

# Fokus

## Volkswirtschaft

Nr. 87, 26. März 2015

### Ist es wirklich nur der Ölpreis? Ein paar generelle Worte zur Inflation in der Eurozone

Autor:

Dr. Tobias Rehbock, Telefon 069 7431-2686, research@kfw.de

Die aktuell sehr niedrigen Inflationsraten in der Eurozone werden hauptsächlich mit dem gesunkenen Ölpreis in Verbindung gebracht. Das ist zwar richtig, aber nur die halbe Wahrheit: Auch unter Herausrechnung der Energiepreisentwicklung zeigte sich bis zuletzt ein Trend abnehmender Inflationsraten. Werden diese zu niedrig, ist das für Zentralbanken prinzipiell ein Grund zum Handeln, auch für die EZB. Denn zu niedrige Inflationsraten oder gar eine Deflation sind gesamtwirtschaftlich genauso problematisch wie zu hohe Inflationsraten.

Viel mehr als durch die Energiepreise wurde die Inflation in den letzten Jahren durch ihre fundamentalen Bestimmungsgründe beeinflusst. Im Wesentlichen sind dabei die desaströse Arbeitsmarktentwicklung und die schleppende gesamtwirtschaftliche Nachfrage in der Eurozone zu nennen. Die Inflationsraten werden sich erst dann wieder beleben, wenn diesbezüglich Besserung zu erkennen ist. Erste Anzeichen dafür gibt es.

Die Sicherung der Preis(niveau)stabilität ist in vielen Volkswirtschaften eine herausgehobene wirtschaftspolitische Aufgabe. Sie ist weltweit sehr oft das alleinige oder vorrangige Ziel der Zentralbanken, darunter auch der EZB. Das ist ein enormes Signal, denn schließlich gibt es für andere wirtschaftspolitische Ziele – wie zum Beispiel Vollbeschäftigung oder außenwirtschaftliches Gleichgewicht – keine gesonderten Institutionen, die damit betraut wären.<sup>1</sup> Warum hat Preisstabilität aber eine so hohe Bedeutung für eine Volkswirtschaft?

#### Inflation verursacht Kosten, aber Deflation auch

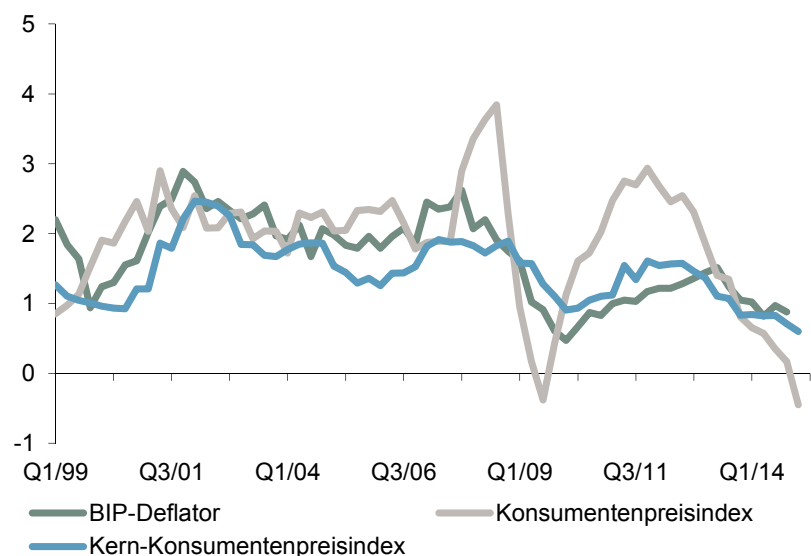
Die Kosten von Inflation, also dem im Lauf der Zeit schwindenden Wert des Geldes, sind für die meisten leicht einsichtig: Die Kaufkraft lässt nach, damit wird die Haltung von Bargeld und unverzinslichen Einlagen immer unattraktiver, obwohl diese andererseits im täglichen Leben für Bezahlvorgänge unumgänglich ist. Auch volkswirtschaftliche Verzerrungen, wie abnehmende Signal- und Steuerungsfunktion von Preisen auf Märkten, stellen Kosten dar, die durch Inflation entstehen. Unter solchen Bedingungen verlieren eine Volkswirtschaft und ihr Wachstum an Kraft. Außerdem kommt es bei unerwarteter Inflation zu Umverteilungen: Vor allem Schuldner sind die Gewinner, Gläubiger die Verlierer. All

