gleichzeitig sinkendes reales Wachstum und steigende Arbeitslosigkeit
- Höchststand der Inflation in den US 12.2% im Herbst 1974 und 14.5% im Frühjahr 1980; in Deutschland 7,5% im Winter 1974
- In Deutschland wurde Inflationsschub im Gefolge des ersten Ölpreisschocks relativ rasch durch restriktive Geldpolitik gestoppt
- In den USA stop-and-go Politik; Stabilisierung der Inflation auf niedrigem Niveau erst durch Volcker-Disinflation Anfang 80er Jahre



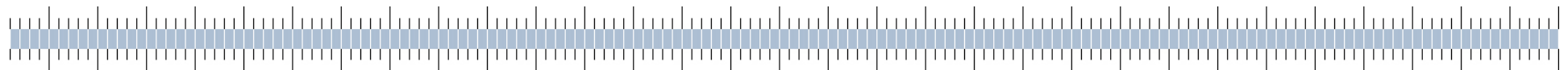
22. Okt. 2008

Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

## Nominaler und realer Ölpreis (in US-Dollar pro Barrel)



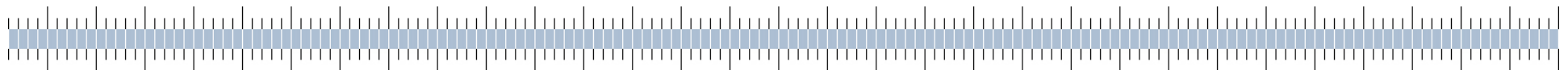
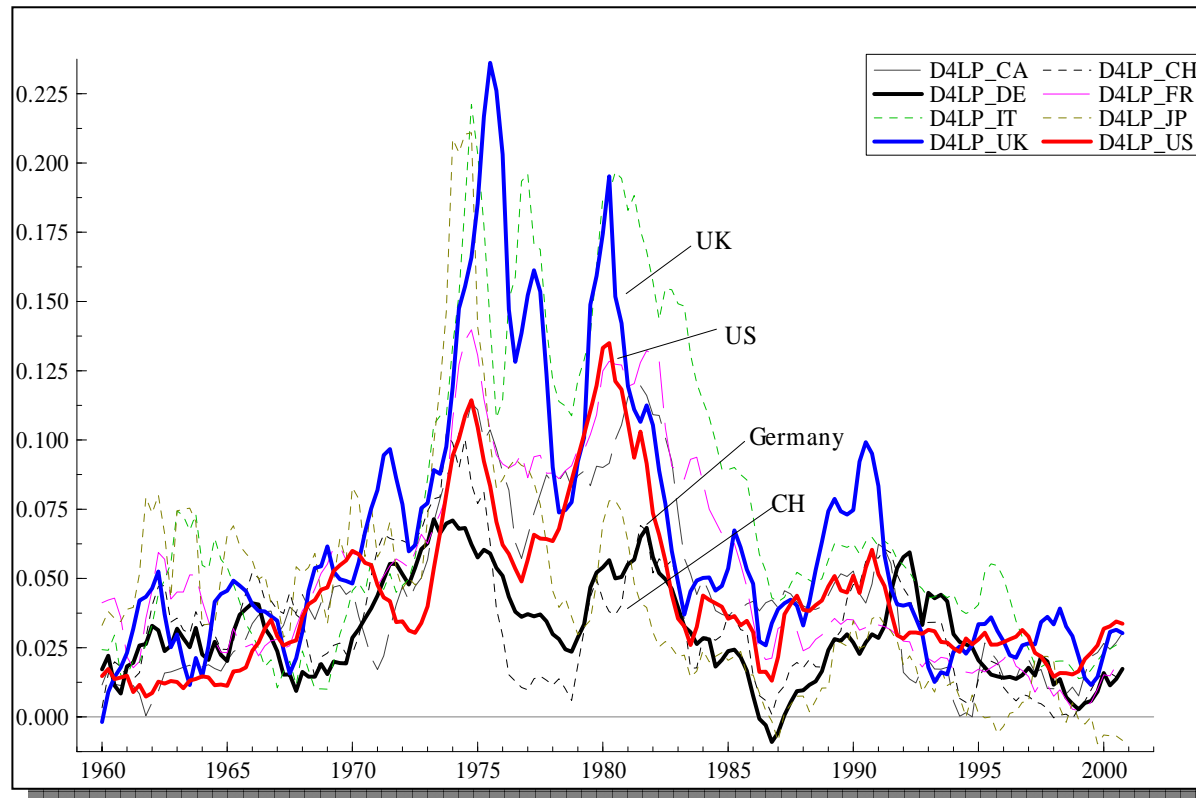
Spotmarktpreis der Sorte West Texas Intermediate; grau schraffierte Flächen entsprechen Rezessionsphasen der US-Wirtschaft nach NBER Abgrenzung.



22. Okt. 2008

Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

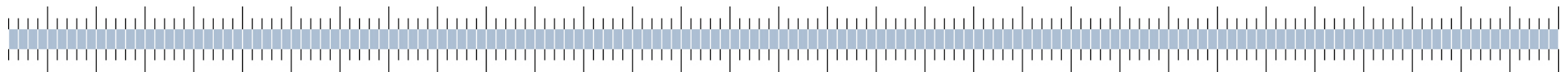
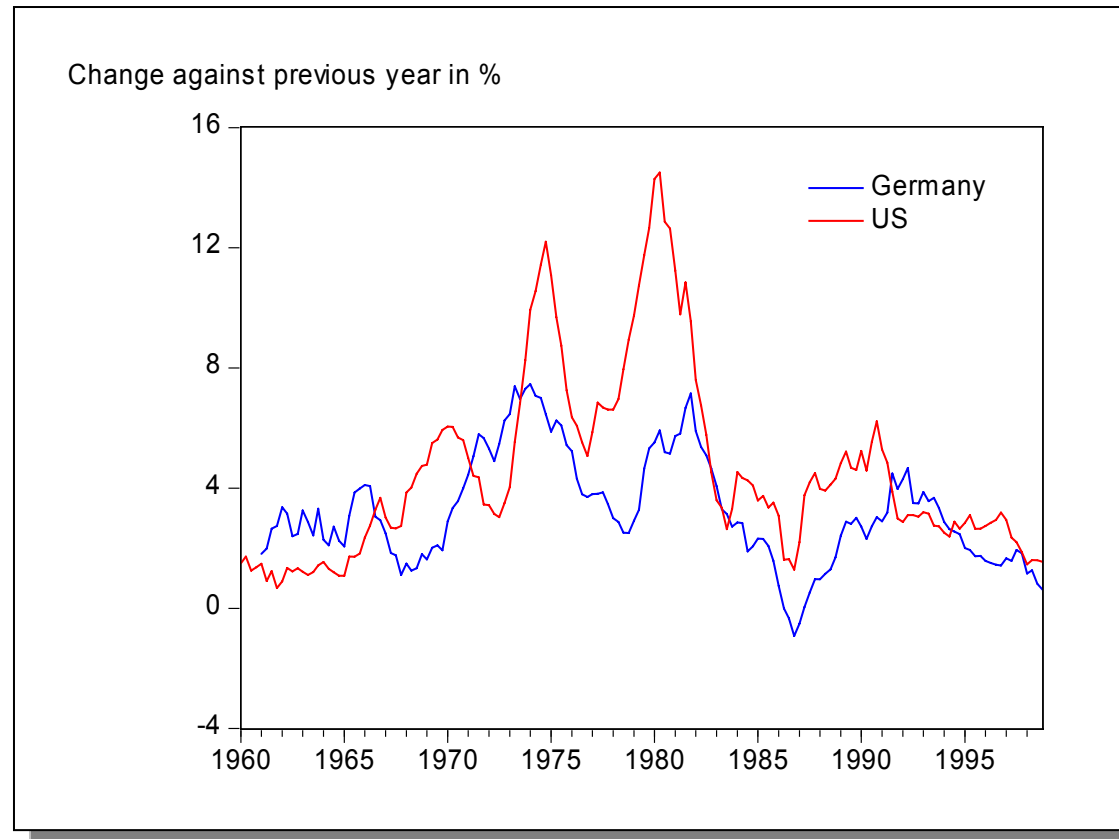
# Rückblick 70er Jahre – Die große Inflation



