



Inflationsgefahren auf dem Vormarsch? Geld- und Wirtschaftspolitik sollten sich vorbereiten



Berlin, 12. April 2018

Den Chefvolkswirten der Sparkassen-Finanzgruppe lassen die Entwicklungen auf den Märkten keine Ruhe. In ihrer Analyse der Preisentwicklungen warnen sie davor, die Beschleunigungskräfte von Preissteigerungen mit Blick auf die vielen Teilmärkte wie z.B. Arbeiten und Wohnen zu unterschätzen. Sie sehen daher folgende beiden Handlungslinien:

- Die Geldpolitik muss den Ausstieg aus den QE-Maßnahmen noch im ersten Halbjahr 2018 beschließen und die Märkte auf Leitzinserhöhungen in 2019 einstimmen.
- Die Wirtschaftspolitik muss mit Augenmaß vorgehen und die Steigerung der öffentlichen Nachfrage sowie deren Stimulierung immer auch mit Blick auf die vorhandenen Kapazitäten voranbringen.

Autoren:

Uwe Burkert - LBBW
Uwe Dürkop - Berliner Sparkasse
Jochen Intelmann - Haspa
Dr. Ulrich Kater - DekaBank
Dr. Jürgen Michels - BayernLB
Dr. Cyrus de la Rubia - HSH Nordbank
Dr. Gertrud Traud - Helaba
Prof. Dr. Carsten Wesselmann
- Kreissparkasse Köln
Torsten Windels - NORD/LB

Koordinator

Dr. Reinhold Rickes
Reinhold.Rickes@dsgv.de

Inflationsgefahren auf dem Vormarsch?

Geld- und Wirtschaftspolitik sollten sich vorbereiten

Der Konjunkturausblick für den Euroraum ist bei einem erwarteten Wirtschaftswachstum von knapp über 2 % in diesem Jahr entsprechend der Erwartungen der meisten Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe erneut günstig. Die Inflationsraten dürften sich allmählich dem Ziel der EZB nähern. Damit sollte die Notenbank den Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik ins Auge fassen.

Die EZB hat in den vergangenen Jahren mit einer ultraexpansiven Geldpolitik sowohl die Konjunktur als auch die Stabilität des Finanzsystems unterstützt. Die günstigen Konjunkturdaten in allen Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion lassen diese Politik erfolgreich erscheinen. Dies gilt bislang noch nicht für das Inflationsziel der Notenbank von „unter, aber nahe 2 %“. Die Verbraucherpreise im Euroraum stiegen im Februar 2018 um nur 1,1 %. 2017 lag der Wert bei jahresdurchschnittlich 1,5 %. Nachhaltig wurde die 2-Prozentmarke zuletzt vor sechs Jahren erreicht und sogar überschritten. Immerhin ist die 2014/15 häufig diskutierte Deflationsgefahr definitiv gebannt.

2 % Inflationsziel zwar wichtig, aber Gefahren von Preissteigerungen frühzeitig im Blick behalten

Das Ziel der Preisniveaustabilität muss quantifiziert werden, will die Notenbank ihre Geldpolitik daran ausrichten. Sowohl zu hohe als auch zu niedrige Inflationsraten sind mit ökonomischen Kosten verbunden. Das EZB-Ziel von „unter, aber nahe 2 %“ versucht, diese Kosten zu minimieren. Allerdings ist eine stringente Ableitung nicht möglich. Die Digitalisierung und die Globalisierung könnten einerseits für niedrigere Ziele sprechen. Auch waren in der Vergangenheit die Fälle einer „guten“ Deflation häufiger als die einer „bösen“ Deflation.

Andererseits muss berücksichtigt werden, dass die Notenbank mit einem niedrigeren Inflationsziel ihre wirtschaftspolitischen Möglichkeiten bei konjunkturellen Schwächephasen einschränkt. Je niedriger die Inflationsrate ist, umso weniger stark kann sie beim Erreichen der Nullzinsgrenze die realen Leitzinsen senken.

