

## Eurozone: Geldpolitik sollte sich auf mehr Inflation vorbereiten

### AUTOR

Dr. Stefan Mütze  
Telefon: 0 69/91 32-38 50  
research@helaba.de

### REDAKTION

Dr. Stefan Mitropoulos

### HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

Helaba  
Landesbank  
Hessen-Thüringen  
MAIN TOWER  
Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon: 0 69/91 32-20 24  
Telefax: 0 69/91 32-22 44

Der Konjunkturausblick für die Eurozone ist bei einem erwarteten Wirtschaftswachstum von 2 % in diesem Jahr erneut günstig. Die Inflationsraten dürften sich allmählich dem Ziel der EZB nähern. Damit sollte die Notenbank den Ausstieg aus der ultra-lockeren Geldpolitik ins Auge fassen.

Die EZB hat in den vergangenen Jahren mit einer besonders expansiven 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, auch wenn am aktuellen Rand eine leichte Abkühlung unübersehbar ist. Dies gilt bislang noch nicht für das Inflationsziel der Notenbank von „unter, aber nahe 2 %“. Die Verbraucherpreise in der Eurozone stiegen im März 2018 um 1,4 %. 2017 lag der Wert bei jahresdurchschnittlich 1,5 %. Nachhaltig wurde die 2-Prozentmarke zuletzt vor sechs Jahren erreicht und sogar überschritten. Immerhin ist die 2014/2015 häufig diskutierte Deflationsgefahr definitiv gebannt.

### 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 Rezessionen 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 nur ein heuristisches Maß darstellen kann, sollten die geldpolitischen Weichen schon frühzeitig und 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.

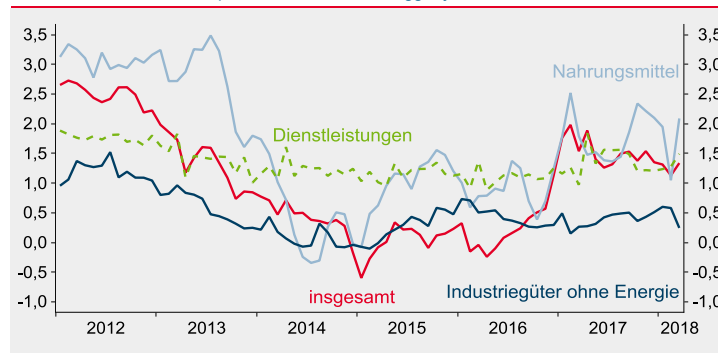
Überdurchschnittlich legen aktuell die Preise für Nahrungsmittel zu (vgl. Grafik S. 2). Die Kernrate, die diese Komponente und Energie herausrechnet, schwankt bereits seit Mitte 2013 um die 1-Prozentmarke. Ein Anstieg ist bislang nicht zu beobachten. Gebremst wird die Kernrate von Industriegütern ohne Energie, die im März mit 0,2 % gegenüber Vorjahr kaum teurer wurden, während Dienstleistungen um 1,5 % zulegten. 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 quali-

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

tätsbereinigten Preise deutlich. Dienstleistungen sind dagegen im Durchschnitt weniger der Globalisierung 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.

### Industriegüter dämpfen Inflation

Harmonisierte Verbraucherpreise der Eurozone, % gg. Vj.



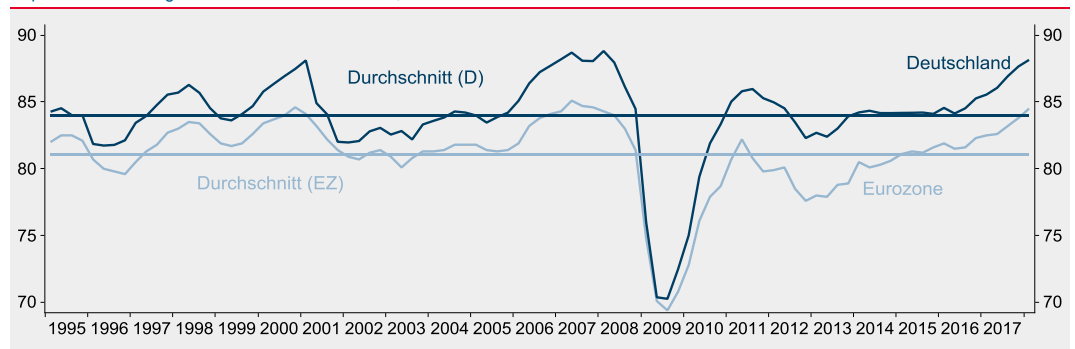
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Regionale Inhomogenität  
und Finanzmärkte  
fordern EZB

