

»» Trotz temporär höherer Inflation – die EZB-Politik bleibt unverändert

Nr. 162, 1. März 2017

Autoren: Dr. Philipp Ehmer, Telefon 069 7431-6197,
Dr. Sebastian Wanke, Telefon 069 7431-9784, research@kfw.de

Nach Jahren mit meist zu niedrigen Preissteigerungen scheint sich die Inflation in Deutschland merklich zu beschleunigen. Die aktuellen Preisanstiege sind aber größtenteils temporären Faktoren geschuldet. Eine nachhaltige Normalisierung der Inflation hat bisher nicht stattgefunden, erst recht nicht im Euroraum insgesamt. Insofern bleibt auch die Geldpolitik der EZB unverändert.

Die Debatte um die Geldpolitik in der Eurozone sollte nicht aus nationaler Perspektive geführt werden. Aufgrund der Größe und Heterogenität des Euroraums kann die einheitliche Geldpolitik nicht für alle Volkswirtschaften jederzeit optimal ausgerichtet sein. Genau wie die Zinsen heute für Deutschland wahrscheinlich zu niedrig liegen, hat das Land zwischen 2002 und 2005 davon profitiert, dass die EZB nicht an der Zinsschraube gedreht hat.

Übertriebene Inflationssorgen in Deutschland

Der inflationäre Schub infolge der lockeren Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) bleibt nach wie vor aus. Daran ändern auch die deutschen Inflationszahlen der letzten Monate nichts. Im Februar lag die allgemeine Preissteigerungsrate in Deutschland gegenüber dem Vorjahr bei 2,2 %. Damit wurde die Zwei-Prozent-Marke zum ersten Mal seit Ende 2012 wieder überschritten. Einige fordern daher jetzt den Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik.

Die Inflationssorgen sind jedoch übertrieben, denn der Grund für die zurzeit spürbar höhere Inflationsrate sind die heftig schwankenden Energiepreise der letzten zwölf Monate: Der Ölpreis war Anfang 2016 stark gefallen. Inzwischen hat er sich wieder erholt. Entsprechend hoch ist derzeit sein Beitrag zur Gesamtinflation. Steigt der Ölpreis nicht weiter (was durchaus plausibel ist), fällt die Energiepreis-inflation schon bald Richtung null zurück. Da Energiepreise die Gesamtinflation nicht nur direkt, sondern auch indirekt beeinflussen, z. B. über steigende Kosten in der Lebensmittelproduktion, treibt der Ölpreis auch andere Komponenten des Verbraucherpreisindex. Doch auch hier gilt: Der Effekt ist kurzlebig.

Mit anderen Worten: Die aktuell höheren Preissteigerungs-raten sind zu einem großen Teil temporären Faktoren geschuldet und werden im weiteren Jahresverlauf wieder zurückgehen.¹ Die gewonnene Kaufkraft aus den niedrigen Ölpreisen war damit zum Teil nur von kurzer Dauer. Die Kerninflation, die besonders volatile Elemente der Preisentwicklung ausklammert, nämlich Energie- und Lebensmittelpreise,

bleibt daher auch in Deutschland mit rund 1,5 % auf einem schwächeren Niveau, auf dem sie sich schon seit 2012 hält.

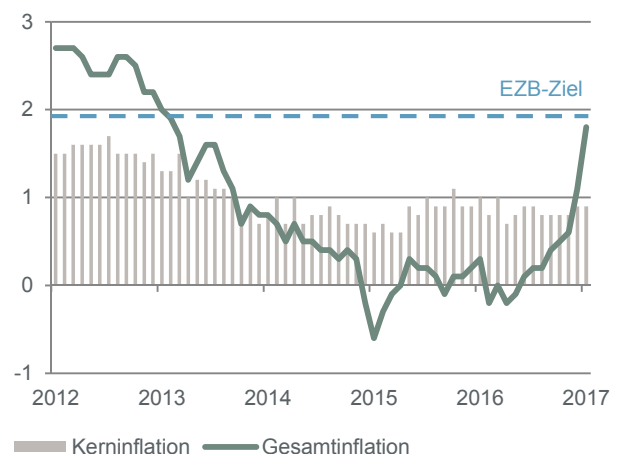
Inflation im Euroraum deutlich niedriger

Die EZB richtet sich bei geldpolitischen Entscheidungen aber ohnehin nach den wirtschaftlichen Entwicklungen im Euro-raum als Ganzem. Für dessen Inflation gilt Ähnliches wie für Deutschland: Die Jahreststeuerung wird sich getrieben von der Energiekomponente nur vorübergehend beschleunigen.