22. Okt. 2008

Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

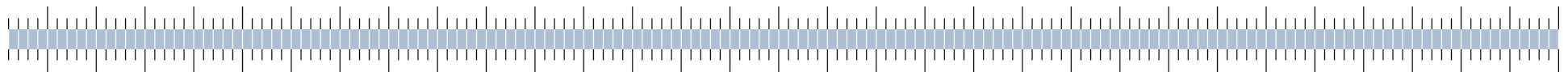
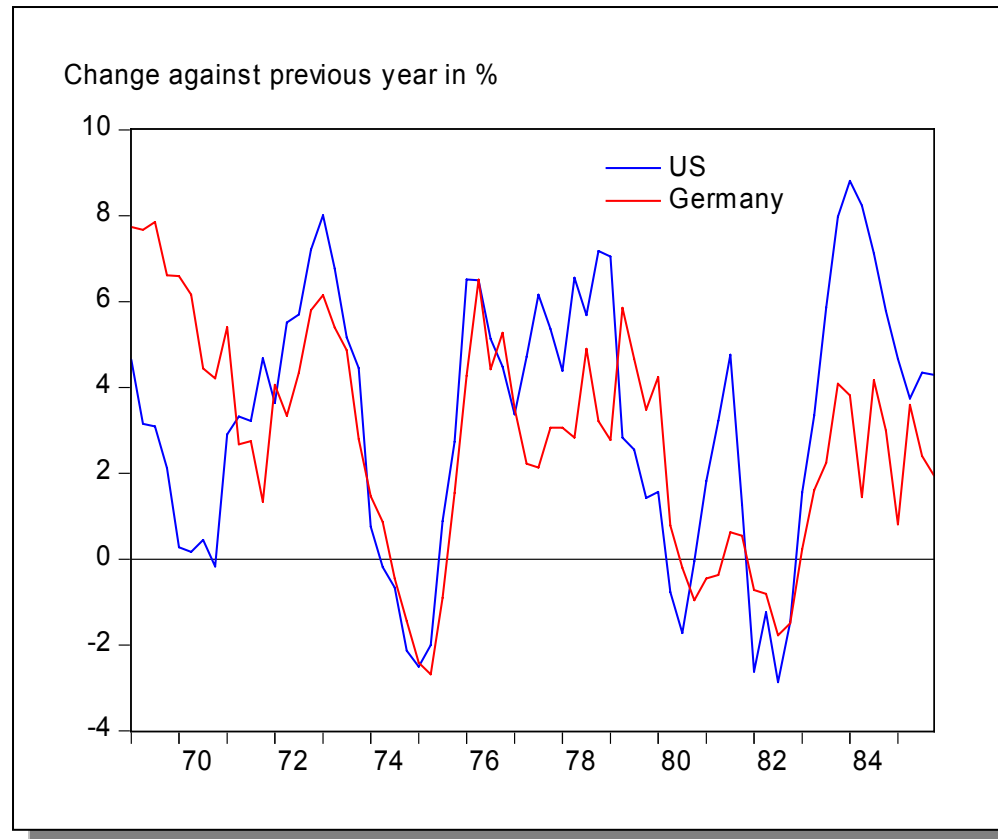
# Rückblick 70er Jahre – Inflation in Deutschland und den USA



22. Okt. 2008

Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

# Rückblick 70er Jahre – Reales Wachstum Deutschland und USA

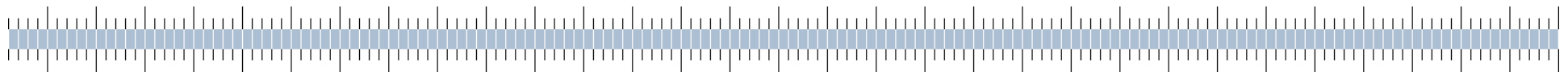


22. Okt. 2008

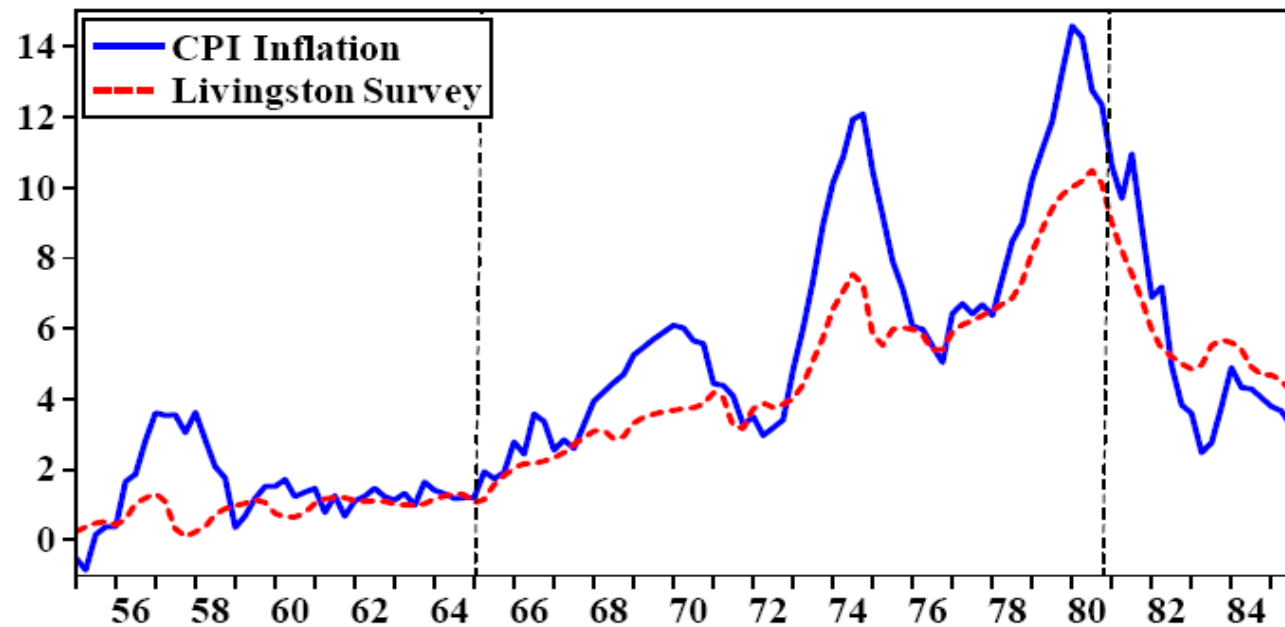
Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