diese Kosten fallen umso höher aus, je höher die Inflationsrate ist. Besonders drastisch deutlich werden die Kosten der Geldentwertung bei der Hyperinflation, wie es sie in Deutschland Anfang der Zwanzigerjahre gab.

Das Ziel, Preisstabilität zu sichern, impliziert aber auch, dass Preise nicht über längere Zeit sinken sollten. Tun sie das (gesamtwirtschaftlich und auf breiter Front) doch, dann spricht man von Deflation. Auch Deflation verursacht Kosten, was für Privathaushalte oft weniger einsichtig ist, denn schließlich sorgt die Deflation für steigenden Geldwert im Lauf der Zeit. Diese Freude währt aber nicht lange: Wenn Preise zurückgehen, leiden die Unternehmen an sinkenden Erlösen. Sinkende Einnahmen für Unternehmen verschlechtern deren wirtschaftliche Aussichten und damit deren Investitionsbereitschaft. Das hat Rückwirkungen auf den Arbeitsmarkt und die Lohnentwicklung, was dann letztlich auch die Kaufbereitschaft der privaten Haushalte einschränkt, trotz sinkender Preise. Die Gewinner-Verlierer-Rechnung bei Deflation ist spiegelbildlich zur Inflation: Die

#### Grafik 1: Verschiedene Inflationsmaße für die Eurozone

Veränderung gegenüber dem jeweiligen Vorjahresquartal (Prozent)\*

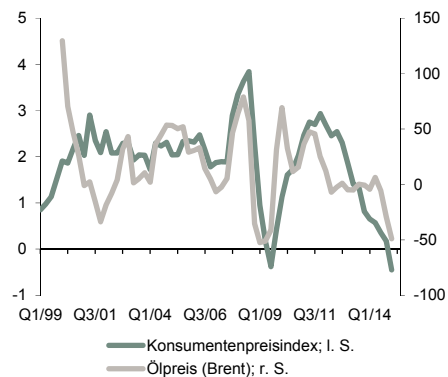


\* Werte für Q1/2015: Ohne März

Quelle: Feri

**Grafik 2: Inflation und Ölpreis (Eurozone)**

Veränderung gegenüber dem jeweiligen Vorjahresquartal (Prozent)\*



\* Werte für Q1/2015: ohne März (Kerninflation) bzw. bis einschl. 23.3.2015 (Ölpreis)

Quelle: Feri, Bloomberg, eigene Berechnungen

Verlierer sind nun die Schuldner, die Gläubiger profitieren dagegen. Ein Beispiel für eine verheerende Deflationsphase sind die Jahre der Weltwirtschaftskrise ab 1929.

Diese Gefahren sowie die genannten Erfahrungen sind die wichtigsten Gründe dafür, dass der Erhaltung der Geldwertstabilität eine besondere Aufmerksamkeit zukommt, die andere wirtschaftspolitische Ziele in der Weise nicht kennen.

**Inflation und Geldpolitik**

Als Maß für eine ausgewogene, von Wirtschaft, Öffentlichkeit und Zentralbank selbst akzeptierte Inflationsrate haben sich international etwa zwei Prozent etabliert: Das ist weit genug entfernt vom Deflationsbereich, gleichzeitig kommen die Kosten der Inflation noch kaum zum Tragen.<sup>2</sup> Die EZB hat sich „unter, aber nahe bei zwei Prozent“ zum Ziel gesetzt.

