

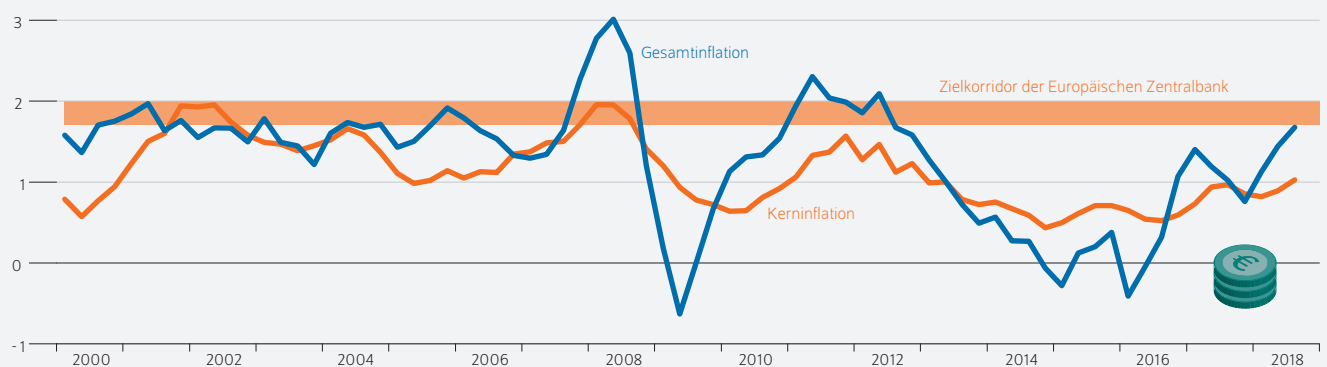
Für nachhaltige Inflationsdynamik im Euroraum müsste sich Arbeitsmarkt weiterhin sehr positiv entwickeln

Von Geraldine Dany-Knedlik

- DIW-Studie analysiert Gründe für lange Phase der niedrigen Inflation im Euroraum seit der Staatsschuldenkrise
- Zu der verhaltenen Teuerung tragen vor allem geringe Inflationserwartungen, aber auch konjunkturelle sowie externe Faktoren bei
- Anstieg der Inflationsraten seit Mitte 2018 ist insbesondere von steigenden Energiepreisen bedingt; die Kerninflation ist aber weiterhin niedrig
- EZB erwartet, dass die Kerninflation von anziehenden Löhnen profitiert
- DIW-Berechnungen zeigen, dass der Effekt aber bislang recht schwach ausgeprägt war

Die steigenden Rohölpreise treiben die Gesamtinflation im Euroraum, die Kerninflationsrate bleibt sehr niedrig

Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) mit und ohne Energie- und Lebensmittelkomponenten, Veränderung in Prozent zum Vorjahresmonat



Quellen: Eurostat; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

ZITAT

„Ein nachhaltiger Anstieg der Kerninflationsrate sollte erkennbar sein, bevor die EZB mit ihrer mittelfristig ausgerichteten Geldpolitik die Zinsen anhebt.“

— Geraldine Dany-Knedlik, Studienautorin —

MEDIATHEK



Audio-Interview mit Geraldine Dany-Knedlik
www.diw.de/mediathek

Für nachhaltige Inflationsdynamik im Euroraum müsste sich Arbeitsmarkt weiterhin sehr positiv entwickeln

Von Geraldine Dany-Knedlik

ABSTRACT

Die Inflationsrate im Euroraum lag in den vergangenen fünf Jahren deutlich unterhalb der von der Europäischen Zentralbank (EZB) angestrebten Inflationsrate von knapp unter zwei Prozent zur mittelfristigen Preisstabilisierung. Verantwortlich hierfür waren, wie die vorliegende Analyse zeigt, niedrige Inflationserwartungen, hohe Arbeitslosenquoten und externe Faktoren wie niedrige Rohölpreise. Mitte dieses Jahres zog die Teuerung im Euroraum wieder deutlich an. Im Juni beschloss der EZB-Rat das Ende der Staatsanleihenkäufe bis Dezember dieses Jahres und stellte ein erstmaliges Anheben der Leitzinsen voraussichtlich nach dem Sommer 2019 in Aussicht. Dafür müsste sich aber die Inflationsdynamik nachhaltig fortsetzen. Allerdings hat sich die Kerninflation, ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise, bislang recht verhalten entwickelt. Die EZB setzt besonders auf die anziehende Lohndynamik als Treiber der Kerninflation in den kommenden Jahren. Wie die DIW-Berechnungen zeigen, bestand dieser Zusammenhang zwar bisher, war allerdings recht schwach ausgeprägt. Damit die Kerninflation in den kommenden Jahren die mittelfristige Preisstabilität stützt, müssten die Löhne weiterhin deutlich steigen.

Die Inflation im Euroraum – gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) – lag in den vergangenen fünf Jahren deutlich unter der von der Europäischen Zentralbank (EZB) verfolgten Inflationsrate von knapp unter zwei Prozent im Vorjahresmonatsvergleich zur Preisstabilisierung in der mittleren Frist¹. In den Jahren 2015 und 2016 war die Teuerungsrate in der Währungsunion sogar negativ. Die verhaltene Entwicklung der Teuerung birgt verschiedene makroökonomische Risiken, zum Beispiel erhöht sich die Wahrscheinlichkeit, in eine Deflationsspirale abzurutschen (Kasten 1). Erst im Mai dieses Jahres zog die Inflation wieder auf 1,8 Prozent an.

In den ersten sieben Jahren der Währungsunion bewegte sich die Inflationsrate des gesamten Euroraums, welche ein nach ökonomischer Relevanz gewichtetes Mittel der Inflationsrate der einzelnen Mitgliedstaaten ist, eng um die Zwei-Prozent-Marke (Abbildung 1). Allerdings waren die Preisentwicklungen in den einzelnen Mitgliedstaaten recht heterogen. Insbesondere die Inflationsraten von Irland, Italien, Spanien und Portugal lagen bis zu Beginn der globalen Finanzkrise deutlich oberhalb des gewichteten Euroraum-Durchschnitts, wohingegen die Preisentwicklungen von Mitgliedstaaten wie Belgien, Deutschland, Frankreich, den Niederlanden und Finnland ähnlich oder leicht unterhalb der Teuerungsrate des gesamten Euroraums verliefen.