Für die 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. Die aktuelle Geldpolitik, die für den Durchschnitt des Währungsraumes angemessen erscheint, dürfte für einige Mitgliedsländer bereits zu expansiv ausfallen. Gravierender werden die Zielkonflikte, betrachtet man neben den klassischen Verbraucherpreisen auch die Bewertung von Assets. In den letzten Jahren haben beispielsweise die Immobilienbewertungen deutlich zugenommen. Auch im Durchschnitt der Eurozone sind die Preise für Wohnimmobilien bereits über dem Niveau vor der Wirtschafts- und Finanzkrise. Eine Blasenbildung ist bei einer Fortsetzung dieser Entwicklung zumindest in einzelnen Ländern nicht auszuschließen. Dies gilt auch für Deutschland, für das die Geldpolitik der Notenbank zu expansiv ist. Eine Korrektur der hohen Bewertungen an den Aktienmärkten hingegen hat zu Jahresbeginn schon eingesetzt.

### Kapazitätsauslastung: Vorkrisenniveau fast erreicht

Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe, %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Kapazitäten der deutschen Wirtschaft sind bereits seit 2017 überdurchschnittlich ausgelastet.<sup>1</sup> Auch in der gesamten Eurozone dürfte die Produktionslücke seit Herbst 2017 geschlossen sein und sich bis 2019 auf rund 1 % in Relation zum Produktionspotenzial öffnen.<sup>2</sup> 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, die sogenannte Phillips-Kurve, nicht mehr gegeben? Oder muss einfach mit gewissem Zeitverzug mit einem Anstieg der Inflation gerechnet werden?

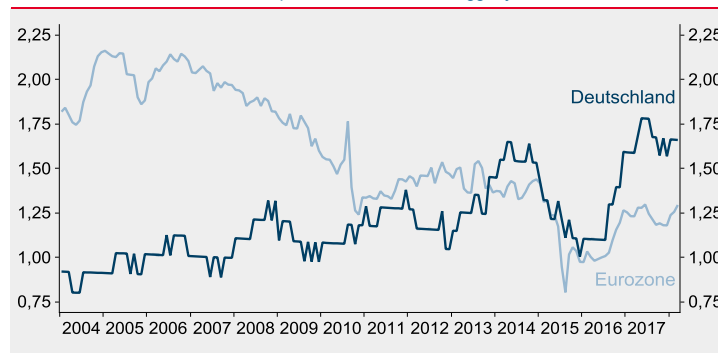
### Verbraucherpreisindizes trotz Digitalisierung weiterhin aussagekräftig

Begrenzte Bedeutung digitaler Produkte im Verbraucherpreisindex

Häufig wird argumentiert, die zunehmende Digitalisierung verringere den Aussagewert der Statistik, so dass das wahre Ausmaß der Inflation deutlich unterschätzt wird. Dies ist wenig wahrscheinlich, allein weil digitalisierte Produkte bislang eine eher geringe Bedeutung haben. Auch in einer umfangreichen Abgrenzung erreichen derartige Güter nur rund 10 % des aktuellen Warenkorbes in der deutschen Verbraucherpreisstatistik.<sup>3</sup> Beim harmonisierten Preisindex für die gesamte Eurozone dürfte sich dies kaum anders darstellen. Zudem wird bereits im bestehenden konzeptionellen Rahmen der Digitalisierung adäquat Rechnung getragen. So werden Änderungen der Handels- und Unternehmensstrukturen wie der zunehmende Online-Handel 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.<sup>4</sup>