Die Zentralbanken bekämpfen zu hohe Inflationsraten mit einer restriktiven Geldpolitik, d. h. in der Regel mit Leitzinserhöhungen.<sup>3</sup> Grundsätzlich funktioniert das auch. Umgekehrt kann eine Zentralbank Deflation mit einer expansiven Geldpolitik, also sinkenden Zinsen bekämpfen, nur ist dies ungleich schwerer. Sinkende Zinsen sollen zusätzliche Kreditaufnahme anregen, dies passiert in einem deflationären Umfeld aber gerade nicht, denn wie oben bereits angesprochen, verlieren Schuldner bei sinkenden Preisen: Ihre Schuldenlast wird real immer größer. Das ist kein Anreiz für zu-

sätzliche Kreditaufnahme.

**Verschiedene Inflationsmaße**

Das geläufigste Maß zur Messung der Inflationsrate ist die Veränderung des Konsumentenpreisindex. An diesem Maß orientieren sich auch die Zentralbanken. Das ist eine sehr stark an den Lebenshaltungskosten der privaten Verbraucher orientierte Sicht. Allerdings spiegeln Konsumentenpreise nicht das komplette Preisniveau einer Volkswirtschaft wider. Preise für Investitionsgüter etwa (wie z. B. Maschinen) werden darin nicht berücksichtigt, weil sie für private Haushalte keine Rolle spielen. Das eigentlich geeignetere Maß ist der BIP-Deflator.<sup>4</sup> Dieses Inflationsmaß beinhaltet zwar ebenfalls Energiepreise, aber letztere haben darin ein wesentlich geringeres Gewicht als im herkömmlichen Konsumentenpreisindex.

Betrachtet man die Inflationsentwicklung in der Eurozone seit ihrer Gründung (Grafik 1), dann fällt auf, dass sich während und nach der Finanz- und Wirtschaftskrise in der Verbraucherpreisinflation starke Ausschläge zeigten. Zum Teil können diese auf Ölpreisschwankungen zurückgeführt werden (Grafik 2), aber auch die Kerninflations- und BIP-Deflatorrate weisen seit Anfang 2013 einen Abwärtstrend auf („Disinflation“). Im Vergleich zu den Jahren vor der Finanz- und Wirtschaftskrise erscheint das gegenwärtige Inflationsumfeld strukturell schwächer zu sein. Das ist ein Problem, denn damit liegen die derzeitigen Inflationsraten weit entfernt vom Inflationsziel der EZB, und zwar auch unter Herausrechnung der Energiepreisentwicklung. Worin könnten die Gründe dafür liegen?

**Angebotssicht: Die Unternehmen und die Arbeitskraftanbieter**

Ein wesentlicher Einflussfaktor für die Preise von Waren und Dienstleistungen sind die Herstellungskosten. Den größten Anteil an der Kostenstruktur der Unternehmen (des Verarbeitenden Gewerbes) haben Material- (ca. 60 %) und Lohnkosten (ca. 20 %). Muss ein Unternehmer für diese Inputfaktoren weniger zahlen (bzw. sind die Preissteigerungen dafür nur noch sehr schwach), dann macht sich das auch in den Endproduktpreisen bemerkbar, sofern das Unternehmen nicht im Gegenzug seine Ge-

winnmarge ausweitet. Je permanenter die Entwicklungen im Herstellungskostenbereich sind und je stärker der Wettbewerb ist, umso eher ist aber anzunehmen, dass diese Kostenentwicklungen in den Verbraucherpreis durchschlagen und nicht (vollständig) durch Anpassungen der Margen aufgefangen werden.