## Wann begann die Große Inflation?

- Anstieg der Inflationsraten in den USA begann bereits Mitte der 1960er Jahre – Ölpreisschocks können folglich nicht alleinige Ursache sein!
- Hintergründe:
  - Finanzierung von Haushaltsdefiziten durch die Fed (Fiskalische Dominanz)
  - Nicht eindeutig auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik
  - Einsatz nicht-monetärer Instrumente zur Kontrolle der Inflation (Preis- und Lohnkontrollen)
- Folgen:
  - Aufwärtsdrift der Inflationserwartungen sowie der Geldlöhne und Lohnstückkosten bereits deutlich vor 1973
  - Ölpreisschocks hatten beträchtliche Lohn-Preis-Spiralen zur Folge (Lohnindexierung)

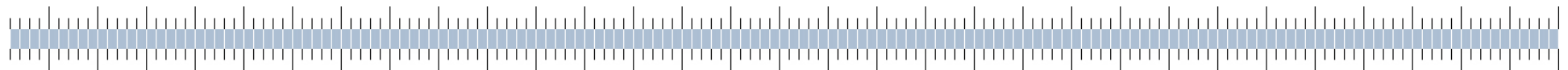


## Inflation und kurzfristige Inflationserwartungen in den USA, 1955 – 1985 (jährl. Veränderung in %)

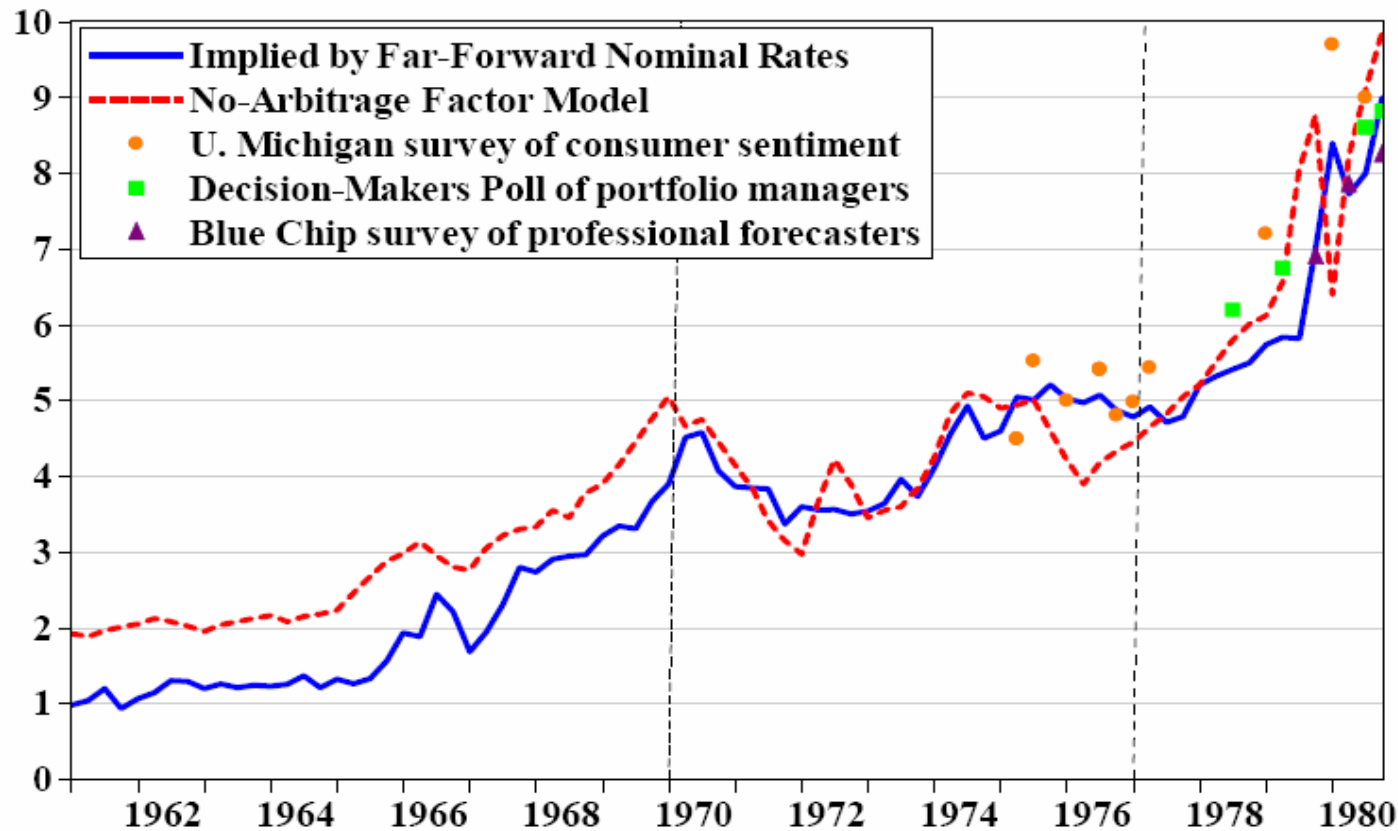


*Note: The solid line depicts the realized four-quarter-average CPI inflation rate, and the dashed line depicts the median response to the Livingston survey regarding expected inflation over the year ahead.*

Quelle: Levin, A. und J. Taylor (2008), S. 5.