Einige Studien legen nahe, dass diese Inflationsunterschiede zwischen den Euroraummitgliedern im Zusammenhang mit makroökonomischen Ungleichgewichten innerhalb der europäischen Währungsunion stehen.² So könnte eine Fehlallokation von Kapital innerhalb der Währungsunion sowie gestiegene Lohnstückkosten und steigende Leistungsbilanzdefizite vor allem von Irland, Italien, Spanien und Portugal zu Änderungen der realen Wechselkurse geführt haben. Letzteres spiegelt sich in den heterogenen Teuerungsraten der Währungsraummitglieder wider.

¹ Die EZB hat für die Währungsunion das Ziel, die Preise in der mittleren Frist zu stabilisieren. Der EZB-Rat gibt als geldpolitische Strategie an, dass die mittelfristige Preisstabilität durch eine Inflationsrate (gemessen am HVPI) mittelfristig bei knapp unter zwei Prozent im Vergleich zum Vorjahresmonatswert verfolgt werden soll. Vgl. Website der Europäischen Zentralbank.

² Siehe hierzu Virginie Coudert, Cécile Couharde und Valérie Mignon (2013): On currency misalignments within the euro area. *Review of International Economics* 21 (1), 35–48.

Veränderte Inflationsdynamik im Euroraum seit der Finanzkrise

Seit Beginn der globalen Finanzkrise veränderte sich die Inflationsdynamik im Euroraum insgesamt, aber auch in den meisten einzelnen Mitgliedstaaten. Durch die auf die Finanzkrise folgende europäische Staatsschuldenkrise haben sich die makroökonomischen Ungleichgewichte zwischen den Euroraumländern teilweise verstärkt, teilweise aber auch verringert. So ist die Preisentwicklung der Mitgliedstaaten im Vergleich zum Vorkrisenzeitraum deutlich homogener. Allerdings ist die Inflationsdynamik der einzelnen Mitgliedstaaten und somit auch des gesamten Euroraums deutlich persistenter und weist im Vergleich zum Vorkrisenzeitraum stärkere Schwankungen auf. Trotz der niedrigen Zinsen und unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen sowie der kontinuierlichen wirtschaftlichen Erholung des Euroraums ist die Preisentwicklung seit Beginn der Staatsschuldenkrise langhaltend gering und teilweise sogar negativ. Dies wirft für die Geldpolitik im Euroraum viele Fragen auf.

Die drei üblichen Verdächtigen: Erwartungen, Konjunktur und der Ölpreis

Im Rahmen der sogenannten traditionellen Phillips-Kurve³ führt die makroökonomische Theorie zur Erklärung von Inflationsentwicklungen im Kern drei ‚übliche Verdächtige‘ an, die jeweils unterschiedliche geldpolitische Implikationen haben.

Die mittelfristigen Inflationserwartungen

Zum einen sind die Inflationserwartungen der Unternehmen und Haushalte maßgeblich für die Entwicklung der Teuerungsrates. Da das Inflationsziel der EZB für die mittlere Frist definiert ist, sind für die Geldpolitik im Euroraum entsprechend die mittelfristigen Inflationserwartungen von Relevanz. Diese sind auch ein Indikator dafür, wie eng die Inflationserwartungen der ökonomischen Akteure mit dem Inflationsziel der Zentralbank verknüpft sind und somit auch für wie glaubwürdig die Marktteilnehmer die Zentralbank bei der Einhaltung ihres Inflationsziels halten. Da aggregierte Inflationserwartungen nicht direkt beobachtet werden können, werden üblicherweise drei Arten von Indikatoren herangezogen: umfragebasierte, marktbasierende und empirisch geschätzte (Abbildung 2).⁴

Die meisten empirischen Ergebnisse wissenschaftlicher Studien zur Inflationserwartung im Euroraum⁵ deuten aber auf eine zeitweise signifikante Abweichung der längerfristigen

³ Allgemein beschreibt die Phillips-Kurve den kurzfristigen Zusammenhang zwischen der Preis- beziehungsweise Lohnentwicklung und der realwirtschaftlichen Aktivität oder der Arbeitslosigkeit.

⁴ Für Vor- und Nachteile bei der Betrachtung der jeweiligen Inflationserwartungsindikatoren siehe Dieter Nautz, Laura Pagenhardt und Till Strohsal (2017): The (de-)anchoring of inflation expectations: New evidence from the euro area. *The North American Journal of Economics and Finance* 40, 103–115.

⁵ Vgl. Nautz, Pagenhardt und Strohsal (2017): a. a. O. oder auch Geraldine Dany-Knedlik und Oliver Holtemöller (2017): Inflation dynamics during the financial crisis in Europe: Cross-sectional identification of long-run inflation expectations, *IWH Discussion Papers* 10; Kerstin Bernoth, Marcel Fratzscher, Philipp König, Klara Rabe (2014): Inflationserwartungen im Euroraum sind nicht mehr fest verankert: neue Maßnahmen der EZB-Geldpolitik, *DIW Wochenbericht* Nr. 37, 856-867 (online verfügbar).