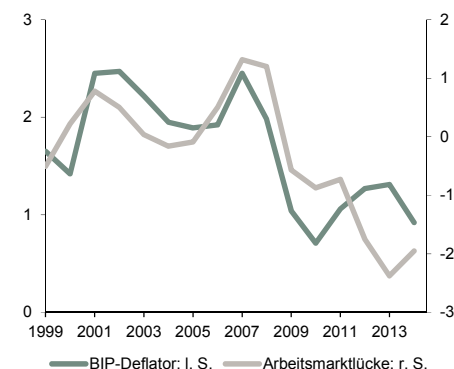
Einen Teil der Erklärung für die niedrigen Inflationsraten liefern in diesem Zusammenhang dann doch die Energie- und Rohstoffpreise, denn diese spielen natürlich auch für die Entwicklung der Materialkosten eine zentrale Rolle. Die Zuwachsrate des CRB-Commodity-Preisindex<sup>5</sup> fiel von ihrem Höchststand von 40 % Anfang 2010 bis auf -6 % im Januar 2015. Das schlägt sich dann auch in den Konsumentenpreisen nieder, und zwar auch in der Abgrenzung ohne Energiepreise.

Ein weiterer fundamentaler Faktor ist die Lohn- und Gehaltsentwicklung. Diese ist wiederum durch die Lage am Arbeitsmarkt determiniert: Ist die Arbeitslosigkeit niedrig, dann können die Arbeitnehmer höhere Löhne bzw. größere Lohnsteigerungen durchsetzen. Diese gestiegenen Kosten geben die Unternehmer dann an den Endverbraucher in Form höherer Güterpreise weiter. Im Fall hoher Arbeitslosigkeit gilt äquivalent Umgekehrtes.

In der Eurozone ist die Arbeitslosigkeit von 2008 bis 2013 fast kontinuierlich angestiegen (abgesehen von einer zwischenzeitlichen „Verschnaufpause“ 2010

**Grafik 3: Inflation und Arbeitslosigkeit (Eurozone)**

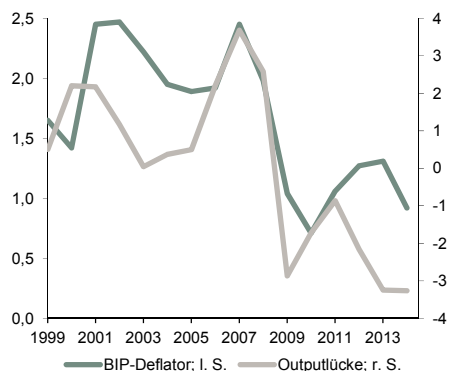
BIP-Deflator: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent); Arbeitsmarktlücke: NAIRU abzüglich Arbeitslosenquote (Prozentpunkte)



Quelle: Feri, OECD, eigene Berechnungen

**Grafik 4: Inflation und Outputlücke (Eurozone)**

BIP-Deflator: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent); Outputlücke: Potenzial-BIP abzüglich tatsächliches BIP, bezogen auf Potenzial-BIP (Prozent)



Quelle: Feri, OECD, eigene Berechnungen

bis Mitte 2011) und sinkt erst seit Mitte 2013 wieder. Sie lag dabei, das ist der entscheidende Punkt, seit 2009 ununterbrochen über der inflationsneutralen Arbeitslosenrate („NAIRU“).<sup>6</sup> Es ist daher nicht überraschend, dass Lohndruck nach oben fehlt und damit auch die Inflationsrate in diesem Zeitraum immer niedriger geworden ist (Grafik 3).

Dieser Zusammenhang zeigt sich nicht nur in der Eurozone insgesamt, sondern auch mit Blick auf die wichtigsten Volkswirtschaften innerhalb des Euroraumes. In Frankreich, Italien und Spanien ist die Differenz zwischen der NAIRU und der Arbeitslosenquote (Arbeitsmarktlücke) seit 2007/2008 fallend und verharrt seit 2009 im Negativbereich. In Deutschland ist die Situation ein wenig anders: Hier präsentierte sich der Arbeitsmarkt in den letzten Jahren sehr stabil. Dennoch ist die Arbeitsmarktlücke hier zu Lande ebenfalls seit 2009 negativ, aber längst nicht so stark und vor allem nicht mit einem so deutlichen Abwärtstrend wie in den anderen großen Ländern. Demzufolge entwickelte sich in Deutschland auch die Inflationsrate (gemessen am BIP-Deflator) etwas stabiler als in der Eurozone insgesamt (1,7 % im Durchschnitt von 2014 gegenüber 0,9 % in der gesamten Eurozone).