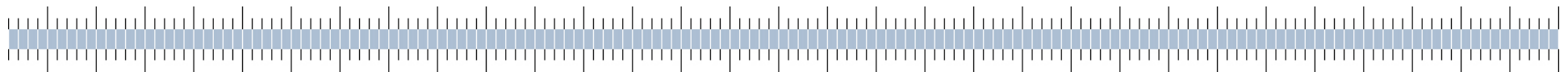
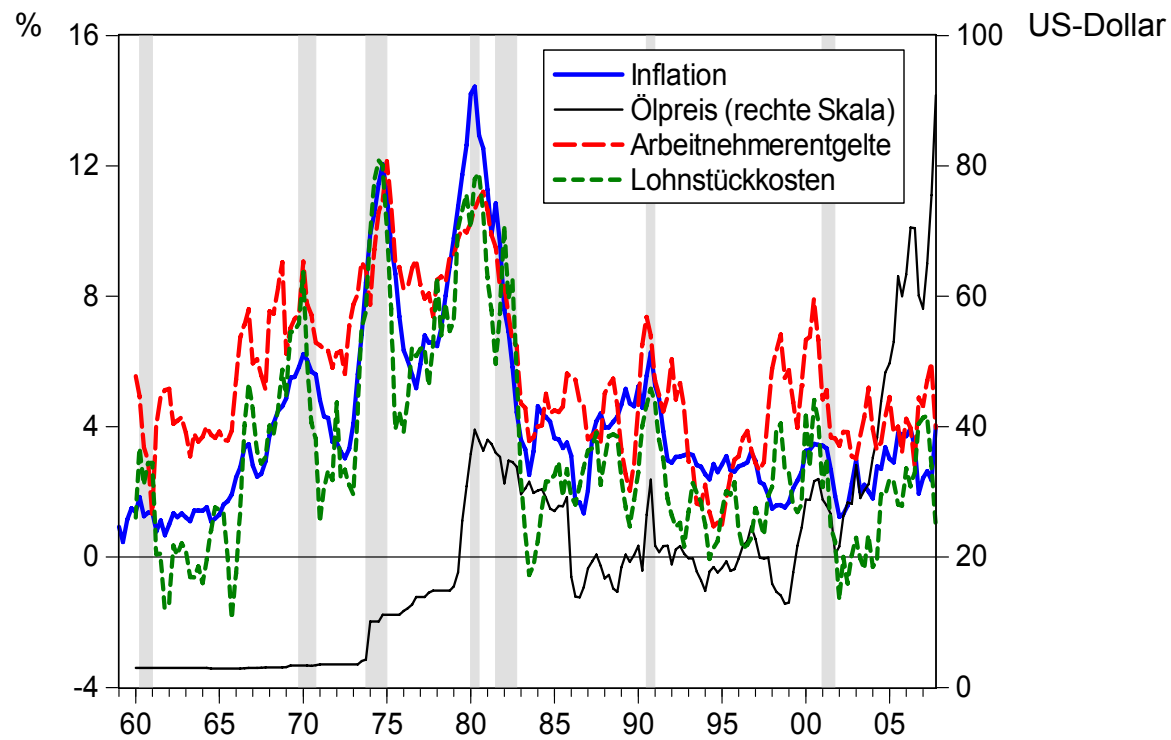


## Entwicklung der langfristigen Inflations- erwartungen, 1961 – 1980 (jährl. Veränderung in %)



Quelle: Levin, A. und J. Taylor (2008), S. 8.

# Anstieg der Geldlöhne und Lohnstückkosten in den USA, 1959 – 2007 (jährliche Veränderung in %)

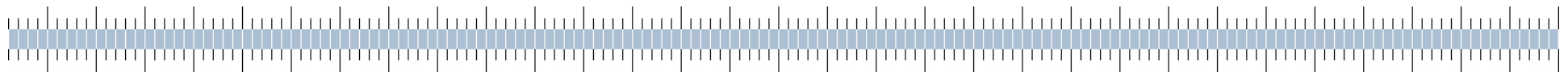


22. Okt. 2008

Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

# Fehler der Geldpolitik (aus heutiger Sicht)

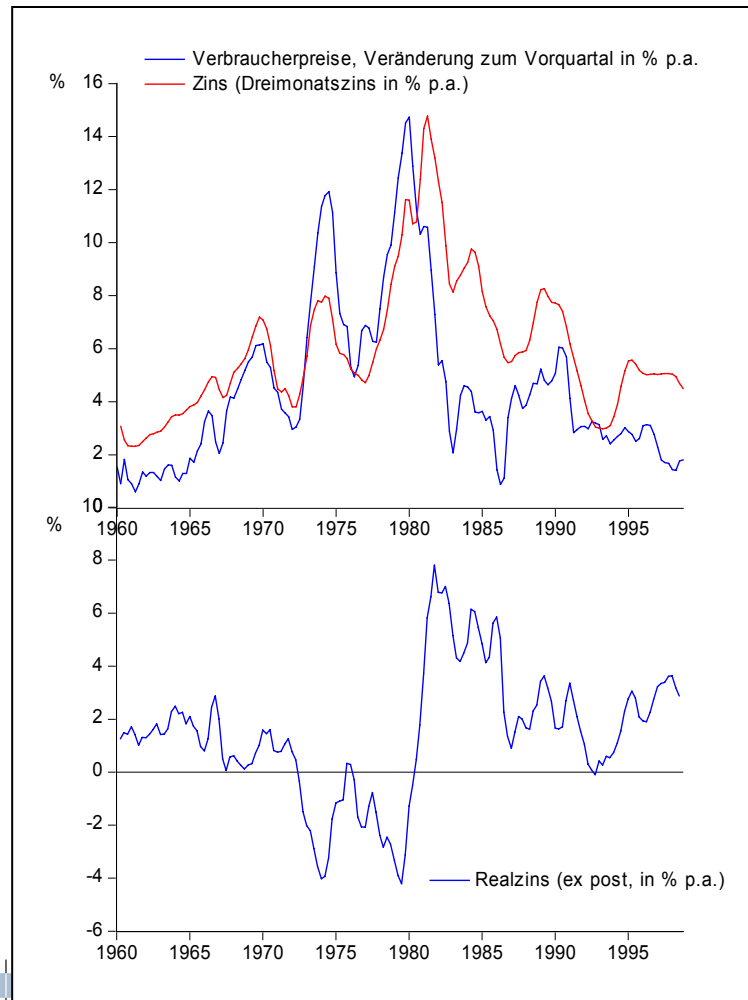
- **These 1: Akkomodierende Geldpolitik der Fed**
  - Clarida, Gali, Gertler (2000): Fed reagierte nicht energisch genug auf steigende Inflationsraten; Nominalzinsen wurden erhöht, aber um weniger als die (erwartete) Inflation
  - Folge: sinkender Realzins; expansive statt dämpfende Wirkung
  - Verletzung des Taylor-Prinzips:  $\beta < 1$
  - Ein solches Verhalten der Notenbank wirkt destabilisierend: mangelnde Verankerung der Inflationserwartungen verstärkt die Auswirkungen von Schocks auf die Inflation und erhöht die Kosten einer Stabilisierung der Inflation



22. Okt. 2008

Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

# Zinsen und Inflation in den USA, 1960 – 2007 (zentrierte gleitende Durchschnitte über drei Quartale)



22. Okt. 2008

Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

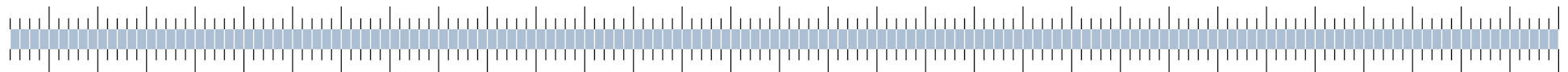
## Fehler der Geldpolitik, Forts.