Kasten 1

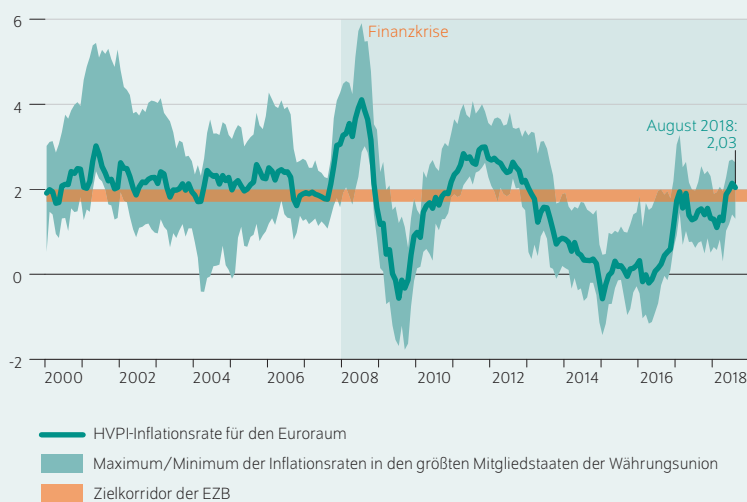
Die Bedeutung der Inflation

Im Wesentlichen sprechen drei Gründe für ein positives Inflationsziel einer Zentralbank. Erstens führen Messfehler bei der Berechnung der Inflation, insbesondere bei der Erfassung von Produktqualitätsveränderungen, dazu, dass die gemessene Inflationsrate tendenziell die tatsächliche Inflationsrate überzeichnet. Zweitens können Unternehmen bei einer steigenden Teuerung Nominallohnsenkungen nur schwer oder gar nicht gegenüber den Gewerkschaften durchsetzen. Allerdings erlaubt ein leicht inflationäres Umfeld den Unternehmen prinzipiell, die Arbeitskosten real zu verringern, indem sie etwa die Nominallöhne konstant halten, anstatt sie aufgrund der positiven Preisentwicklung anzupassen. Drittens kann eine leicht positive Inflation ein Puffer für eine durch makroökonomische Schocks ausgelöste Deflationsspirale sein. Bei einem Rückgang des Preisniveaus – beispielweise ausgelöst durch eine plötzliche Nachfrageschwäche – könnten Marktteilnehmer ihre Kaufentscheidung in Erwartung eines weiteren Verfalls der Preise in die Zukunft verschieben, was die Nachfrage zusätzlich belastet und weitere Preissenkungen seitens der Unternehmen auslöst.

Abbildung 1

Inflationsentwicklung im Euroraum

Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI), Veränderung in Prozent zum Vorjahresmonat



Quellen: Eurostat-Datenbank; eigene Berechnungen.

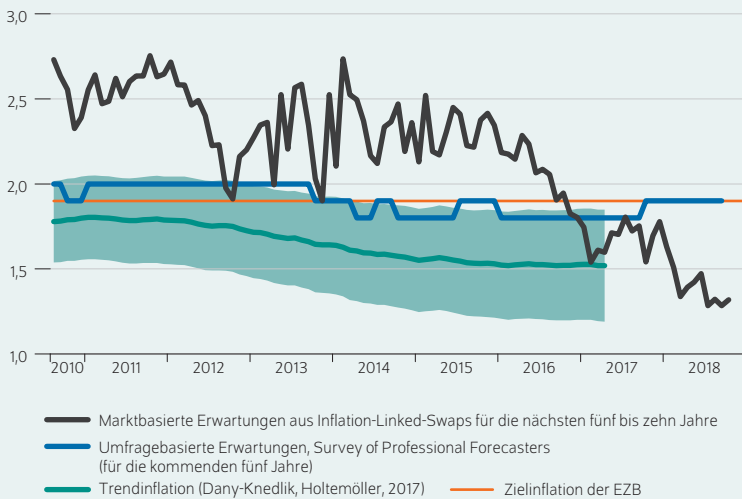
© DIW Berlin 2018

Seit der Finanzkrise hat sich die Inflationsdynamik im Euroraum deutlich verändert.

Abbildung 2

Indikatoren für die Inflationserwartungen im Euroraum

Umfragebasiert, marktbasierend und empirisch geschätzt, Veränderung in Prozent zum Vorjahresmonat



Quellen: Bloomberg; ECB Statistical Data Warehouse; eigene Berechnungen.

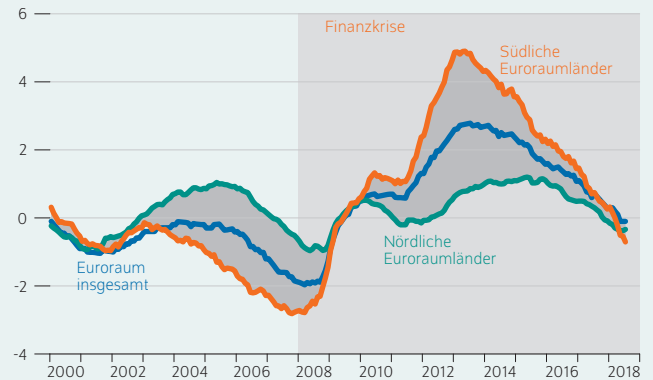
© DIW Berlin 2018

Verschiedene Indikatoren deuten darauf hin, dass die längerfristigen Inflationserwartungen vom Inflationsziel der EZB abweichen.

Abbildung 3

Arbeitslosenlücken im Euroraum

Aktuelle Arbeitslosenraten abzüglich inflationsneutraler Arbeitslosenraten, in Prozent



Quellen: Eurostat- und AMECO-Datenbank; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Die deutlich positiven Arbeitslosenlücken nach der Finanzkrise könnten ein Grund für die Niedriginflation der letzten Jahre sein.

Inflationserwartungen von der angestrebten mittelfristigen Inflationsrate der EZB hin, welche die anhaltend niedrige Inflation der vergangenen fünf Jahre teilweise erklären könnte. Inflationserwartungen um die zwei Prozent erleichtern das geldpolitische Tagesgeschäft erheblich, da sich die Marktteilnehmer bei der Preissetzung für in der Zukunft gültige Verträge (etwa Tarifverträge) daran ausrichten. Damit stellt sich eine entsprechende Teuerung gleichsam von selbst ein. Weichen jedoch wie zuletzt die Inflationserwartungen deutlich vom Inflationsziel ab, muss die Geldpolitik mit Hilfe ihres Instrumentenkatalogs Anreize setzen, damit die ökonomischen Akteure wieder entsprechende Preise setzen. Liegt die Inflationsrate dann wieder bei annähernd zwei Prozent, steigt auch die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik wieder an.

Die konjunkturelle Arbeitslosigkeit

Ein weiterer erklärender Faktor der traditionellen Phillips-Kurve für die verhaltene Preisentwicklung ist die Entwicklung der Arbeitslosigkeit und die daraus resultierende Lohn-dynamik. Für die Inflationsdynamik ist hier die sogenannte Arbeitslosenlücke maßgeblich. Diese entspricht der aktuellen Arbeitslosenrate abzüglich der inflationsneutralen Arbeitslosenquote⁶, also derjenigen, die sich bei konstan-

ter Inflation einstellt und von strukturellen Faktoren auf dem Arbeitsmarkt bestimmt ist (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment, NAIRU).