Darüber hinaus müsste die Notenbank mit einer unkonventionellen Geldpolitik reagieren. Bei niedrigeren Inflationszielen steigt somit die Wahrscheinlichkeit hierfür. Da das 2-Prozentziel zwar ein wichtiger Indikator zur

Orientierung ist, sollten schon frühzeitig geldpolitische Weichenstellungen nicht erst beim tatsächlichen Erreichen der angestrebten Inflation gestellt werden. Im aktuellen Umfeld mit hohem Wachstum und nahezu ausgeschlossenen Deflationsgefahren dürfte das Auslaufen des Anleihe-Kaufprogramms im September 2018 angemessen sein.

Überdurchschnittlich legen aktuell die Preise für Energie und Nahrungsmittel zu. Die Kernrate, die diese Komponenten herausrechnet, schwankt bereits seit Mitte 2013 um die 1-Prozentmarke. Eine Trendwende nach oben ist bislang nicht zu beobachten. Gebremst wird die Kernrate von Industriegütern ohne Energie, die im Februar um nur 0,6 % teurer waren, während Dienstleistungen mehr als doppelt so stark zulegt. Industriegüter werden vorwiegend international gehandelt. Die preissenkenden Effekte der Globalisierung haben damit hier eine große Bedeutung. Neben Kleidung, Schuhen und Haushaltsprodukten gehören Autos sowie elektronische Geräte zu den Industriegütern. Bei letzteren werden zur Qualitätsmessung hedonische Verfahren verwendet. Da elektronische Güter durch hohe Leistungssteigerungen gekennzeichnet sind, fallen die qualitätsbereinigten Preise seit langer Zeit deutlich. Dienstleistungen sind dagegen im Durchschnitt der Globalisierung weniger ausgesetzt, was den Wettbewerbsdruck tendenziell vermindert. Auch sind hier Produkte nicht-privater Anbieter, wie Gesundheitsdienstleistungen oder der stark vom Ölpreis abhängige öffentliche Personennahverkehr enthalten. Selbst in Mitgliedsländern mit immer noch hoher Arbeitslosigkeit können deswegen in diesen Bereichen die Preise deutlicher zulegen. Kostensteigerungen werden daher häufig auf die Konsumenten überwältigt, auch weil die öffentlichen Haushalte entlastet werden sollen.

Für die Geldpolitik der EZB besteht die Herausforderung, dass die Inflationsunterschiede zwischen den Ländern erheblich sind. 2017 erreichten immerhin sieben Mitglieder der Währungsunion einen Wert von 2 % oder darüber. In der Spitze betrug die Geldentwertung in Estland und Litauen 3,7 %. Allerdings waren wichtige Staaten wie Frankreich und Italien unter dem Durchschnitt von 1,5 %, während Deutschland darüber lag. Spanien wies 2017 zum dritten Mal in Folge ein sehr hohes Wirtschaftswachstum von über 3 % auf, was dazu beitrug, dass die Inflationsrate auf 2 % anstieg.

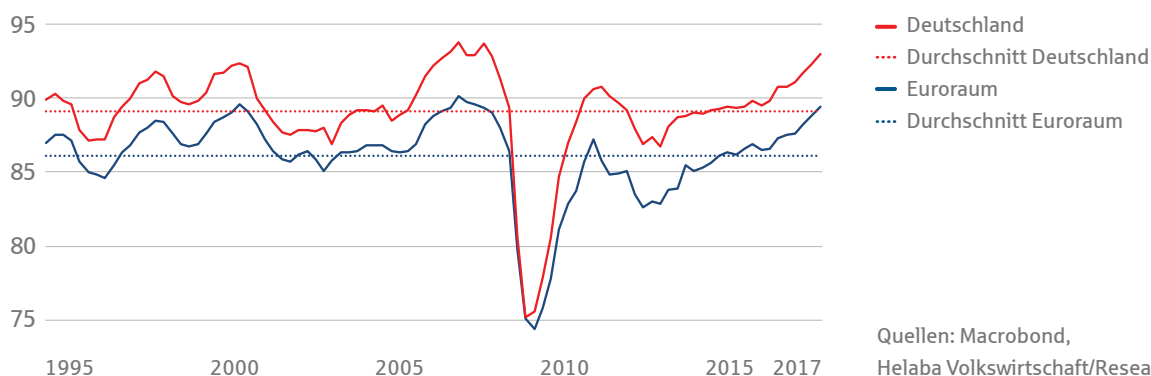
*Regionale Inhomogenität
und Finanzmärkte fordern EZB*