### Taylor-Regel:

$$i_t^* = \bar{r} + \pi^* + \beta \cdot (E_t(\pi_{t+n}) - \pi^*) + \gamma \cdot E_t\left(\frac{y_t - y_t^*}{y_t^*}\right)$$

Taylor-Zins      Inflationziel      Erwartete Inflation      Produktionslücke

Gleichgewichtiger Realzins      Gewicht der Inflationslücke      Gewicht der Produktionslücke

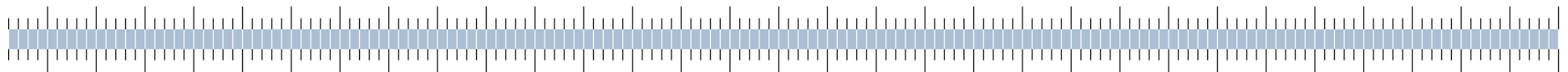


22. Okt. 2008

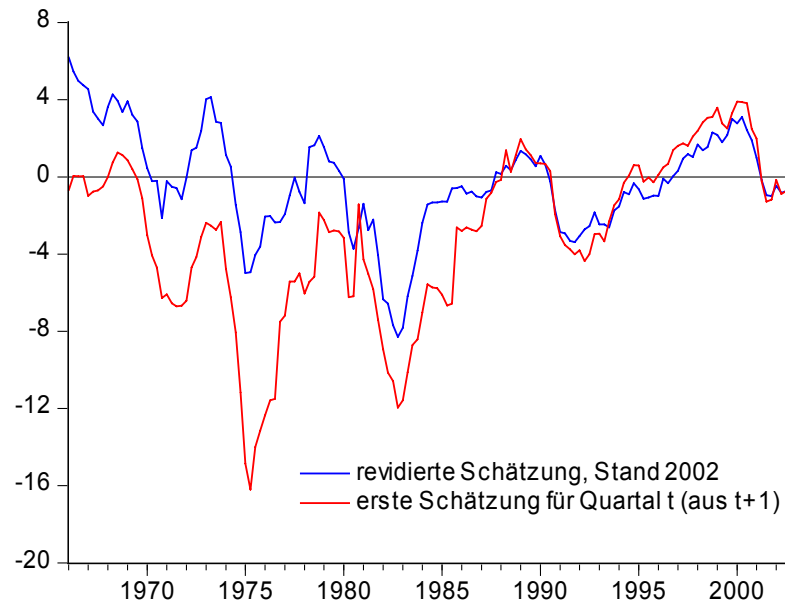
Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

## Fehler der Geldpolitik, Forts.

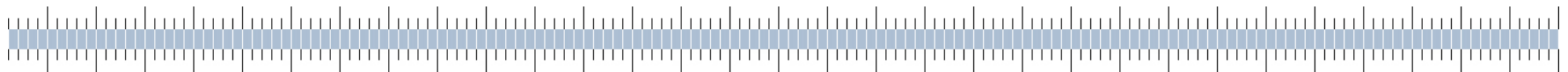
- **These 2: Anhaltende Überschätzung des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials**
  - Orphanides (2003, 2004) sieht Hauptursache für Politikfehler in hohem Gewicht der Produktionslücke in der Politikregel ( $\gamma > 0$ ) in Verbindung mit einer anhaltenden Fehleinschätzung der Produktionslücke
  - Grundproblem: negativer Angebotsschock (Produktivitätsschock, Ölpreisschock) senkt sowohl Güternachfrage als auch Produktionspotential; Produktionspotential ist jedoch unbeobachtbar und muss geschätzt werden
  - Auswirkungen der Schocks auf das Produktionspotential der US Wirtschaft wurden lange Zeit unterschätzt; Fehleinschätzung der Produktionslücke führte auch zu Unterschätzung des Inflationsdrucks; beides veranlasste Fed zu einer systematisch zu expansiven Geldpolitik



## Erste und revidierte Schätzungen der Produktionslücke in den USA, 1966 – 2002 (in %)



Quelle: A. Orphanides (2003), Historical monetary policy analysis and the Taylor rule, *Journal of Monetary Economics*, 50, S. 983-1022.