Während eines wirtschaftlichen Aufschwungs liegt die tatsächliche Arbeitslosenrate üblicherweise unter der inflationsneutralen Arbeitslosenrate. Damit ist die Arbeitslosenlücke negativ. Im Gegensatz dazu ist die Arbeitslosenlücke im Zuge einer Rezession positiv, da die tatsächliche Arbeitslosenrate die inflationsneutrale Arbeitslosenrate übersteigt. Ist die Arbeitslosigkeit konjunkturell außergewöhnlich hoch und liegt die Arbeitslosenlücke dementsprechend deutlich über Null, dann bedeutet dies, dass Beschäftigte eine geringere Verhandlungsmacht haben, um höhere Löhne durchzusetzen. Dadurch dürfte auch eine geringer als erwartete Preisdynamik zu beobachten sein, während in Zeiten negativer Arbeitslosenlücken die Teuerungsrate auch oberhalb der von der EZB angestrebten mittelfristigen Inflationsrate liegen kann. Die positiven Arbeitslosenlücken, die sich insbesondere in den südlichen Euroraumländern im Zuge der Staatsschuldenkrise stark vergrößert hatten, haben sich seit 2014 langsam geschlossen (Abbildung 3). Diese waren bis Anfang dieses Jahres jedoch weiterhin positiv, wodurch sich noch kein deutlicher Druck auf die Preisdynamik einstellte.

Die Rohstoffpreise

Neben den Inflationserwartungen und der Arbeitslosenlücke kann die Preisentwicklung importierter Güter, wie zum Beispiel von Rohöl, die heimische Inflation direkt beeinflussen.

⁶ Die inflationsneutrale Arbeitslosenrate kann nicht direkt gemessen, sondern muss anhand eines latenten variablen Modells geschätzt werden. Somit unterliegen die berechneten inflationsneutralen Arbeitslosenraten sowie die daraus resultierenden Arbeitslosenlücken immer einer gewissen Schätzunsicherheit und können je nach empirischen Schätzmethoden und/oder Modellspezifikation voneinander abweichen.

Dabei können sich Veränderungen der Importpreise direkt in Preiskomponenten im Inflationsindex HVPI niederschlagen oder indirekt über die Anpassung heimischer Güterpreise. So könnte ein weiterer Grund für die lange Phase der niedrigen Inflation im Euroraum der starke Einbruch der Rohölpreise in den Jahren 2014 und 2015 sein. Da die Geldpolitik üblicherweise auf die Preisentwicklung außerhalb des Währungsgebietes kaum Einfluss hat, muss sie regelmäßig Importpreis-getriebene Veränderungen hinnehmen, auch wenn diese zu kurzfristigen Schwankungen der Inflationsrate führen. Die Europäische Zentralbank definiert aufgrund dieser Erfahrung ihr Ziel als mittelfristige Preisstabilisierung. Kurzfristige Schwankungen internationaler Preise, insbesondere Rohölpreise, sollte die Notenbanken deshalb in der Regel nicht veranlassen, ihre Politik zu ändern.

Wissenschaftliche Studien zur fehlenden Inflation im Euroraum zeigen, dass externe Faktoren – insbesondere Ölpreisschwankungen – die Inflationsentwicklungen während der Finanzkrise erklären und zum Teil auch dämpfend auf die Inflation seit der Staatsschuldenkrise gewirkt haben. Die niedrige Inflation seit 2013 ist allerdings hauptsächlich auf die großen Arbeitslosenlücken sowie niedrige langfristige Inflationserwartungen zurückzuführen (Abbildung 4). Aus geldpolitischer Sicht bedeutet dies zum einen, dass eine fortgesetzte Erholung des Arbeitsmarktes für eine nachhaltige Inflationsentwicklung in den kommenden Jahren wichtig ist. Zum anderen bedarf es einer längeren Phase, in der die Inflationsraten mit der von der EZB angestrebten mittelfristigen Preisstabilisierung konform sind, um die Inflationserwartungen wieder auf diesem Inflationsniveau zu verankern.

Endlich wieder bei zwei Prozent: Normalisierung der Inflationsdynamik?

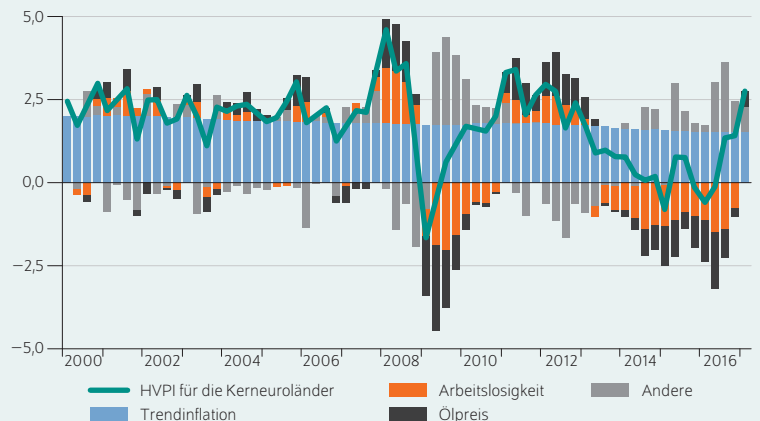
Nachdem die Inflation in der Währungsunion in den vergangenen fünf Jahren deutlich unter der Zwei-Prozent-Marke lag, zog die Inflationsrate im Mai dieses Jahres kräftig an und bewegt sich seitdem innerhalb des Zielkorridors der EZB (Abbildung 5). So lag die deutsche Inflationsrate im September bei 2,2 Prozent im Vergleich zum Vorjahresmonat und die Teuerungsrate für den Euroraum bei 2,1 Prozent.