Die Geldpolitik, die für den Durchschnitt des Währungsraumes angemessen erscheint, dürfte für einige Mitgliedsländer bereits zu expansiv ausfallen. So bedeuten dauerhafte Preissteigerungen eines Landes über dem Durchschnitt des Euroraums zumindest in mittlerer Perspektive den Verlust von Wettbewerbsfähigkeit. Diese könnten bspw. für kleine Volkswirtschaften, wie die baltischen Staaten, auch durch den Anstieg der Nachfrage nach heimischen Gütern bei konstanter Produktivität erklärt werden. Auch sollten die Unterschiede der Preissteigerungen, ihre Überwälzungsgefah-

ren und ggf. sich selbst verstärkende Beschleunigungen beachtet werden. Geldpolitische Zielkonflikte sind umso gravierender, betrachtet man neben den klassischen Verbraucherpreisen auch die Bewertung von Assets, die von der EZB bislang stärker in makroprudentieller als in geldpolitischer Perspektive als Thema wahrgenommen werden. In den letzten Jahren haben beispielsweise die Immobilienbewertungen deutlich zugenommen. Auch im Durchschnitt sind im Euroraum die Preise für Wohnimmobilien bereits über dem Niveau vor der Wirtschafts- und Finanzkrise. Eine Blasenbildung ist bei Fortsetzung dieser Entwicklung zumindest in einzelnen Ländern nicht auszuschließen. Dies gilt insbesondere für Deutschland, für das die Geldpolitik der Notenbank zu expansiv ist.

Kapazitätsauslastung: Vorkrisenniveau fast erreicht

Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe, %



Verbraucherpreisindizes trotz Digitalisierung zwar aussagekräftig, aber dennoch auf dem Prüfstand

Die Kapazitäten der deutschen Wirtschaft sind bereits seit 2017 überdurchschnittlich ausgelastet.¹ Auch im gesamten Euroraum dürfte die Produktionslücke seit Herbst 2017 geschlossen sein und sich bis 2019 auf rund 1 % in Relation zum Produktionspotenzial öffnen.² Damit stellt sich die Frage, warum die Inflation bislang eher zögerlich hierauf reagiert hat. Führt die Digitalisierung oder die Unterschätzung von Mietsteigerungen dazu, dass die amtlichen Statistiken das „wahre“ Ausmaß der Inflation nicht mehr richtig erfassen? Ist der Zusammenhang zwischen Auslastung der Produktionskapazitäten und Inflation (Phillips-Kurve) nicht mehr gegeben? Oder muss einfach mit gewissem Zeitverzug mit einem Anstieg der Inflation gerechnet werden?

Begrenzte Bedeutung digitaler Produkte im Verbraucherpreisindex

¹ Vgl. ifo Konjunkturprognose 2017-2019: Deutsche Wirtschaft auf dem Weg in die Hochkonjunktur, in: ifo-Schnelldienst, 24/2017, S. 28-81, hier: S. 39ff. sowie S. 67ff.