**Nachfragesicht: Gekauft wird (eben nicht) immer**

Die Herstellungskosten eines Produktes sind nicht die einzige Einflussgröße auf dessen Preis, sie bilden aber eine Untergrenze. Welchen Preis ein Unterneh-

men letztlich für ein Produkt durchsetzen kann, hängt wesentlich von der Nachfragesituation ab: Ist die Nachfrage niedrig, spricht das für niedrige oder gar sinkende Preise; starke Nachfrage entsprechend für hohe bzw. steigende Preise.

Wie stark die Nachfragesituation auf die Preise wirkt, hängt von den Produktionskapazitäten eines Unternehmens ab. Wenn diese komplett ausgereizt sind, kann steigende Nachfrage nur noch über steigende Preise gedrosselt werden; je mehr sie dagegen unterschritten werden, desto eher sollte über sinkende Preise die Nachfrage wieder angekurbelt werden. Gesamtwirtschaftlich wird somit am Grad der Über- bzw. Unterauslastung einer Volkswirtschaft deutlich, ob eher ein preistreibendes oder ein preisdämpfendes Umfeld herrscht.<sup>7</sup>

In der Eurozone war in den letzten Jahren ganz klar Letzteres der Fall: Die Unterauslastung (Nachfragerlücke) der Eurozonen-Ökonomie betrug 2014 laut OECD durchschnittlich fast 3½ % – so viel wie nie zuvor seit der Gründung des gemeinsamen Währungsraumes 1999 (Grafik 4). Mit anderen Worten: Die Nachfrage in der Eurozone war 2014 schwach wie nie. Dafür gibt es eine Reihe von Gründen. Zu nennen sind insbesondere:

- die Arbeitsmarktlage: Die hohe Arbeitslosigkeit wirkt nicht nur (wie oben diskutiert) angebotsseitig über stagnierende oder sinkende Löhne auf die Preise, sondern natürlich auch nachfrageseitig. Wer arbeitslos ist, fragt weniger nach.
- die restriktive Fiskalpolitik: Die Sanierung öffentlicher Haushalte in der Eurozone stellt auf jeden Fall einen Nachfrageentzug dar, egal wie man die einzelnen Maßnahmen bewertet. Zum Teil waren die Einschnitte in die Budgets, vor allem in den Peripherieländern, aber so drastisch, dass der Nachfrageentzug des Staates unmittelbare und deutliche Zweitrundeneffekte in der Privatwirtschaft hatte, nicht zuletzt über steigende Unsicherheit und zunehmende Perspektivlosigkeit.
- die Investitionsschwäche: Abseits von konjunkturellen Einflüssen hat die Bedeutung der Investitionsnachfrage in den

letzten Jahren abgenommen. Die Investitionsquote (Bruttoanlageinvestitionen am BIP) sank von über 23 % (2007) auf unter 20 % (2014). Um die Investitionsquote nach 2007 bei 23 % konstant zu halten, hätten die Investitionen um (aufsummiert) 1,6 Billionen EUR höher ausfallen müssen.