Im Juni 2018 kündigte der Rat der Europäische Zentralbank (EZB) an, den Expansionsgrad der Geldpolitik zu reduzieren. Dabei soll das Anleihekaufprogramm bis zum Dezember 2018 beendet werden, allerdings werden wohl die Anleihebestände vorerst durch Ersatzkäufe für auslaufende Wertpapiere konstant gehalten werden. Zudem stellt der EZB-Rat eine mögliche erste Zinsanhebung nicht vor dem Herbst 2019 in Aussicht.⁷ Dies begründete der EZB-Rat damit, dass der wirtschaftliche Aufschwung anhält und sich die

⁷ Der EZB-Rat formulierte eine recht grobe Terminierung der Zinswende, was auch zu abweichenden Übersetzungen des Beschlusses vom 14.06.2018 führte. In der korrigierten deutschen Übersetzung des geldpolitischen Beschlusses des EZB-Rats wird der exakte Zeitpunkt eines ersten Zinsschrittes beschrieben mit „(...) die EZB-Leitzinsen (...) mindestens über den Sommer 2019 und in jedem Fall so lange wie erforderlich auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden.“ Diese Übersetzung stimmt mit dem englischen Wortlaut überein. Vgl. Protokoll der Pressekonferenz des EZB-Rats über den geldpolitischen Beschluss am 14.06.2018, (online verfügbar, abgerufen am 02.10.2018. Dies gilt für alle Online-Quellen in diesem Bericht).

Abbildung 4

Faktoren zur Inflationsentwicklung im Euroraum
In Prozent



Quelle: Dany-Knedlik und Holtemöller (2017): a.a.O., Abbildung 10.

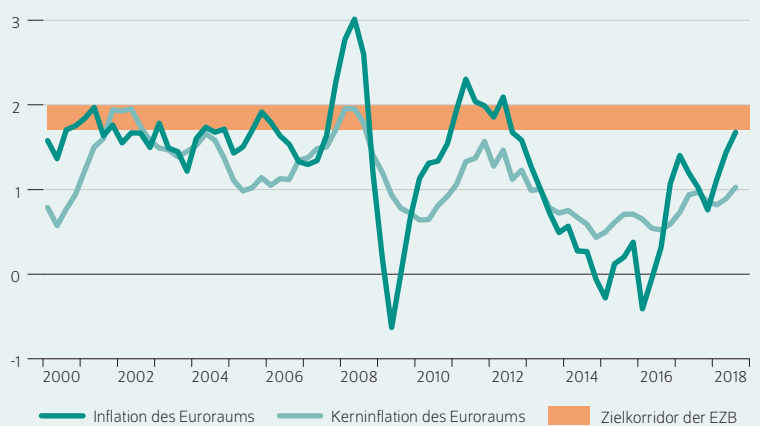
© DIW Berlin 2018

Gerade in den letzten Jahren zeigt sich, dass die Arbeitslosigkeit einen stärkeren Einfluss auf die Inflationsrate hatte als die Ölpreisentwicklung.

Abbildung 5

Gesamte Inflation und Kerninflation im Euroraum

Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) mit und ohne Energie- und Lebensmittelkomponenten, Veränderung in Prozent zum Vorjahresmonat



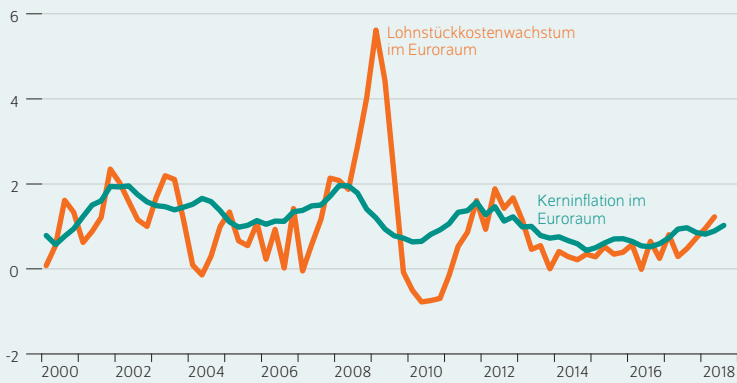
Quellen: Eurostat; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Trotz des Anstiegs der Inflationsrate seit Mitte dieses Jahres bleibt die Entwicklung der Kerninflation verhalten.

Abbildung 6

Lohnstückkostenwachstum und Kerninflation im Euroraum In Prozent zum Vorjahresmonat



Quellen: Eurostat; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Da während der Finanzkrise das Wirtschaftswachstum rapide einbrach, schossen die Lohnstückkosten kurzfristig in die Höhe. Seit vergangenem Jahr steigen sie parallel zur Kerninflation.

Konsumentenpreis-inflation im Euroraum auch deshalb weiterhin gemäß dem Inflationsziel von knapp unter zwei Prozent in der mittleren Frist entwickelt.

Das EZB-Inflationsniveau zur Preisstabilisierung ist zwar für die Vorjahresmonatsveränderungen des gesamten HVPI definiert, betrachtet diesen aber mittelfristig, um kurzfristige Schwankungen besonders volatiler Preise einzelner Güter, wie zum Beispiel Nahrungsmittel oder Rohöl, ignorieren zu können. Damit sich die mittelfristige Inflation innerhalb eines Korridors stabilisiert, ist eine Annäherung der sogenannten Kerninflationsrate, bei der die besonders stark schwankenden Komponenten wie Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel nicht berücksichtigt werden, an diesen Korridor besonders wichtig. Im Gegensatz zur gesamten Inflationsrate liegt die Kerninflationsrate des Euroraums weiterhin auf einem deutlich niedrigeren Niveau als vor Beginn der globalen Finanzkrise und betrug im September dieses Jahres 1,1 Prozent.

Der EZB-Rat kommunizierte wiederholt, dass die Anhebung der Leitzinsen einen deutlichen Anstieg der Kerninflation unterstellt. So geht die aktuelle, von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektion für die Währungsunion davon aus, dass die Kerninflation im Euroraum von 1,1 Prozent in diesem Jahr auf 1,8 Prozent im Jahr 2020 ansteigen wird.⁸ Trotz einer angenommenen Abschwächung der Energie- und Rohstoffpreisdynamik prognostizieren die EZB-Experten eine jährliche Gesamtinflation des Euroraums von jeweils 1,7 Prozent für die Jahre 2018 bis 2020, was gerade noch innerhalb des Inflationszielkorridors liegen dürfte.