² Vgl. ifo Konjunkturprognose, a.a.O., S. 37

Häufig wird argumentiert, dass die zunehmende Digitalisierung den Aussagewert der Statistik verringert, so dass das wahre Ausmaß der Inflation deutlich unterschätzt wird. Dies ist wenig wahrscheinlich, allein weil digitalisierte Produkte bislang eine eher geringe Bedeutung im Warenkorb haben. Auch in einer umfangreichen Abgrenzung erreichen derartige Güter nur rund 10 % des aktuellen Warenkorbs in der deutschen Verbraucherpreisstatistik.³ Beim harmonisierten Preisindex für den gesamten Euroraum dürfte sich dies kaum anders darstellen. Dennoch bleiben hier weitere konzeptionelle Prüfungen des Erfassungsrahmens der Digitalisierung auf der Agenda. Zwar werden schon heute Änderungen der Handels- und Unternehmensstrukturen, wie das Entstehen des Online-Handels, in der Statistik erfasst. Auch die Preise von Leistungen der Online-Plattformen werden berücksichtigt. Dies gilt ebenso für neue digitale Güter wie E-Books oder Musik-Streaming, die in den Warenkorb aufgenommen wurden.⁴ Dennoch bleiben Herausforderungen für die statistische Erfassung wie bspw. durch häufige Preisschwankungen von digitalen Produkten und Dienstleistungen.

Die Verbraucherpreisstatistik könnte auch durch eine Untererfassung des Mietanstiegs verzerrt sein. Immerhin haben die Nettokaltmieten im aktuellen deutschen Preisindex ein Gewicht von 21 %. Im harmonisierten Preisindex ist der Anteil allerdings mit 10,4 % weniger als halb so hoch, da hier im Gegensatz zum Verbraucherpreisindex das selbstgenutzte Wohneigentum nicht berücksichtigt wird. Der harmonisierte Preisindex für einzelne Länder oder auch für den Euroraum insgesamt ist damit deutlich weniger anfällig für mögliche Verzerrungen durch Mieten. 2017 sind diese in Deutschland um 1,6 % angestiegen, nach 1,2 % im Jahr zuvor. Im Februar 2018 wurden 1,6 % erreicht. Dieser Wert umfasst nicht nur städtische, sondern auch ländliche Regionen, wo Anpassungen langsamer und moderater vorgenommen werden. Entscheidend ist, dass neu erstellte Wohnungen mit vermutlich deutlichem Preisanstieg einen nur sehr geringen Anteil am gesamten Wohnungsbestand haben. Bestandsmieten hingegen bewegen sich häufig kaum.

Das Statistische Bundesamt hat eine neue Mietenstichprobe eingeführt, um die tatsächliche Entwicklung repräsentativer zu erfassen.⁵ Dabei handelt es sich um eine geschichtete Zufallsstichprobe, bei der einzelne, bislang unterproportional aufgenommene Wohnungssegmente (z.B. Mietangebote privater Kleinvermieter im ländlichen Raum) adäquater berücksichtigt werden. Zudem werden die Vergleichbarkeit und Qualität der Erhebung verbessert. So finden für die Qualitätsbereinigung bei Modernisierungen nun einheitliche Kriterien Verwendung. Neu erstellte Wohnungen werden systematisch einbezogen. Während die aktualisierte Mietenstichprobe bereits eingeführt ist, wird die komplette Umsetzung allerdings erst mit der Umstellung auf das Basisjahr 2015 im Jahr 2019 vorgenommen. Mit erheblichen Änderungen der Mietanpassungen sollte hierdurch allerdings nicht gerechnet werden.

Mieten steigen stärker

³ Vgl. hierzu: Dieter Schäfer, Matthias Bieg: Methodeninformation – Auswirkungen der Digitalisierung auf die Preisstatistik, Statistisches Bundesamt Wiesbaden 2016, S. 1-18, hier S. 11

⁴ Vgl. hierzu Dieter Schäfer..., a.a.O., S. 2ff

⁵ Vgl. Bernhard Goldhammer: Die neue Mietpreisstichprobe in der Verbraucherpreisstatistik, Statistisches Bundesamt, Wirtschaft und Statistik 5/2016, S. 86-101