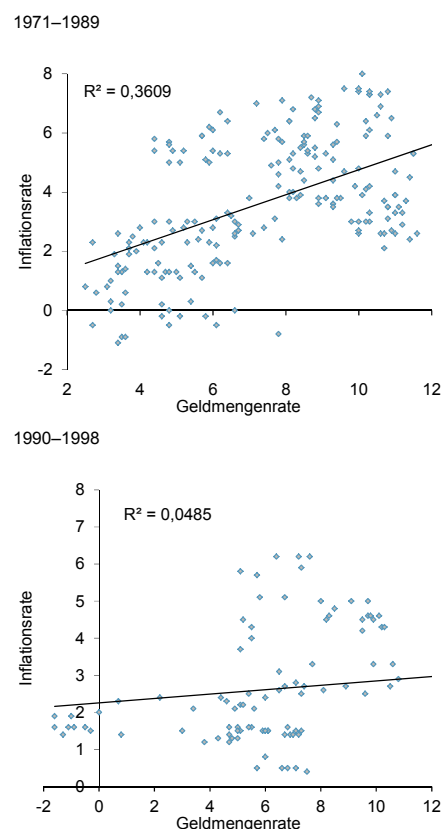
Die niedrigen Inflationsraten in der Eurozone sind also auch vor dem Hintergrund der gesamtwirtschaftlichen Nachfrageentwicklung nicht überraschend. Auch für die einzelnen Euroraum-Volkswirtschaften gilt der Zusammenhang zwischen Nachfragerlücke und Inflationsentwicklung ausnahmslos relativ deutlich.

**Die monetäre Sicht: Does money really matter?**

Money matters – Geld beeinflusst alles – ist das Credo derjenigen, die der Meinung sind, dass die wichtigste Einflussgröße auf die Inflationsentwicklung die Geldmenge ist. Die Geldmenge ist die

**Grafik 5: Geldmengenexpansion und Inflationsrate (Deutschland)**

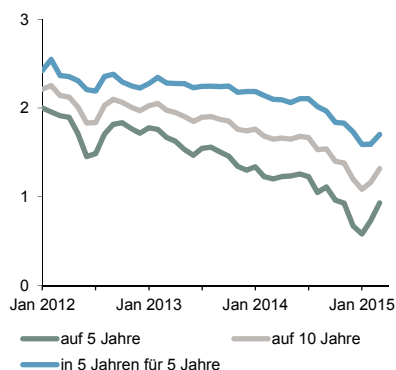
Wachstum der Geldmenge (M3) ggü. Vorjahresmonat und Inflationsrate (jeweils in Prozent) sowie Bestimmtheitsmaß



Quelle: Feri, eigene Berechnungen

**Grafik 6: Vom EUR-Swapmarkt abgeleitete Inflationserwartungen**

Prozent p. a.



Quelle: Bloomberg

Summe aller Finanzinstrumente, die für Zahlungszwecke eingesetzt werden können. Dazu gehören neben jenen finanziellen Aktiva, die unmittelbar für Zahlungen genutzt werden können (z. B. Bargeld und Giroeinlagen) auch solche, die relativ schnell in Zahlungsmittel umwandelbar sind (z. B. Geldmarktkonten oder Sparbücher). Wenn ein Privathaushalt oder ein Unternehmen mehr „Kasse“ zur Verfügung hat, dann fragt es mehr nach. Bei gleich bleibendem Angebot hat das gesamtwirtschaftlich dann einen inflationstreibenden Effekt.

Die Geldmengenentwicklung gilt vielen als langfristig wichtigster Einfluss auf die Inflationsentwicklung. Daher rührt auch, dass Zentralbanken mit dem Ziel der Preisstabilität betraut sind, denn Zentralbanken sind gerade jene Institutionen, welche die monetären Bedingungen einer Volkswirtschaft bestimmen. Allerdings hat der Zusammenhang von Geldmengenentwicklung und Inflationsrate in den letzten 2½ Jahrzehnten an Kraft eingebüßt (Grafik 5). Der Zusammenhang zwischen Geldmengenexpansion und Inflationsrate in Deutschland (gemessen am Bestimmtheitsmaß,  $R^2$ ) hat seit Beginn der Neunzigerjahre deutlich abgenommen ( $R^2$  rd. 5 %), im Gegensatz zu den Siebziger- und Achtzigerjahren ( $R^2$  rd. 35 %).<sup>8</sup> Nichtsdestoweniger hat natürlich auch die Geldmengendynamik nach 2008 deutlich abgenommen und passt deshalb auch

grundsätzlich zur schwachen Inflationsdynamik.

