

»» Rohölpreis treibt Inflationserwartungen nicht mehr

Nr. 141, 7. September 2016

Autor: Dr. Sebastian Wanke, Telefon 069 7431-9784, research@kfw.de

Von Mitte 2014 bis Anfang dieses Jahres ist der Rohölpreis eingebrochen: Ein Barrel der Sorte Brent kostete im Januar 2016 zwischenzeitlich 75 % weniger als noch Ende Juni 2014. Diese Entwicklung ging einher mit spürbar fallenden Inflationserwartungen der Finanzmarktteilnehmer und hat die Europäische Zentralbank mit dazu veranlasst, ihre Geldpolitik noch expansiver zu gestalten und ein umfassendes Wertpapierkaufprogramm aufzulegen.

Da sich der Ölpreis seit Februar im Trend wieder erholt, stellt sich die Frage, ob die marktbasieren mittelfristigen Inflationserwartungen sich ebenfalls wieder nach oben bewegen. Vor dem Hintergrund der bisherigen Evidenz ist dies zu verneinen. Somit liefert die aktuelle Ölpreisentwicklung für sich genommen der EZB keinen Anlass, die Geldpolitik in der nächsten Zeit zu verändern.

Marktbasierte Inflationserwartungen als zentrale Orientierungsgröße der Geldpolitik

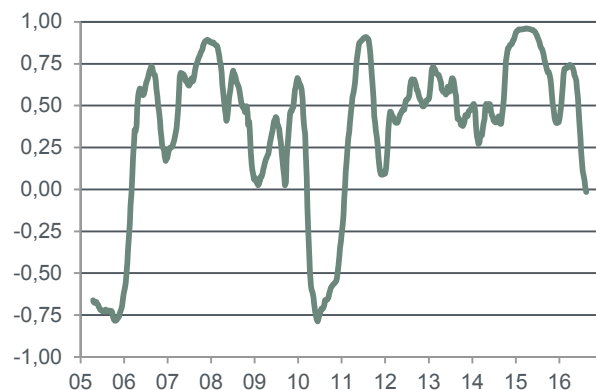
Für Notenbanken sind marktbasieren Inflationserwartungen eine zentrale Größe, an der sie ihre Geldpolitik ausrichten. Auch die EZB hat wiederholt auf die hohe Bedeutung dieser Kenngrößen hingewiesen. Besondere Aufmerksamkeit kommt den so genannten 5-Year / 5-Year Forward-Inflationserwartungen zu (im Folgenden: 5Y5Y-Inflationserwartungen). Das sind die Erwartungen an die Steigerung des allgemeinen Konsumentenpreisniveaus, die für einen fünfjährigen Zeitraum gelten, der in fünf Jahren beginnt. Die aktuellen 5Y5Y-Inflationserwartungen geben z. B. Auskunft darüber, welche Jahresteserwartung die Marktteilnehmer für die Zeit von September 2021 bis September 2026 im Mittel erwarten. Folglich handelt es sich um durchschnittliche Inflationserwartungen für die mittlere Frist, auf deren Steuerung die Geldpolitik abzielt. 5Y5Y-Inflationserwartungen werden aus Inflationsswaps unterschiedlicher Laufzeiten berechnet. Inflationsswaps sind derivative Wertpapiere, mit denen Finanzmarktakteure Inflation handeln bzw. sich gegen Inflation absichern können.

2014 bis Anfang 2016: Ölpreis bricht ein, marktbasieren Inflationserwartungen folgen

Die Ölpreisentwicklung ist eine wichtige Determinante der Inflation und beeinflusst deshalb auch die Inflationserwartungen. Als von Mitte 2014 bis Anfang 2016 die Preise für Rohöl stark rückläufig waren, sanken gleichzeitig die 5Y5Y-Inflationserwartungen spürbar. Sie fielen sogar deutlich unter 2 % und damit auf neue Tiefststände seit Einführung der Inflationsswaps im Jahr 2004. Das war ein wesentlicher Grund für die EZB, ihre Geldpolitik nochmals expansiver zu gestalten.

Sie startete im Spätsommer 2014 ihr aktuelles Wertpapierkaufprogramm, das sie in der Folge mehrfach erweiterte (u. a. ab März 2015 um Staatsanleihekäufe). Sie will damit vermeiden, dass die Inflationserwartungen ihre Verankerung in der Nähe ihres Inflationsziels von knapp 2 % verlieren. Von Mitte 2014 bis zum Frühjahr 2015 festigte sich der Zusammenhang zwischen dem Ölpreis und den 5Y5Y-Inflationserwartungen stetig. Im April 2015 betrug die rollierende 52 Wochen-Korrelation zwischen den beiden Größen sogar 95 % und war damit historisch hoch (Grafik 1). Auch danach noch, nämlich bis Februar 2016, haben sich sowohl der Ölpreis als auch die 5Y5Y-Inflationserwartungen nach unten bewegt (Grafik 2).