Lohnstückkosten steigen nur moderat

Geht man davon aus, dass die amtliche Statistik weiterhin aussagekräftig ist, stellt sich die Frage, warum sich die Verbraucherpreise bislang so zögerlich entwickelt haben. Ein Hauptgrund dürfte sein, dass die Lohnstückkosten im Euroraum seit 2014, also nach dem Überwinden der europäischen Staatsschuldenkrise, um nur jahresdurchschnittlich rund 0,7 % gestiegen sind. Zwischen 2000 und 2007, also vor der großen Wirtschafts- und Finanzkrise, war der Zuwachs mit 1,6 % mehr als doppelt so stark. Entscheidende Ursache hierfür war die in den letzten Jahren hohe Arbeitslosigkeit in vielen vor allem südeuropäischen Mitgliedsländern. Sie hat dort zu außergewöhnlich niedrigen Lohnzuwächsen geführt. Dies ist auch darauf zurückzuführen, dass die Unterauslastung am Arbeitsmarkt höher als vermutet lag, was aus der steigenden Zahl von Teilzeitbeschäftigungen abgeleitet werden kann. Mit der kontinuierlichen Besserung am Arbeitsmarkt dürfte sich das zunehmend ändern und die Anzahl von Vollzeitarbeitsplätzen wieder steigen. Immerhin ist jetzt der Beschäftigungsstand wieder – so EZB-Präsident Draghi Mitte März 2018 bei der EZB-Watchers Konferenz – wie vor der Krise. Dies gilt umso mehr als tendenziell höhere Lohnzuwächse auf nur moderate Produktivitätssteigerungen treffen, die zuletzt im Euroraum unter der 1-Prozentmarke verharrten.

In Deutschland haben die Lohnstückkosten seit 2014 um jahresdurchschnittlich rund 1 Prozentpunkt stärker zugelegt als im gemeinsamen Währungsraum. Die höhere Auslastung der Wirtschaft und der enge Arbeitsmarkt lassen die Löhne deutlicher ansteigen. Dies zeigt sich auch an der Entwicklung der Kernrate, die seit 2013 zumeist höher war als im Durchschnitt des gesamten Euroraums. Deutschland ist damit gewissermaßen der Vorreiter im Währungsverbund. Sollte sich die positive Konjunktur fortsetzen – wovon die Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe ausgehen – muss auch im Euroraum allmählich mit kräftigeren Zuwächsen bei den Lohnstückkosten und einem höheren Inflationsdruck gerechnet werden.

*Deutschland Vorreiter
bei der Kostenentwicklung*

Hinzu kommt, dass bei steigender Auslastung der Produktionskapazitäten die Preismacht der Unternehmen zunimmt. Höhere Lohnstückkosten und ggf. zum Teil auch Energiepreissteigerungen können dann leichter überwältigt werden. Genau dies scheint bereits in Gang gekommen zu sein. Die Einkaufsmanagerbefragung zeigt, dass die Unternehmen des Euroraums ihre Verkaufspreise deutlicher anheben wollen. Diese Tendenz ist auch bei den Erzeugerpreisen festzustellen. Effekte auf die Verbraucherpreise werden nicht ausbleiben.

Die Unternehmen erhöhen ihre Verkaufspreise - Einkaufsmanagerindizes im Euroraum, Composite in Prozent gegenüber dem Vorjahr



Dieser zyklische Verlauf sollte entscheidend für die Preisentwicklung und die Geldpolitik sein. Zwar haben auch strukturelle Entwicklungen wie demografische Faktoren oder die Digitalisierung Preiseffekte. Die Auswirkungen der älter werdenden Gesellschaft auf die Inflation sind empirisch allerdings nicht eindeutig.⁶ Der kontinuierliche Prozess der Digitalisierung hingegen bremst den Inflationsanstieg. Beispielsweise wird durch den Online-Handel die Preisinformation für den Kunden deutlich verbessert. Auf der Produktionsseite führen der Einsatz von Robotern und künstlicher Intelligenz sowie die Einführung von Industrie 4.0 zu Kostensenkungen und höherer Flexibilität. Empirische Untersuchungen kommen allerdings zu dem Ergebnis, dass die Effekte auf die Verbraucherpreise bislang eher bescheiden ausfallen.⁷