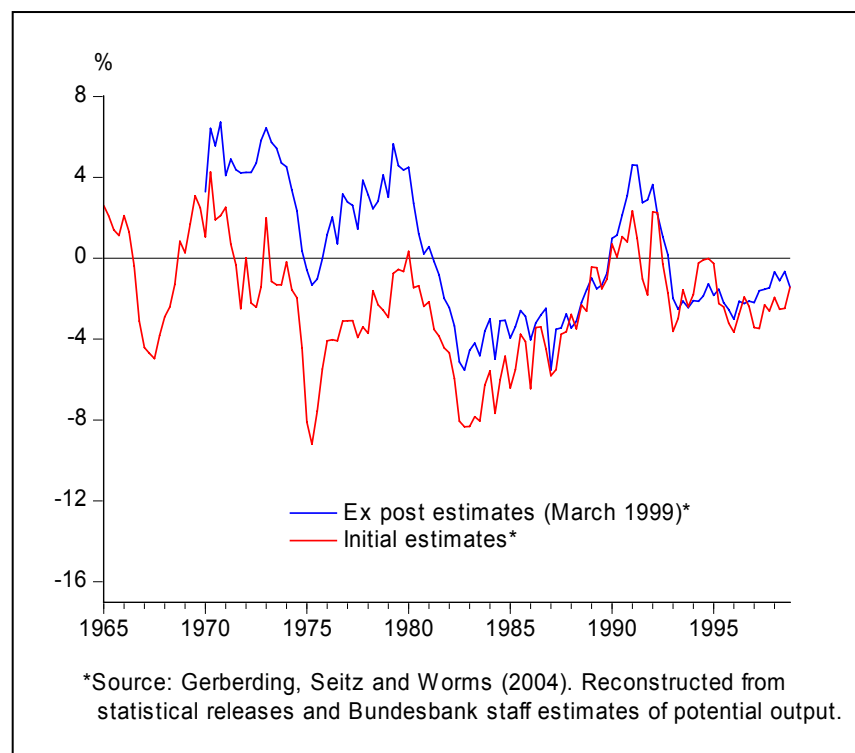


22. Okt. 2008

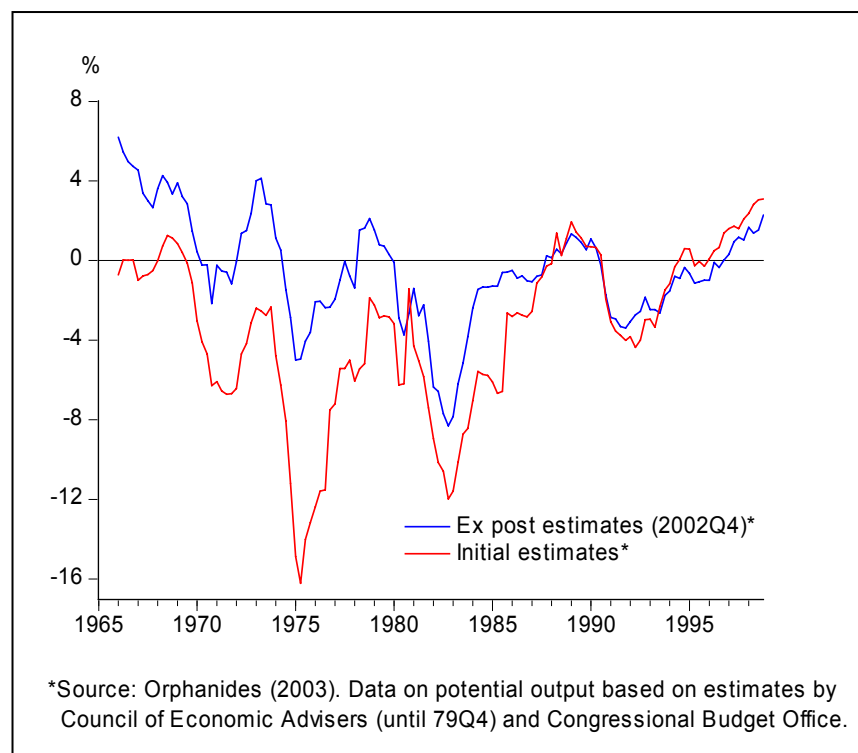
Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

# Erste und revidierte Schätzungen der Produktionslücke in Deutschland und den USA

## Deutschland

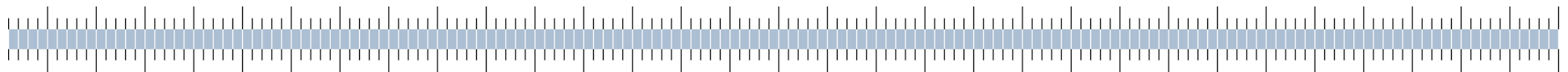


## USA



## Geldpolitik in Deutschland ab 1974

- Zusammenbruch des Bretton Woods Systems ermöglicht der Bundesbank, die Geldpolitik auf die Sicherung des Binnenwertes der Währung auszurichten
- Von 1975 – 1998 Strategie der Geldmengensteuerung: Zielwerte bzw. Korridore für das Wachstum der Geldmenge im Jahresverlauf
- Geldmengenziele dienten der Sicherung der Preisstabilität (auf mittlere Sicht); kurzfristige Zielverfehlungen wurden toleriert, sofern mit Preisstabilität vereinbar
- Konsequenzen dieser Politik für die Zinsregel (Gerberding, Seitz und Worms, 2005, 2007; Beyer, Gaspar, Gerberding, Issing, 2008):
  - **Stabilisierung der Inflation ( $\beta > 1$ )**
  - **kein unabhängiges Gewicht der Produktionslücke ( $\gamma = 0$ ), also auch robust gegenüber Messfehlern beim Produktionspotential**
  - **(implizite) Konjunkturstabilisierung durch Berücksichtigung des Potentialwachstums bei der Festsetzung der Geldmengenziele**

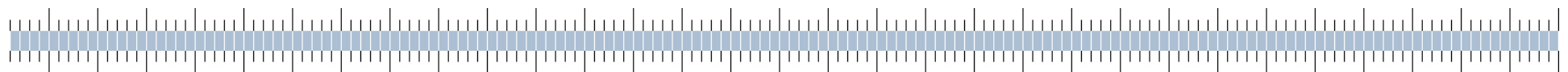


22. Okt. 2008

Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

## Makroökonomische Situation heute

- Bis Juli d. J. stark steigende Rohstoffpreise, insbesondere Öl und Nahrungsmittel
- Anstieg der Inflation (HVPI) im Euroraum von unter 2% Mitte 2007 auf bis zu 4,0% im Juli 2008; weit oberhalb der Preisstabilitätsnorm
- gleichzeitig Abschwächung der Konjunktur durch Verlangsamung des weltweiten Wachstums und dämpfende Effekte der hohen Rohstoffpreise
- Abwärtsrisiken durch andauernde und verschärfte Finanzmarkt-turbulenzen; außergewöhnlich hohes Maß an Unsicherheit
- Zuletzt starker Rückgang der Rohstoffpreise

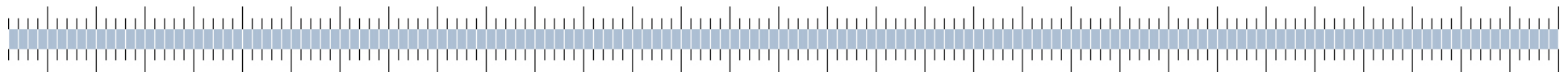
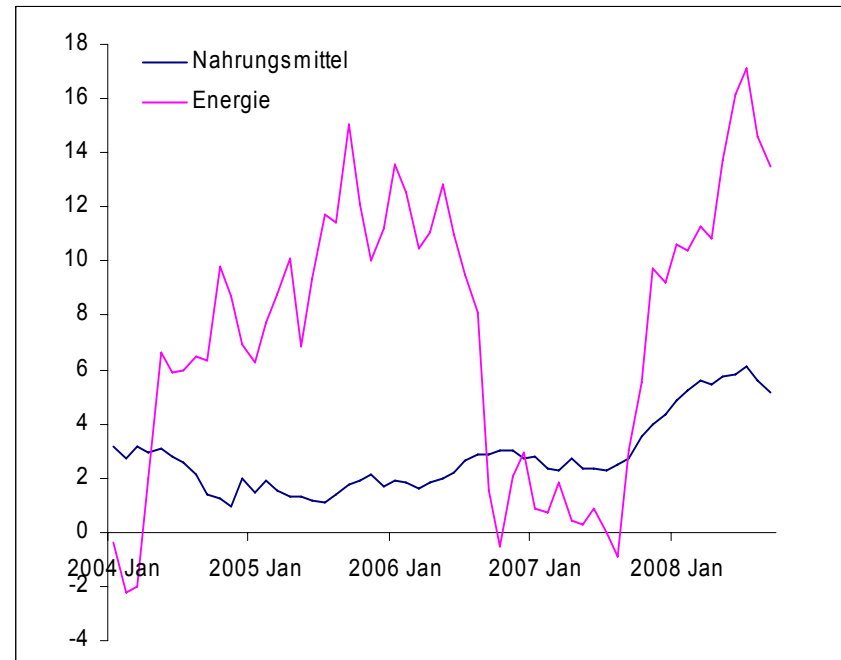
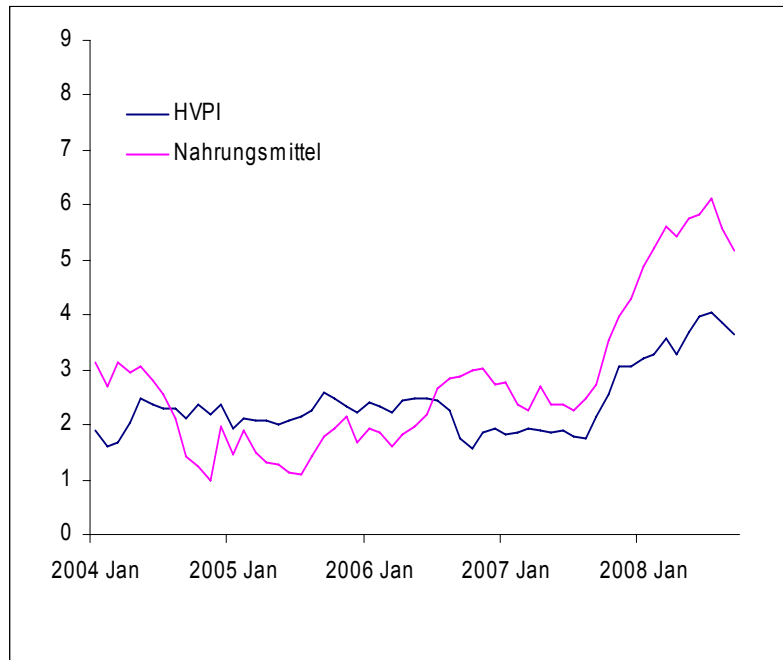