Grafik 1: Rollierende 52 Wochen-Korrelation von Rohölpreis (Brent, EUR / bl) und 5Y5Y-Inflationserwartungen



X-Achse: Jahre, Y-Achse: Korrelationskoeffizient in Prozent

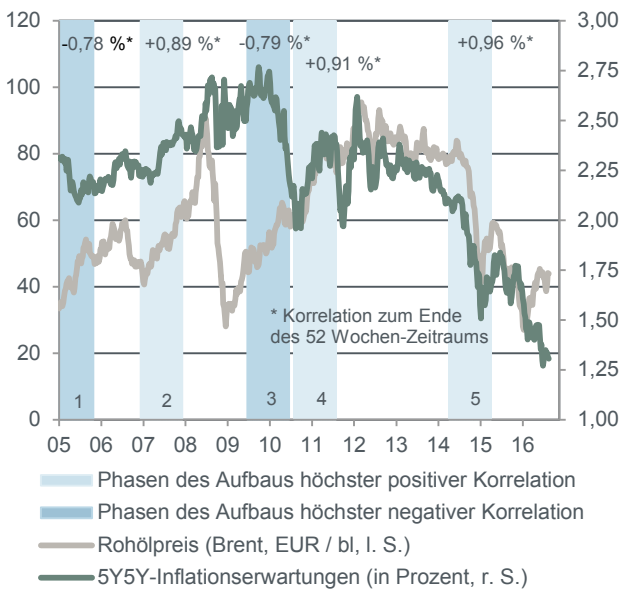
Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung

Führt die Erholung am Ölmarkt nun auch zu wieder steigenden Inflationserwartungen?

Das wirft die Frage auf, ob ein steigender Ölpreis die mittelfristigen Inflationserwartungen auch wieder nach oben treiben kann – mit entsprechenden Implikationen für die Geldpolitik. Ein Blick in die Vergangenheit, also die Zeit seit Einführung der Inflationsswaps 2004, liefert kein eindeutiges Ergebnis. Denn die Korrelation zwischen dem Ölpreis und den 5Y5Y-Inflationserwartungen schwankt allgemein stark (Grafiken 1 und 2). Bei steigendem Rohölpreis gab es bislang einerseits Zeiten, in denen die Korrelation im positiven Bereich sehr hoch war – z. B. 2007/2008, als der Ölpreis spürbar anstieg und unter den Marktakteuren viel von der „Peak Oil“-Theorie die Rede war, also der Annahme, dass die Ölförderung ihr Maximum überschritten hat. Andererseits sind Phasen beobachtbar, in denen sich der Zusammenhang negativ darstellte – z. B. 2009/2010, als für die Eurozone zu Beginn der

„Euro-Krise“ tendenziell Wachstumspessimismus vorherrschte. Eine zwingende Logik dafür, dass ein steigender Ölpreis die 5Y5Y-Inflationserwartungen nach oben treibt, ergibt sich aus den Entwicklungen der letzten rund zwölf Jahre nicht. Wichtig für die Stärke der Korrelation scheint zu sein, welche längerfristige „Story“ die Marktteilnehmer mit einer Ölpreisbewegung assoziieren. So beeinflussen letztere die 5Y5Y-Inflationserwartungen offensichtlich oft nur indirekt, die eigentlichen Treiber sind dann andere. Für die Geldpolitik gilt es diese Treiber zu identifizieren und gegebenenfalls zu adressieren, nicht aber den Ölpreis selbst.