Zyklische Entwicklung für Notenbankentscheidend

Weiterhin preisdämpfende Effekte gehen von der Globalisierung aus, da sie den Wettbewerbsdruck deutlich erhöht. Allerdings könnte der weltweit zunehmende Protektionismus dem entgegen wirken. Das Zurückschrauben des freien Handels würde zu einem höheren Preisniveau führen und sich letztendlich weltweit schädlich auswirken. Handelsstrukturen ändern sich allerdings – wenn überhaupt – nur langsam, so dass die Effekte auf kurze Sicht vernachlässigbar sind. Trotzdem sollten sich wirtschaftspolitische Institutionen wie die EU-Kommission und die nationalen europäischen Regierungen weiterhin für ein möglichst hohes Maß an Freihandel einsetzen.

Globalisierung wirkt preisdämpfend

Die sogenannte Phillips-Kurve, die einen inversen empirischen Zusammenhang zwischen dem Auslastungsgrad einer Wirtschaft und dem Lohn- bzw. Preisanstieg beschreibt, scheint damit weiterhin gültig zu sein. Allerdings dürfte die Steilheit der Kurve abgenommen haben.⁸ Zudem ist der zeitliche Zusammenhang des Übertragungswegs von Lohnsteigerungen auf Preissteigerungen ggf. etwas verzögerter als in früheren Konjunkturzyklen. So bleibt die Frage, ob bisherige empirische Untersuchungen, die in der Regel ein Jahr Überwälzungszeit errechneten, heute so noch gültig sind.

⁶ Vgl. hierzu ECB: Low inflation in the euro area: Causes and consequences, Occasional Papers Series, No. 181, January 2017, S. 1-86, hier: S. 12.

⁷ Vgl. ECB: Low inflation..., S. 12 sowie Box 3, S. 71f.

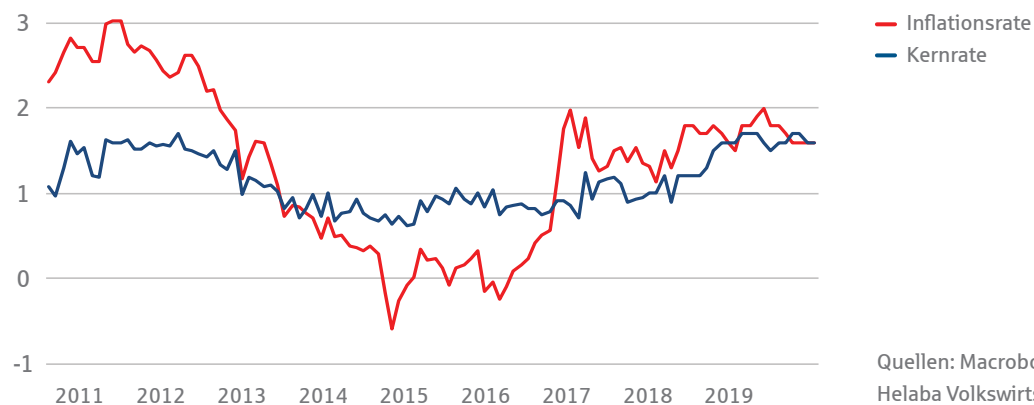
⁸ Vgl. ECB: Low inflation..., S. 9 sowie Helaba: Märkte und Trends 2018, Einkaufszentrum Nichts ist umsonst, S. 48f.

Gleichwohl können sich Preissteigerungen ggf. im Digitalisierungszeitalter – wenn dann erst einmal in Gang gekommen – durchaus auch schneller beschleunigen als bislang bekannt. Damit muss davon ausgegangen werden, dass die expansive Geldpolitik der EZB das Wachstum und den Auslastungsgrad im Euroraum erhöht. Mit Verzögerung führt dies auch zu höheren Lohnzuwächsen und einer ansteigenden Teuerungsrate.