⁸ Vgl. ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2018 (online verfügbar).

Die Wirkung der Lohndynamik auf die Kerninflation

Die anziehende Dynamik der Kerninflation in den kommenden Jahren begründet die EZB insbesondere mit einem weiterhin anziehenden Lohnwachstum. Ob ein Anstieg der nominalen Löhne einen gesonderten Effekt auf die (Kern-)Inflation hat, ist auch ein Thema in der aktuellen wissenschaftlichen Debatte über die Erklärungsfaktoren zur Inflationsentwicklung in den USA. Im Vergleich zu vorherigen Krisen verzeichnete die Preisentwicklung in den Vereinigten Staaten im Verlauf der Finanzkrise nur einen sehr leichten Rückgang, obgleich es eine starke Rezession mit einem deutlichen Anstieg der Arbeitslosigkeit gab.⁹ Ökonomen erklärten die verhalten gesunkene Teuerung damit, dass das Lohnwachstum nur leicht zurückging, obwohl die Arbeitslosigkeit deutlich stieg.¹⁰

Im Euroraum entwickelte sich das nominale Lohnwachstum in den vergangenen fünf Jahren recht verhalten. Dies kann einerseits an Unsicherheiten über die zukünftige konjunkturelle Lage liegen. Zum anderen wirken die global vernetzten Arbeitsmärkte lohndämpfend. Im Zuge eines sich fortsetzenden wirtschaftlichen Aufschwungs sind die Löhne jedoch ab Mitte des vergangenen Jahres deutlich gewachsen. Stiegen die nominalen Lohnstückkosten im Euroraum um 0,3 Prozent im zweiten Quartal 2017, legten sie bis Mitte 2018 kontinuierlich zu – um zuletzt 1,2 Prozent. (Abbildung 6).

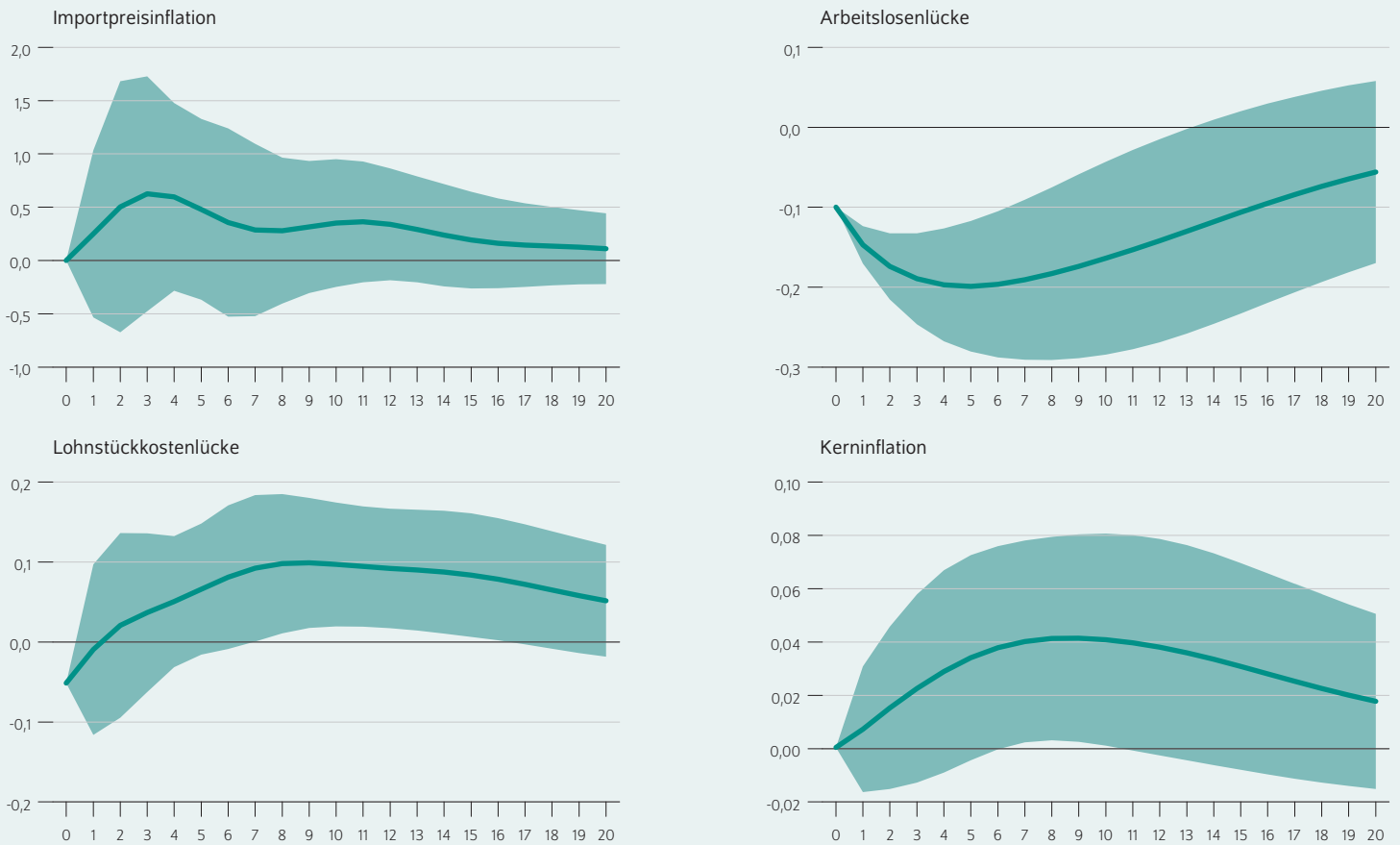
Inwieweit sich ein Anstieg des Lohnwachstums bislang auf die Kerninflation im Euroraum auswirkte, wird hier anhand eines empirischen Modells gesondert untersucht (Kasten 2). Insbesondere wird der Effekt eines exogenen Anstiegs einer Lohnwachstumslücke (oder auch Lohnstückkostenlücke) und einer Senkung der Arbeitslosenlücke betrachtet. Die Lohnwachstumslücke stellt die Differenz zwischen dem Wachstum der Lohnstückkosten und dem langfristigen Wachstumstrend der Arbeitsproduktivität dar. Sie spiegelt somit jenes Lohnwachstum wider, welches sich abweichend von langfristig zu erwartenden Lohnzuwächsen entsprechend dem langfristigen Arbeitsproduktivitätswachstum realisiert. Die Schätzergebnisse zeigen, dass eine plötzliche Senkung der Arbeitslosenlücke um 0,1 Prozent, welche als positiver Nachfrageschock interpretiert werden kann, die Lohnstückkostenlücke nach fünf Quartalen signifikant um 0,1 und die Kerninflationsrate um 0,04 Prozentpunkte anhebt. Somit ist der quantitative Effekt auf die Kerninflation eher schwach ausgeprägt. Zudem steigt die Kerninflationsrate verglichen mit der Lohnstückkostenlücke in einem Verhältnis von ca. 2:1 (Abbildung 7).