Grafik 2: Rohölpreis und 5Y5Y-Inflationserwartungen



Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung

Anstieg der Inflationserwartungen bislang Fehlanzeige

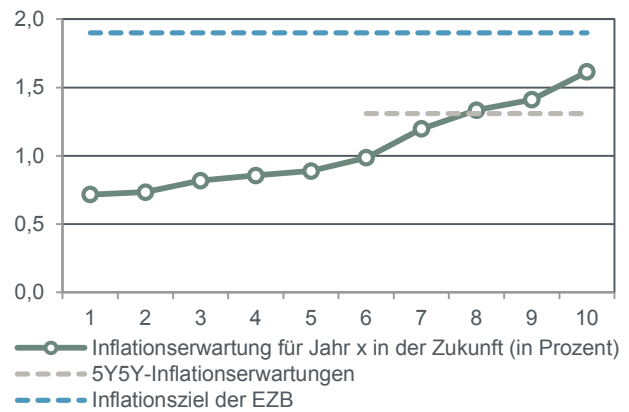
Seit Februar dieses Jahres kam es zu einer Entkoppelung der beiden Größen: Während der Ölpreis im Trend seitdem wieder steigt, waren die 5Y5Y-Inflationserwartungen zunächst weiter gesunken und haben sich erst in den letzten Wochen auf historisch niedrigem Niveau stabilisiert. Dass die höheren Ölpreisnotierungen derzeit die Inflationserwartungen nicht anschieben, dürfte zum einen an der – im Vergleich zu 2007 z. B. – veränderten Lage am Ölmarkt liegen. Dort gab es in den letzten Jahren einen positiven Angebotsschock dauerhafter Natur. Insbesondere der zunehmende Einsatz der Fracking-Technologie in den USA hat für neue Verhältnisse am Erdölmarkt gesorgt. Das hat die Preisfantasien für den Rohstoff auf Jahre hinweg gedämpft, zumal beim Überschreiten bestimmter Preisschwellen (bei rund 45 USD / bl für die Sorte WTI) Fracking-Bohrlöcher relativ schnell (wieder) in Betrieb genommen werden und somit den Rohölpreis – auch kurzfristig – deckeln. Entsprechend dürften Ölpreisanstiege wie die aktuellen von den Marktteilnehmern als lediglich temporär wahrgenommen werden – einen längerfristigen positiven Inflationsbeitrag wie z. B. in der Phase 2007/2008 erwarten die Akteure nicht. Insofern dürfte sogar ein weiterer Anstieg des Ölpreises in den nächsten Monaten nur einen sehr geringen Einfluss auf die Inflationserwartungen haben.

Zudem ist wahrscheinlich, dass die Marktteilnehmer im Zuge der Ölpreisschwäche der letzten zwei Jahre ihre Einschätzung zu vielen Emerging Markets geändert haben. Denn öl-exportierende Schwellenländer haben jetzt bei niedrigeren Preisen weniger Mittel zur Nachfrage auf den Weltgütermärkten zur Verfügung als bei Preisen, wie sie vor Mitte 2014 galten. Auch das dürften die Marktakteure als tendenziell inflationsdämpfend wahrnehmen.

Kaum Hilfe für die EZB

Die EZB kann also nicht davon ausgehen, dass sich das für ihre Politik bedeutsame Maß der 5Y5Y-Inflationserwartungen wegen der Ölpreisentwicklung in nächster Zeit früheren Werten von rund 2 % nähert. Solche Niveaus erscheinen erst wieder realistisch, wenn deutliche Konsumentenpreissteigerungen in der Breite erwartet werden. Um dies zu erreichen, könnte die EZB ihren monetären Expansionsgrad nochmals erhöhen. Wirkungsvoller wäre aber, würden sich die Wachstumsaussichten für Euroland aufhellen und damit die Ausgabebereitschaft der Wirtschaftssubjekte steigen. Die Geldpolitik kann hier jedoch nur Rahmenbedingungen im Sinn eines adäquaten Geldangebots und eines funktionierenden Kreditkanals schaffen. Für die nachhaltige Verbesserung des Wachstums ist die Wirtschaftspolitik zuständig – und zwar in Form der Umsetzung von Strukturreformen und intelligenter Fiskalpolitik, die gerade in Zeiten erhöhter Unsicherheit den Knoten bei vor allem der investiven Ausgabezurückhaltung durchschlagen kann.

Grafik 3: Inflationserwartungen aus Inflationsswaps für die nächsten zehn Jahre im Einzelnen



Quellen: Bloomberg, eigene Darstellung

5Y5Y-Inflationserwartungen nicht das Maß aller Dinge

Betrachtet man die marktbasieren Inflationserwartungen für die Eurozone im Detail, fällt auf, dass diese zum Ende des 5 Jahres-Zeitraums der 5Y5Y-Erwartungen mit rund 1,6 % relativ nahe am EZB-Inflationsziel liegen (Grafik 3). Solange dies der Fall ist und gleichzeitig andere Inflationsmaße wie z. B. die – für die EZB auch wichtigen – langfristigen Inflationserwartungen der professionellen Prognostiker zum Inflationsziel der Notenbank passen, ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass die EZB ihrer bereits sehr expansiven Politik keine weiteren Maßnahmen hinzufügt. ■