### Deutsche Mieten im Aufwärtstrend

Mieten, Harmonisierte Verbraucherpreise der Eurozone, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Mieten steigen stärker

Die Verbraucherpreisstatistik könnte auch durch eine Untererfassung des Mietanstiegs verzerrt sein. Immerhin haben die Nettokaltnieten 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 die Eurozone 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 März 2018 wurden ebenfalls 1,6 % erreicht. Dieser Wert umfasst nicht nur städtische, sondern auch ländliche Regionen, wo sich Anpassungen langsamer und moderater vollziehen. Entscheidend ist, dass neu erstellte Wohnungen mit vermutlich deutlichen Anstiegen einen nur sehr geringen Anteil am gesamten Wohnungsbestand haben. Bestandsmieten hingegen bewegen sich häufig kaum.

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Vgl. ifo Konjunkturprognose, a.a.O., S. 37

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

<sup>4</sup> Vgl. hierzu Dieter Schäfer..., a.a.O., S. 2ff.

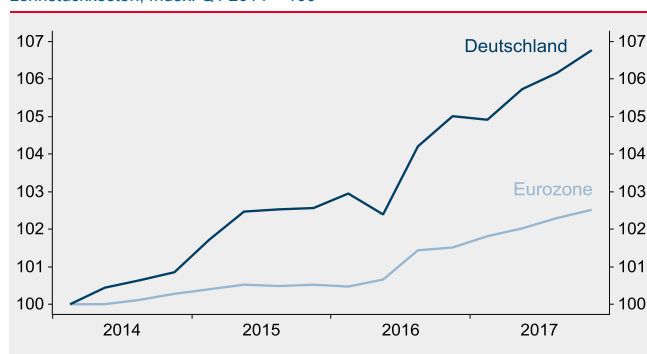
Das Statistische Bundesamt hat eine neue Mietenstichprobe eingeführt, um die tatsächliche Entwicklung repräsentativer zu erfassen.<sup>5</sup> Dabei handelt es sich um eine geschichtete Zufallsstichprobe, bei der einzelne, bislang unterproportional aufgenommene Wohnungssegmente (z.B. Mietangebote privater 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 erst mit der Umstellung auf das Basisjahr 2015 im Jahr 2019 vorgenommen. Mit erheblichen Änderungen der Mietanpassungen sollte hierdurch allerdings nicht gerechnet werden.

### Lohnstückkosten in der Eurozone steigen nur moderat

Geht man davon aus, dass die amtliche Statistik weiterhin aussagekräftig ist, bleibt die Frage, warum sich die Verbraucherpreise bislang so zögerlich entwickelt haben. Ein Hauptgrund dürfte sein, dass die Lohnstückkosten in der Eurozone seit 2014 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. Mit der kontinuierlichen Besserung am Arbeitsmarkt dürfte sich das zunehmend ändern. Dies gilt umso mehr als tendenziell höhere Lohnzuwächse auf nur moderate Produktivitätssteigerungen treffen, die zuletzt in der Eurozone unter der 1-Prozentmarke verharren.

#### Deutschland mit stärkerem Kostendruck

Lohnstückkosten, Index: Q1 2014 = 100

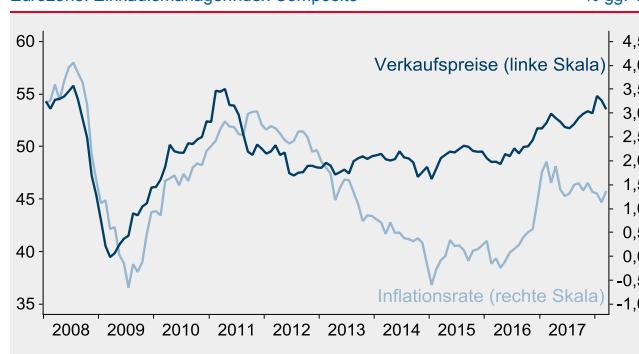


Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Die Unternehmen erhöhen ihre Verkaufspreise

Eurozone: Einkaufsmanagerindex Composite

% gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Hinzu kommt, dass bei steigender Auslastung der Produktionskapazitäten die Preismacht der Unternehmen zunimmt. Höhere Lohnstückkosten können dann leichter überwältigt werden. Genau dies ist selbst in der Eurozone bereits in Gang gekommen. Die Einkaufsmanagerbefragung zeigt, dass die Unternehmen des gemeinsamen Währungsraumes ihre Verkaufspreise deutlicher anheben wollen. Diese Tendenz ist auch bei den Erzeugerpreisen festzustellen. Effekte auf die Verbraucherpreise werden nicht ausbleiben.