⁹ Vgl. Mark W. Watson (2014): Inflation persistence, the NAIRU, and the great recession. *The American Economic Review*, 104 (5), 31–36.

¹⁰ Vgl. Mark C. Daly und Bart Hobijn (2014): Downward nominal wage rigidities bend the Phillips curve. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46, 51–93.

Abbildung 7

Impulsantwortfolgen einer exogenen Senkung der Arbeitslosenlücke
Effekte einer Senkung um 0,1 Prozent, in Prozentpunkten nach Quartalen



Quelle: Eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Eine plötzliche Senkung der Arbeitslosenlücke lässt die Lohnstückkostenlücke stärker ansteigen als die Kerninflation.

Die Wirkung eines exogenen Anstiegs der Lohnwachstumslücke, welcher als plötzlicher Anstieg der Verhandlungsmacht der Beschäftigten verstanden werden kann, ist zwar statistisch signifikant, aber ebenfalls quantitativ gering (Abbildung 8). Erhöht sich die Lohnwachstumslücke unerwartet auf ein Prozent, so steigt die Kerninflation im Euroraum signifikant um 0,05 Prozentpunkte. Der positive Zusammenhang zwischen der Lohnentwicklung und der Kerninflationsrate aufgrund einer guten konjunkturellen Lage oder auch aufgrund einer verbesserten Verhandlungsposition der Beschäftigten kann damit zwar gezeigt werden, die Stärke des Zusammenhangs ist jedoch quantitativ recht gering. Somit ist abzuwarten, ob die vergangenen und zukünftigen positiven wirtschaftlichen Impulse seitens des Arbeitsmarktes stark genug sind, um die Kerninflation soweit anzukurbeln, dass diese der von der EZB angestrebten Inflationsrate zur Stabilisierung der Preise in der mittleren Frist entspricht.

Fazit: Zinsen sollten nur bei stärker anziehender Kerninflationsrate angehoben werden

Leitzinssenkungen bis auf null Prozent und der Einsatz eines ganzen Instrumentariums unkonventioneller Maßnahmen dürften die Konjunktur in den vergangenen Jahren gestützt haben und führten zu seit 2014 sinkenden Arbeitslosenraten. Bislang schlägt sich diese Entwicklung aber nicht in einem Anstieg der Kerninflationsraten auf das mittelfristige Zielniveau der EZB nieder. Neben den geringen Inflationserwartungen ist dafür auch eine – zumindest bis zur Mitte des vergangenen Jahres – geringe Lohndynamik verantwortlich. Aktuell sind die Inflationsraten zwar wieder auf das Zielniveau der EZB gestiegen, die Entwicklung der letzten Monate wird aber vor allem von Rohstoffpreisentwicklungen getrieben. Da diese häufig kurzfristig schwanken, sind die aktuellen Inflationsraten noch kein Indiz dafür, dass die mittelfristige Preisstabilisierung nun wieder nachhaltig

Kasten 2

Schätzmethodik zur Wirkung eines exogenen Lohnwachstumsanstiegs auf die Kerninflation im Euroraum

Angelehnt an aktuelle empirische Studien zu dieser Thematik¹ wird ein Vektorautoregressives (VAR) Modell mit vier Variablen mit einer Lag-Ordnung von zwei geschätzt. Das VAR-Modell erlaubt die Wechselwirkung zwischen den einzelnen Variablen statistisch aufzufangen. Die Variablen umfassen Euroraumdaten auf Quartalsbasis vom vierten Quartal 2000 bis zum zweiten Quartal 2018. Zur Erfassung der sich gegenseitig bedingenden Kerninflation und des Lohnwachstums enthält das Modell Determinanten der Preis- und Lohn-Phillips-Kurve.² Dazu gehört die **Importpreis-inflation**, welche den Einfluss von sämtlichen Preisen internationaler Güter, wie Rohöl aber auch Konsumgüter, auf die heimische Preis- und Lohnentwicklungen approximieren soll. Die Importpreis-inflation des Euroraums stammt vom CPB Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis. Als weitere Variable enthält das Modell die **Arbeitslosen-lücke**, welche sich aus der Arbeitslosenrate des Euroraums (Eurostat) abzüglich der lohninflationneutralen Arbeitslosenrate berechnet (Schätzung der Europäischen Kommission AMECO-Datenbank). Die Arbeitslosen-lücke bildet den Kern der jeweiligen Phillips-Kurve ab, also den kurzfristigen Zusammenhang zwischen Löhnen beziehungsweise Güterpreisen und der konjunkturellen Entwicklung. Zuletzt enthält das Modell noch die **Lohnwachstums-lücke** und die **Kerninflation**.³ Wie im Text bereits beschrieben, berechnet sich die Lohnwachstums-lücke aus dem nominalen Lohnstückkostenwachstum abzüglich des Wachstumstrends der Arbeitsproduktivität.⁴ Die Betrachtung der Lohnwachstums-lücke anstelle der einfachen Lohnstückkosten berücksichtigt, dass sich die Lohnstückkosten in der längeren Frist gemäß der Arbeitsproduktivität entwickeln. Die Lohnstückkosten sowie die Arbeitsproduktivität basieren auf Arbeitsstunden und entstammen der Eurostat-Datenbank. Die Schätzung des Modells erfolgte über die Methode der kleinsten Quadrate.⁵

¹ Siehe hierzu Ekaterina V. Peneva und Jeremy B. Rudd (2017): The passthrough of labor costs to price inflation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 49(8), 1777-1802.