22. Okt. 2008

Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

# Teuerungsrate (HVPI) und wichtige Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



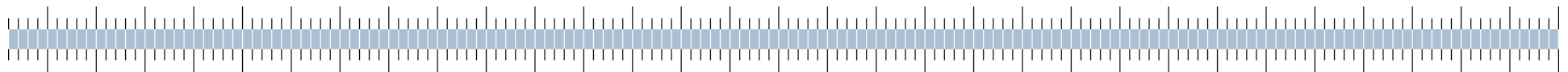
22. Okt. 2008

Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

## Lehren der 70er Jahre für Geldpolitik heute

### Lehre Nr. 1: Fehlende Verankerung von Inflationsraten und Inflationserwartungen ist mit hohen Kosten verbunden

- Kosten hoher und volatiler Inflationsraten: Kaufkraftverlust; ineffiziente Allokation von Ressourcen; negative Wirkungen auf Investitionen und Wachstum
- Zentralbanken sollten folglich ein klares Mandat zur Sicherung der Preisstabilität haben und bei der Erfüllung dieser Aufgabe von Weisungen anderer Instanzen unabhängig sein
- Eurosystem ist institutionell gut abgesichert: hohes Maß an Unabhängigkeit; Verbot der Finanzierung staatlicher Defizite; klares Mandat zur Sicherung der Preisstabilität



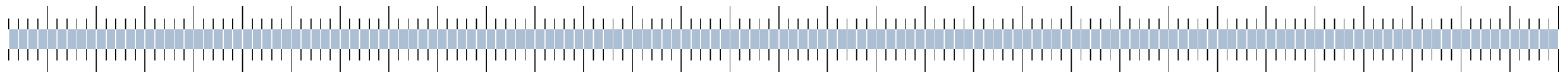
22. Okt. 2008

Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

# Lehren der 70er Jahre für Geldpolitik heute, Forts.

## Lehre Nr. 2: zentrale Rolle der Inflationserwartungen

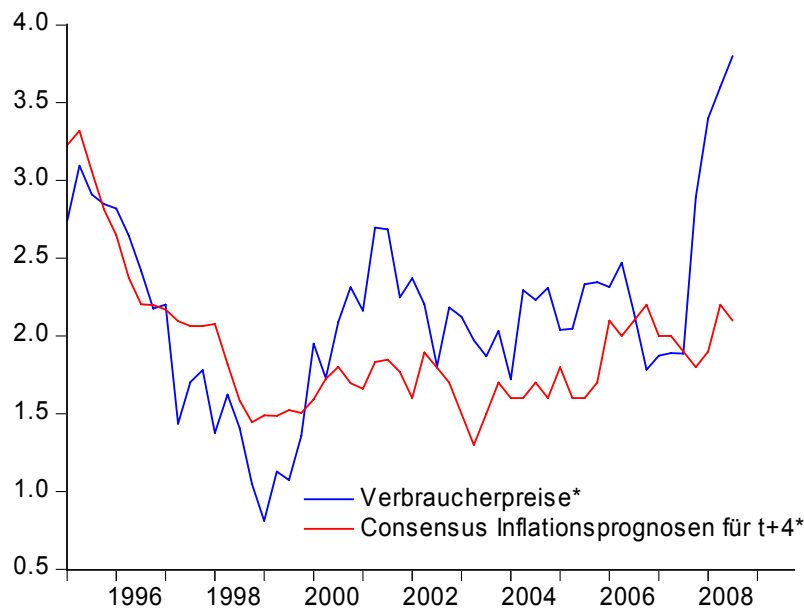
- Höhe der aktuellen Inflation hängt ihrerseits von Inflationserwartungen des privaten Sektors ab; stabile Inflationserwartungen leisten folglich wichtigen Beitrag zur Stabilisierung der Inflation
- EZB-Rat hat Preisstabilität explizit definiert: Zielvorgabe für Änderungsrate des HVPI auf mittlere Frist
- Umfragedaten sprechen bisher für hohe Glaubwürdigkeit der Zielvorgabe
- Wichtiger Grund für fortgesetzte Stabilität der Inflationserwartungen: Zinsanhebungen ab Ende 2005 von 2% auf 4,25% (Juli 2008); aktuell 3,75%



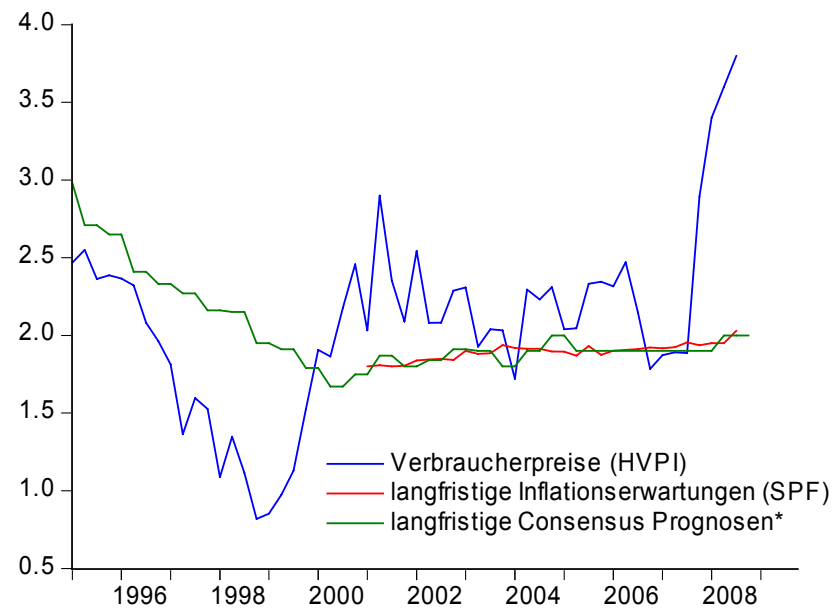
22. Okt. 2008

Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

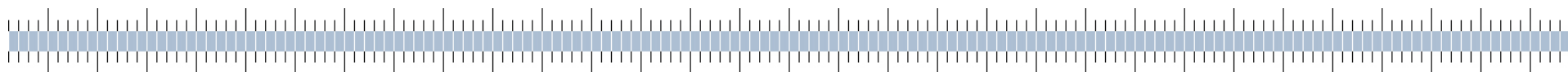
# Inflationserwartungen und realisierte Inflation im Euro-Raum, 1995 – 2008 (Quartalsdaten, Veränderung gegen Vorjahr in %)



\*Bis 2003Q3 gewichtetes Mittel EWU5, danach EWU.