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.<sup>6</sup> Der kontinuierliche Prozess der Digitalisierung hingegen bremst den Inflati-

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

<sup>6</sup> 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.

onsanstieg. 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.<sup>7</sup>

Globalisierung wirkt  
preisdämpfend

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.

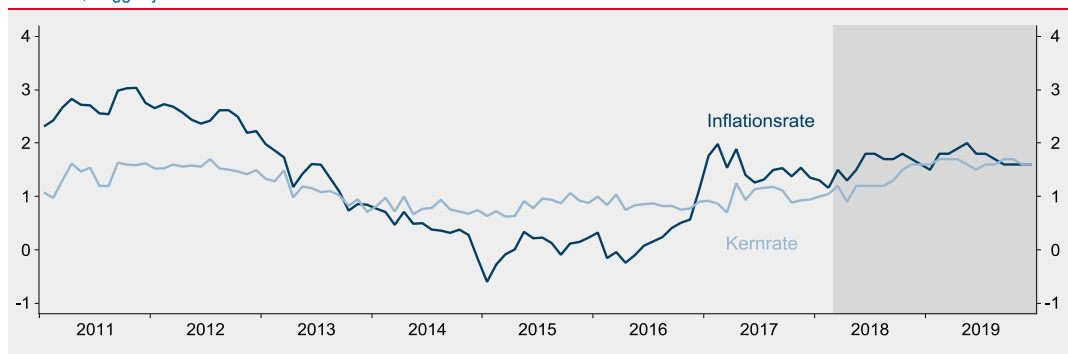
Die sogenannte Phillips-Kurve, die einen inversen empirischen Zusammenhang zwischen dem Auslastungsgrad einer Wirtschaft und dem Lohn- bzw. Preisanstieg beschreibt, scheint damit weiterhin gültig zu sein. Allerdings dürfte die Steilheit der Kurve abgenommen haben.<sup>8</sup> Damit muss davon ausgegangen werden, dass die expansive Geldpolitik der EZB das Wachstum und den Auslastungsgrad in der Eurozone erhöht. Mit Verzögerung führt dies auch zu höheren Lohnzuwächsen und einer ansteigenden Teuerungsrate.

### Inflation nähert sich zögerlich EZB-Ziel

Die Wirtschaft der Eurozone wird 2018 mit voraussichtlich 2 % erneut deutlich expandieren. 2019 dürfte sich der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts nur leicht auf 1,7 % verringern. Der gemeinsame Währungsraum wächst damit weiterhin über seinem Potenzial. Durch die beschriebenen Mechanismen dürfte die Kernrate von aktuell 1 % allmählich auf nahe 2 % Ende 2019 ansteigen. Geht man von verhältnismäßig stabilen Ölnotierungen aus, wird dies auch für die Gesamtinflationsrate gelten.

### Zögerlicher Anstieg der Kerninflation

Eurozone, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

EZB sollte jetzt handeln

Die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum ist auf einem guten 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 ultra-lockeren Geldpolitik nachdenkt. Im September sollte dann das Kaufprogramm beendet werden, bevor 2019 erste zinspolitische Maßnahmen wie die Erhöhung des Einlagezinses und im weiteren Jahresverlauf die Anhebung des Refinanzierungssatzes zu beschließen wären. ■

<sup>7</sup> Vgl. ECB: Low inflation..., S. 12 sowie Box 3, S. 71f.

<sup>8</sup> Vgl. ECB: Low inflation..., S. 9 sowie Helaba [„Märkte und Trends 2018, Einkaufszentrum – Nichts ist umsonst“](#), S. 48f.