² Siehe hierzu Douglas Staiger, James H. Stock und Mark W. Watson (2001): Prices, wages, and the U.S. NAIRU in the 1990s. In *The roaring nineties: Can full employment be sustained?* Edited by Alan Krueger and Robert Solow, 3-60.

³ Alle Wachstumsraten beziehen sich auf das Vorjahresquartal.

⁴ Der Wachstumstrend der Arbeitsproduktivität wurde mit einem HP-Filter errechnet.

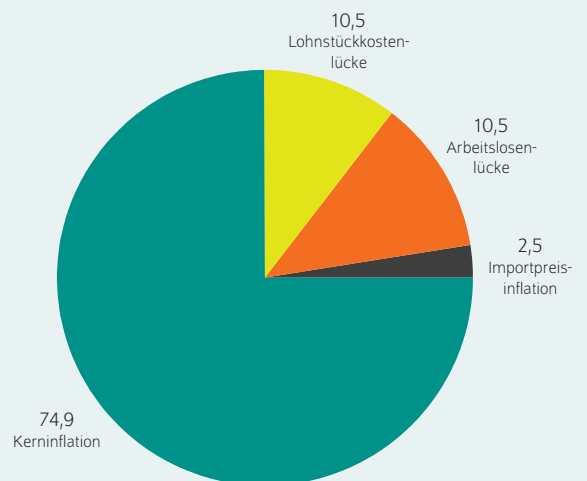
⁵ Die exogenen Schocks wurden über eine Cholesky-Zerlegung rekursiv identifiziert, wobei die Reihenfolge der Variablen wie oben angegeben ist.

Insgesamt werden vier exogene Schocks identifiziert, wobei eine Zerlegung der Varianz der Kerninflation in die Beiträge der einzelnen Schocks zeigt, dass die Kerninflation über eine Periode von fünf Jahren hauptsächlich von exogenen Schocks der Arbeitslosen-lücke, der Lohnstückkosten-lücke sowie eigene unvorhergesehenen Schocks getrieben wird und nur zu einem sehr geringen Teil von der Importpreis-inflation (Abbildung). Der exogene Anstieg der Kerninflation lässt sich als angebotsseitiger Produktivitätsschock interpretieren, wobei die Arbeitslosen-lücke und die Kerninflation ansteigen.

Abbildung Kasten

Varianzzerlegung der Kerninflation

Anteil der verschiedenen Indikatoren an der Kerninflation, Mittelwert über 20 Quartale in Prozent



© DIW Berlin 2018

Neben dem eigenen Beitrag erklären die Arbeitslosen- und die Lohnstückkosten-lücke die Kerninflation.

erreicht ist. Angesichts der nun stärker anziehenden Löhne erwartet die EZB allerdings, dass auch die Verbraucherpreise unabhängig von den Rohstoffpreisen stärker ansteigen werden. Die Berechnungen zeigen jedoch, dass dieser Zusammenhang in der Retrospektive zwar bestand, aber

recht schwach ausgeprägt war. Daher sollte zunächst ein nachhaltiger Anstieg der Kerninflation erkennbar sein, bevor die mittelfristig ausgerichtete Geldpolitik weitere restriktive Impulse, etwa durch einen Zinsanstieg, setzt.

Abbildung 8

Impulsantwortfolgen eines exogenen Anstiegs der Lohnstückkostenlücke

Effekte eines Anstiegs um ein Prozent, in Prozentpunkten nach Quartalen



Quelle: Eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Ein plötzlicher Anstieg der Lohnstückkostenlücke hat einen zwar positiven, aber recht schwachen Effekt auf die Kerninflationsrate.

Geraldine Dany-Knedlik ist wissenschaftliche Mitarbeiterin in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | gdanyknedlik@diw.de

JEL: E5, E31, E24

Keywords: inflation dynamics, inflation expectations, passthrough unit labour costs, monetary policy, euro area

This report is also available in an English version as DIW Weekly Report 43/2018:

www.diw.de/diw_weekly



IMPRESSUM



DIW Berlin — Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e.V.

Mohrenstraße 58, 10117 Berlin

www.diw.de

Telefon: +49 30 897 89-0 Fax: -200

85. Jahrgang 24. Oktober 2018

Herausgeberinnen und Herausgeber

Prof. Dr. Tomaso Duso; Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.; Prof. Dr. Peter Haan;

Prof. Dr. Claudia Kemfert; Prof. Dr. Alexander Kriwoluzky; Prof. Dr. Stefan Liebig;

Prof. Dr. Lukas Menkhoff; Dr. Claus Michelsen; Prof. Johanna Möllerström, Ph.D.;

Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.; Prof. Dr. Jürgen Schupp; Prof. Dr. C. Katharina Spieß

Chefredaktion

Dr. Gritje Hartmann; Mathilde Richter; Dr. Wolf-Peter Schill

Lektorat

Jakob Mieth

Redaktion

Renate Bogdanovic; Dr. Franziska Bremus; Rebecca Buhner;

Claudia Cohnen-Beck; Dr. Daniel Kemptner; Sebastian Kollmann;

Matthias Laugwitz; Dr. Alexander Zerrahn

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice, Postfach 74, 77649 Offenburg

leserservice@diw.de

Telefon: +49 1806 14 00 50 25 (20 Cent pro Anruf)

Gestaltung

Roman Wilhelm, DIW Berlin

Umschlagmotiv

© imageBROKER / Steffen Diemer

Satz

Satz-Rechen-Zentrum Hartmann + Heenemann GmbH & Co. KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

ISSN 0012-1304; ISSN 1860-8787 (online)

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit

Quellenangabe und unter Zusendung eines Belegexemplars an den

Kundenservice des DIW Berlin zulässig (kundenservice@diw.de).

Abonnieren Sie auch unseren DIW- und/oder Wochenbericht-Newsletter unter www.diw.de/newsletter