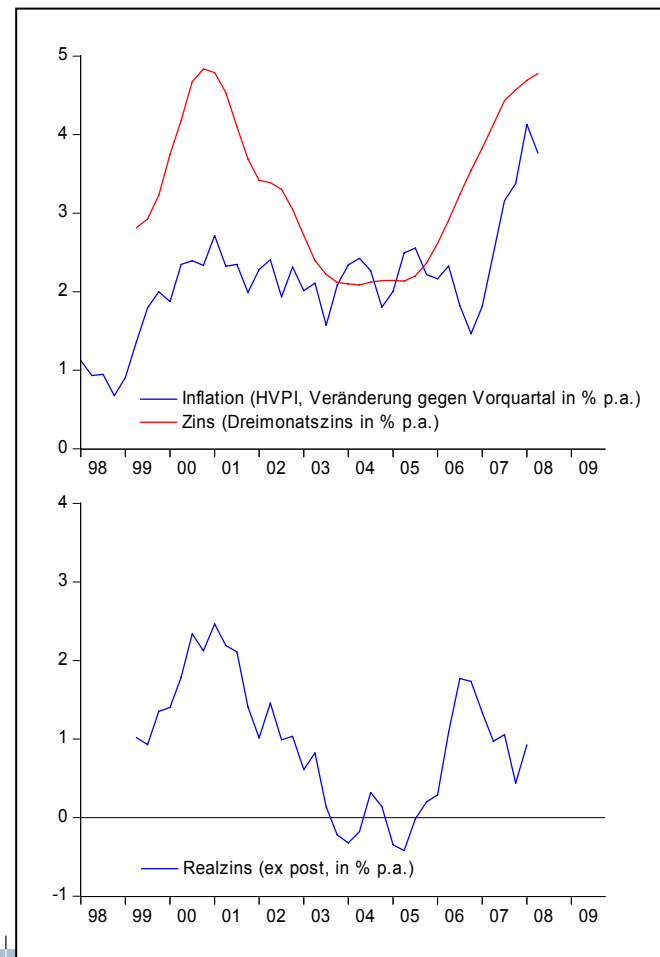
\*Vor 2003 gewichtetes Mittel EWU5, danach EWU.



22. Okt. 2008

Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

# Zinsen und Inflation im Euro-Raum, 1998 – 2008 (zentrierte gleitende Durchschnitte über drei Quartale)



22. Okt. 2008

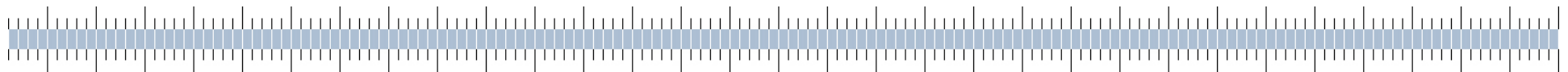
Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

## Lehren der 70er Jahre für Geldpolitik heute, Forts.



### Lehre Nr. 3: Strategie sollte robust gegenüber Fehleinschätzungen des Produktionspotentials sein

- Eurosystem: klares Mandat zur Sicherung der Preisstabilität; aber: Einschätzung der Risiken für die Preisstabilität erfordert Indikatoren, die Preisdruck frühzeitig und zuverlässig anzeigen
- Eurosystem verfolgt Zwei-Säulen-Strategie: Ergebnisse der (real-) wirtschaftlichen Analyse werden mit Ergebnissen der monetären Analyse abgeglichen (“Cross-Checking”)



22. Okt. 2008

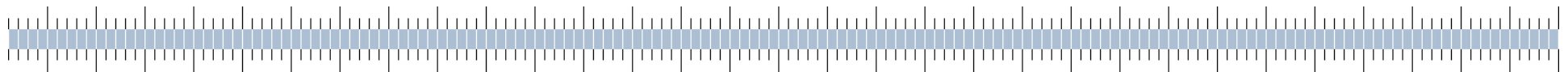
Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

## Lehren der 70er Jahre für Geldpolitik heute, Forts.



### Lehre Nr. 3: Strategie sollte robust gegenüber Fehleinschätzungen des Produktionspotentials sein (Forts.)

- Im Rahmen der wirtschaftlichen Analyse wird auch auf Messgrößen für Produktionslücke zurückgegriffen (Phillips-Kurven-Zusammenhang); dabei besteht durchaus die Gefahr von Fehleinschätzungen (aktuell z.B. aufgrund der hohen Unsicherheit über Auswirkungen der Finanzkrise auf die reale Wirtschaft)
- “Cross-Checking” mit Ergebnissen der monetären Analyse kann anhaltende Fehleinschätzung des Inflationsdrucks aufgrund von Messfehlern beim Produktionspotential aufdecken; Ergebnis: beträchtliche Verbesserung der Inflationskontrolle (Beck und Wieland, 2007, 2008)

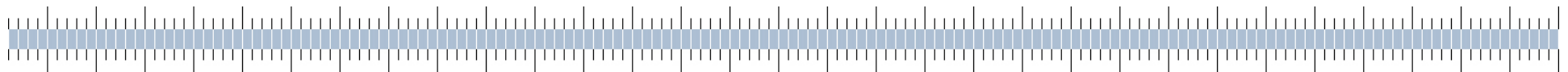


22. Okt. 2008

Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

## Fazit

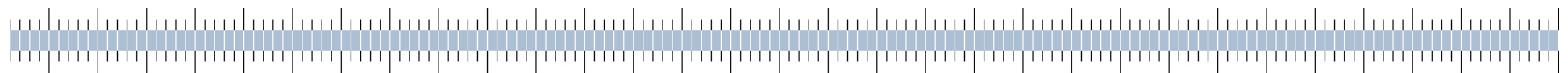
- Zentralbanken sollten ein klares Mandat zur Sicherung der Preisstabilität haben und bei der Erfüllung dieser Aufgabe von Weisungen der Regierung unabhängig sein
- Zentralbanken sollten
  - **der Verankerung der Inflationserwartungen sowie**
  - **der monetären Entwicklung**ausreichend Beachtung schenken.
- Sorgfältige Analyse der Geldmengen- und Kreditentwicklung auch hilfreich in Bezug auf Diagnose ungleichgewichtiger Entwicklungen an den Finanzmärkten.



22. Okt. 2008

Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...

**Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!**



22. Okt. 2008

Ölpreisschocks und geldpolitische Reaktionen ...