Für die Beurteilung der Inflation in der Eurozone insgesamt kommen aber noch zwei weitere Unterschiede zum Tragen. Erstens liegt die Kerninflation in der Eurozone um rund einen halben Prozentpunkt niedriger als in Deutschland, also noch weiter entfernt von Preisstabilität. Zweitens weichen die Inflationsraten im Euroraum stark voneinander ab. Im wirtschaftlich erfolgreichen Deutschland ziehen die Preise derzeit im Vergleich zu anderen Euroländern stärker an. Beim Euro-Schwergewicht Frankreich hinkt die Inflation dagegen hinterher und betrug im Februar einschließlich des Ölpreiseffekts nur 1,4 %. Diese mangelnde Konvergenz ist nicht gut, aber sie muss Eingang in die geldpolitische Steuerung finden.

Grafik 1: Inflation zu lange zu niedrig

Inflation im Euroraum (in Prozent gg. Vj.)



Quelle: EZB

EZB bleibt auf Kurs

Aus drei Gründen dürfte die EZB ihren Kurs daher fortsetzen:

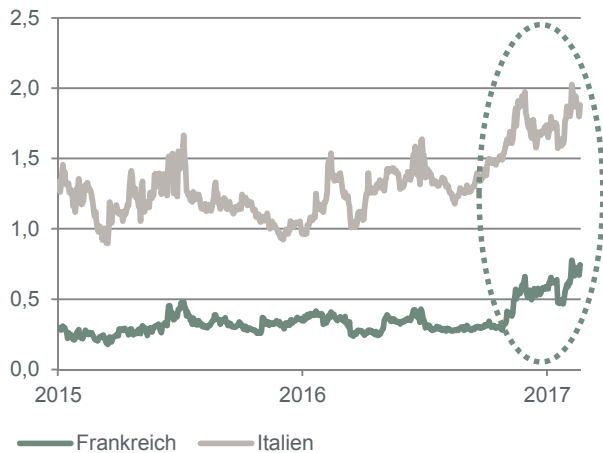
- Erstens ist das Ziel einer Inflation von 2 % bisher nicht nachhaltig erreicht. Das signalisiert am besten die Kerninflation, die im Euroraum seit Jahren bei nur etwa 1 % liegt

(Grafik 1). Eine Teuerungsrate zu nah an der Nulllinie ist problematisch, da ein Abrutschen in den negativen Bereich nicht ausgeschlossen werden kann. Die Kosten einer Deflation sind dabei außerordentlich hoch.

- Zweitens halten die Maßnahmen der EZB den Kreditkanal in denjenigen Volkswirtschaften offen, deren Banken besonders mit den Altlasten der Finanzkrise und den neuen Regulierungsvorschriften zu kämpfen haben. Niedrige Zinsen setzen darüber hinaus Anreize für Investitionen in den Unternehmen. Zudem stärkt die EZB das Vertrauen in die Banken und wirkt Liquiditätsrisiken entgegen. Damit adressiert sie auch das Risiko plötzlicher Kapitalabflüsse, das zuletzt im Euroraum gestiegen war, wie die Renditeabstände bei den Staatsanleihen zeigen (Grafik 2). Solch eine Entwicklung kann schnell die Konjunktur belasten.
- Drittens erleichtert die Geldpolitik der EZB eine Konvergenz bei der Wettbewerbsfähigkeit. Ein ausreichend hohes Inflationsniveau in der Eurozone insgesamt ist notwendig, damit einzelne Volkswirtschaften mittels unterdurchschnittlicher Lohn- und Preissteigerungen ihre Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellen können.

Grafik 2: Spreizung der Zinssätze nimmt wieder zu

Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, Abstände zu Deutschland (in Prozent)



Quelle: Datastream

Positive Wirkungen auch hier zu Lande

Die Politik der EZB hat eine Reihe von positiven Folgen, die sich auch in Deutschland bemerkbar machen:

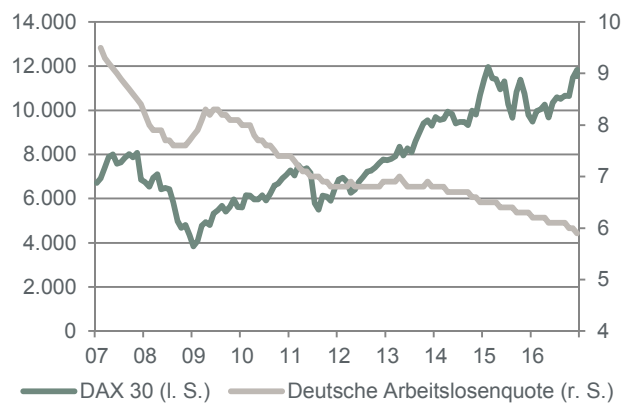
- Die Zinsen für Hypothekenkredite sind laut Bundesbankstatistik nach Ausbruch der Finanzkrise kontinuierlich gesunken, für Laufzeiten zwischen ein und fünf Jahren im Durchschnitt fast um die Hälfte auf nun rund 2 %. Immobilienfinanzierungen sind damit so günstig wie noch nie.
- Die Vermögenspreise, vor allem von Immobilien und Aktien sind gestiegen. Auch durch das entschlossene Handeln der EZB sind in kritischen Phasen 2009, 2011 und 2012 die Aktienmärkte der Eurozone zunächst stabilisiert worden. In der Folge sind dort die Kurse sogar spürbar gestiegen. Der deutsche Leitindex DAX 30 hat sich z. B. seit Ende 2011

verdoppelt (Grafik 3). Bessere Wirtschaftsperspektiven aufgrund eines sehr günstigen Zinsumfelds und gesunkene Diskontierungsfaktoren haben hierzu wesentlich beigetragen.