Inflation nähert sich zögerlich EZB-Ziel

Die Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe gehen davon aus, dass die Wirtschaft im Euroraum auch 2018 mit knapp über 2 % deutlich expandieren wird. Auch für 2019 dürfte der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im gemeinsamen Währungsraum über seinem Potenzial liegen. Durch die beschriebenen Mechanismen könnte die Kernrate von aktuell 1 % allmählich auf nahe 2 % Ende 2019 ansteigen, auch wenn selbst unter den Chefvolkswirten der Sparkassen-Finanzgruppe eine hohe Unsicherheit und daher schlussendlich eine differenzierte Würdigung über einen Beginn sich beschleunigender Preise besteht.

Zögerlicher Anstieg der Kerninflation im Euroraum, in Prozent gegenüber dem Vorjahr



Die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum ist auf gutem Weg. Angesichts des aktuellen Wachstums- und Inflationsausblicks sowie des allgemeinen Finanzmarktumfeldes sollte die EZB schon in der ersten Jahreshälfte 2018 signalisieren, dass sie über den Exit aus der ultralockeren Geldpolitik nachdenkt. Im September sollte dann das Aufkaufprogramm beendet werden, bevor 2019 erste zinspolitische Maßnahmen wie die Erhöhung des Einlagezinses und im weiteren Verlauf die Anhebung des Refinanzierungssatzes zu beschließen wären.

EZB sollte jetzt handeln

Die Wirtschaftspolitik bleibt mit Blick auf potentiell wieder stärker steigende Inflationsraten in Deutschland und im Euroraum gefordert. So muss im Auge behalten werden, wie sich die Tarifsteigerungen in diesem Jahr in Deutschland im Zusammenhang mit den schon im letzten Jahr gestiegenen Löhnen in der EU und im Euroraum auf die öffentlichen Haushalte auswirken werden.

Zudem sollte zumindest mit Maß und Mitte vorgegangen werden, wenn über die Erhöhung des öffentlichen Konsums die Nachfrage weiter gesteigert werden soll und zudem auch öffentliche Investitionen forciert werden. Bereits jetzt sind im Baubereich stärker anziehende Preise aufgrund extrem ausgelasteter Kapazitäten zu verzeichnen.

Daher bleibt es entscheidend, das Potenzial an Produktionsmöglichkeiten zu erhöhen. Und gerade dazu sollten in der jetzt beginnenden Legislaturperiode mit der Förderung von Bildung und Forschung in mittlerer Sicht wichtige Weichen gestellt werden.

Dies hatten die Chefvolkswirte schon ausführlich im Januar 2018 in ihrem Standpunkt „Investitionen und Innovationen für Deutschland und Europa“ dargelegt.

Disclaimer

Das vorliegende Positionspapier der Chefvolkswirte entspricht nicht notwendigerweise der Haltung der DekaBank oder der Haltung der jeweiligen Landesbanken und Sparkassen oder des DSGVO.

Impressum

Herausgeber

Deutscher Sparkassen- und Giroverband
Abteilung Volkswirtschaft, Finanzmärkte
und Wirtschaftspolitik

Charlottenstraße 47

10117 Berlin

Telefon: 030 20225-5303

DSGV-Volkswirtschaft@DSGV.de

www.DSGV.de

Redaktionsschluss dieser Ausgabe

12. April 2018

Gestaltung

Franz Metz, Berlin

Bildnachweis

Seite 1: Sparkassenverlag

Verantwortlich

Pia Jankowski – DSGVO

Leitung Abteilung Volkswirtschaft, Finanzmärkte
und Wirtschaftspolitik

Pia.Jankowski@DSGV.DE

Dr. Reinhold Rickes – DSGVO

Leiter Volkswirtschaft

Europäische Wirtschafts- und Währungspolitik,
Finanzstabilität

Reinhold.Rickes@DSGV.DE

Hinweis

Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter
[http://www.dsgv.de/de/fakten-und-positionen/
Standpunkte_Chefvolkswirte.html](http://www.dsgv.de/de/fakten-und-positionen/Standpunkte_Chefvolkswirte.html)

ISSN

2509-3851