Zusammengenommen ist es die gesamtwirtschaftliche „Großwetterlage“, mit der die niedrigen Inflationsraten in der Eurozone begründet werden können: Rekordhohe Arbeitslosigkeit, sehr schwache private und öffentliche Nachfrage und damit eine schwache konjunkturelle Entwicklung.

### Wie sind die Perspektiven?

Die zukünftige Entwicklung der Inflationsraten in der Eurozone ergibt sich aus den Perspektiven für die grundsätzlichen Einflussfaktoren. Grundsätzlich bessern sich aktuell die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der Eurozone. Die konjunkturelle Dynamik wird wieder zunehmen, weil die private Nachfrage nach und nach an Kraft gewinnt. Die Finanzierungsbedingungen beginnen sich zu verbessern; so nehmen z. B. die Kreditzinsunterschiede zwischen den Peripherieländern und Deutschland aktuell ab. Zusätzlich wird in einigen Euroraumländern das Tempo der fiskalischen Konsolidierung gesenkt, sodass das Ausmaß der restriktiven Impulse aus den Staatssektoren etwas abnimmt. Davon wird perspektivisch auch der Arbeitsmarkt in der Eurozone profitieren. Noch ist die hohe Arbeitslosigkeit ein die gesamtwirtschaftliche Nachfrage deutlich hemmender Faktor, jedoch hat die Arbeitslosenquote in der Eurozone ihren Höhepunkt bereits hinter sich gelassen. Da gemäß OECD die inflationsneutrale Arbeitslosenquote in den kommenden beiden Jahren konstant bleibt, wird somit die Anspannung am Arbeitsmarkt zwar langsam, aber dennoch Schritt für Schritt abnehmen. Dies festigt die Konsumnachfrage und erhöht perspektivisch die Lohndynamik. Zudem wird die Geldpolitik der EZB sehr expansiv ausgerichtet bleiben.

Dies zusammen führt zu dem Schluss, dass die Inflationsrate, vor allem in der BIP-Deflator- und Kernabgrenzung, dieses und kommendes Jahr zwar niedrig bleibt, dabei aber langsam ansteigen wird. Sollte der Ölpreis im Rest des Jah-

res konstant bleiben, dann verschwindet dessen deflationärer Einfluss auf die Inflationsrate gegen Ende des Jahres. Das zeigt sich auch in den Kapitalmarkt-basierten langfristigen Inflationserwartungen, die etwa seit Jahresbeginn wieder begonnen haben zu steigen (Grafik 6).

Für die Eurozone existieren aber nach wie vor hohe Risiken, welche die wirtschaftliche Erholung nicht nur gefährden, sondern auch in eine Rezession umkehren können. Dazu gehören besonders die problematische Lage in Griechenland und die Auseinandersetzungen mit Russland; Faktoren, die jeder für sich ein erhebliches ökonomisches Abwärtsrisiko für die Eurozone beinhalten, sollten sie sich verschärfen. In so einem Fall würden auch die Inflationsraten wieder nach unten tendieren.

### Fazit

Die schon seit mehreren Monaten (zu) niedrigen Inflationsraten im Euroraum ausschließlich mit dem gesunkenen Ölpreis zu begründen, greift zu kurz. Denn auch der umfassendere BIP-Deflator und die Kerninflationsrate befinden sich seit Anfang 2013 in einem Abwärtstrend und liegen aktuell weit unter dem früher üblichen durchschnittlichen Niveau.

Die Hauptursache für das Inflationsumfeld in der Eurozone ist in der insgesamt sehr angeschlagenen Euroraum-Wirtschaft mit zurückbleibender Nachfrage und hoher Arbeitslosigkeit zu suchen. Angesichts der im Großen und Ganzen sich sehr gut entwickelnden deutschen Volkswirtschaft mit einer soliden Beschäftigungslage gerät dies hier zu Lande manchmal aus dem Blick. Insofern ist aus gesamteuropäischem Blickwinkel auch das expansive Handeln der EZB gerechtfertigt.