- Deutschland erlebt vor dem Hintergrund der expansiven Geldpolitik der EZB einen mittlerweile seit fast vier Jahren anhaltenden Aufschwung und führt die europäische Wachstums- und vor allem Arbeitsmarktstatistik mit an. Infolgedessen steigen Beschäftigung, Löhne und Steuereinnahmen, während die Arbeitslosigkeit sinkt (Grafik 3).

Grafik 3: Hausse am Aktien- und am Arbeitsmarkt

DAX 30 (in Indexpunkten) und Arbeitslosigkeit in Deutschland (in Prozent)



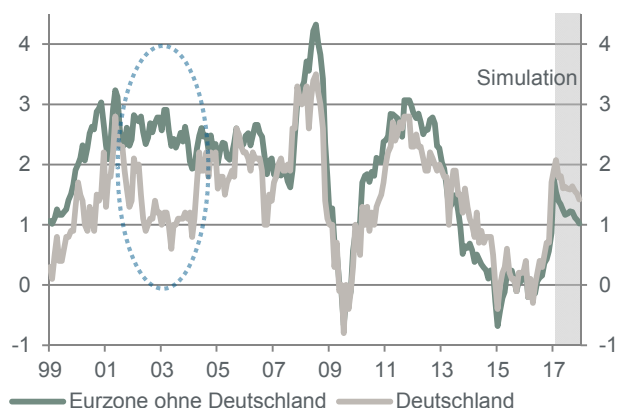
Quelle: Bloomberg

Deutschland profitierte auch schon zu Lasten anderer

Abschließend lohnt ein Blick zurück: Von 2001 bis 2005 war die Inflationsrate hier zu Lande aufgrund einer schwachen Konjunktur und einer Reihe ungelöster Strukturprobleme viel niedriger als im Rest der Eurozone (Grafik 4). Die EZB orientierte sich auch damals an der Teuerung im Euroraum insgesamt. Sie verzichtete auf Zinserhöhungen, obwohl für einzelne Länder wie Spanien, Frankreich oder Italien ein restriktiver Kurs passender gewesen wäre. Deutschland profitierte also von einer relativ expansiven Geldpolitik, die weitere Anstiege der Arbeitslosigkeit und/oder sinkende Nominallöhne verhinderte – zulasten der europäischen Sparer.

Grafik 4: Niedrige Inflation in Deutschland bremste in der Vergangenheit europäische Sparer aus

Inflation in Deutschland und dem Euroraum (in Prozent)



Quellen: Eurostat, Bloomberg, eigene Berechnung

Fazit: Die Geldpolitik denkt europäisch

Die Geldpolitik der EZB ist sehr expansiv. Die Inflationismahner, die seit Jahren eindringlich vor dieser Marschrichtung der Notenbank warnen, haben bisher nicht Recht bekommen. Nach wie vor ist die Inflation im Euroraum zu niedrig. Das wird sich in den Gesamtraten wieder deutlicher zeigen, wenn die Sondereffekte aufgrund der Ölpreisentwicklung bald verschwunden sind.

Die momentane Geldpolitik hat eine Reihe von Vorteilen für Deutschland, wenn sie auch nicht ohne Nebenwirkungen bleibt. Die Divergenz der Volkswirtschaften im Euroraum be-

dingt, dass die Geldpolitik nicht exakt an den jeweiligen nationalen Bedürfnissen ausgerichtet sein kann. Die EZB muss dem gemeinsamen Wirtschaftsraum insgesamt gerecht werden. Für eine europäische Währung muss man Kompromisse eingehen. Im Zeitverlauf gleichen sich aber viele Vor- und Nachteile für einzelne Volkswirtschaften wieder aus. Je höher die Konvergenz zwischen den Volkswirtschaften in Zukunft ist, desto geringer werden die Unterschiede in den nationalen Bedürfnissen bezüglich der Geldpolitik. Dies zu erreichen bleibt eine wichtige Herausforderung für die Mitgliedstaaten des Euroraums. ■

¹ Vgl. Wanke, S. (2017), Inflation in Deutschland nur kurz über zwei Prozent, KfW Research, Fokus Volkswirtschaft Nr. 160.