Besserung für die gesamtwirtschaftliche Lage in der Eurozone ist in Sicht. Das wird sich auch in den Inflationsraten niederschlagen, allerdings nur langsam. ■

<sup>1</sup> Immerhin ist die US-amerikanische Zentralbank neben der Sicherung der Geldwertstabilität auch dem Ziel eines möglichst hohen Beschäftigungsstandes („maximum employment“) verpflichtet.

<sup>2</sup> Der Umstand, dass mit den angestrebten etwa 2 % zwischen Zielinflationsrate und der Nulllinie eine Art „Sicherheitsabstand“ eingehalten wird, hat verschiedene Gründe. Insbesondere zu nennen sind dabei erstens Messfehler, die zu einer Überzeichnung der offiziellen Inflationsrate führen und die daher annehmen lassen, dass die tatsächliche Inflation niedriger liegt, zweitens der Durchschnittscharakter von Inflationsraten, der für einzelne Regionen oder Länder auch immer weitaus geringere Inflationsraten impliziert als die offiziell (durchschnittlich) vermeldete, sowie drittens die Möglichkeit der Gewährung nominaler Lohnzuwächse, die nicht zwingend mit realen Zuwächsen einhergehen. Gegen diese Gründe lassen sich aber auch immer Gegenargumente ins Feld führen, vgl. Rohde, A. (2014), Unkonventionelle Maßnahmen der Geldpolitik: Eine kritische Beurteilung, in: Universität Tartu, Technische Universität Tallinn u. a. (Hrsg.), Estnische Gespräche über Wirtschaftspolitik: Aktuelle wirtschaftspolitische Probleme in der Europäischen Union, Nr. 2/2014, Berlin, Tallinn, S. 111–130.

<sup>3</sup> Zentralbanken haben neben dem Leitzins natürlich auch andere Instrumente, um restriktive (bzw. expansive) Geldpolitik umzusetzen, gleichwohl hat die Leitzinspolitik trotz der jüngst zugenommenen Bedeutung anderer Instrumente nach wie vor eine herausgehobene Bedeutung.

<sup>4</sup> Der BIP-Deflator ist ein Preisindex, der dem Unterschied zwischen nominaler und realer BIP-Entwicklung entspricht. Darüber hinaus haben „Kernindizes“ eine hohe Bedeutung für die Inflationsmessung. Das sind um sehr volatile Komponenten, v. a. Nahrungsmittel- und Energiepreise, bereinigte Inflationsmaße.

<sup>5</sup> Commodity Research Bureau, All Commodities Spot Index

<sup>6</sup> Die *Non-Accelerating Inflation Rate Of Unemployment* (NAIRU) ist jene (geschätzte) Arbeitslosenquote, die mit einer stabilen Inflationsrate vereinbar ist. Unterschreitet die tatsächliche Arbeitslosenquote die NAIRU, ist mit Lohnsteigerungen zu rechnen, die dann die Inflationsrate ansteigen lassen. Bei Überschreitung der NAIRU entsteht tendenziell ein inflationsdämpfender Effekt. Die Differenz zwischen der NAIRU und der tatsächlichen Arbeitslosenquote ist demgemäß ein Maß für die Anspannung am Arbeitsmarkt und damit für einen inflationstreibenden bzw. inflationsdämpfenden Einfluss.

<sup>7</sup> Die Über- bzw. Unterauslastung ergibt sich aus dem Unterschied des tatsächlichen BIP zum Potenzial-BIP, welcher zum Potenzial-BIP ins Verhältnis gesetzt wird.

<sup>8</sup> Dies zeigt sich nach 1999 auch für die Eurozone, wenn zurückgerechnete Daten für den Zeitraum von 1980 bis 1998 gegenübergestellt werden.