

Prognosen unterstellen eine Normalisierung der Inflationsrate

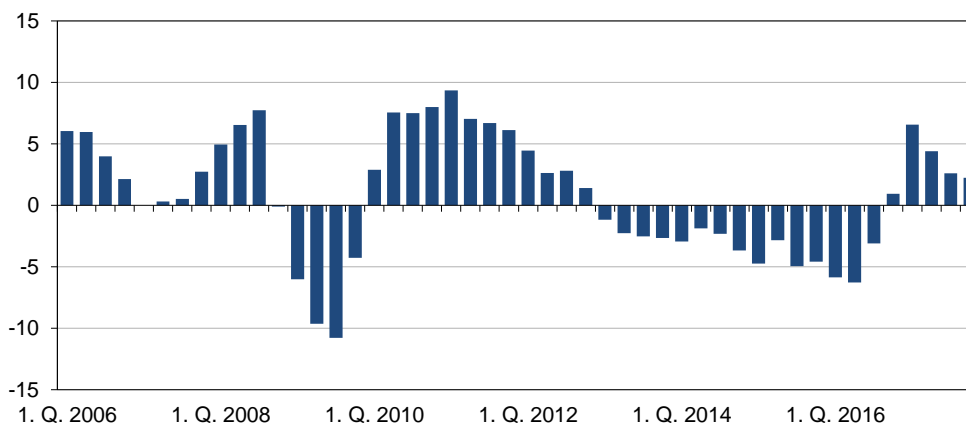
Die EZB erwartet einen Anstieg bzw. eine Stabilisierung der Inflationsrate in der Euro-Zone. Sie geht von Werten nahe ihrer Zielgröße von knapp unter 2 % aus (EZB-Inflationsprognose für 2018, 2019 und 2020: jeweils 1,7 %). Auch andere Prognosen deuten schon länger auf ein moderates Zulegen der Teuerungsrate in den kommenden Jahren hin. Die Bloomberg-Konsensprognose rechnet in diesem und im nächsten Jahr ebenfalls mit 1,7 % sowie mit 1,8 % im Jahr 2020. Worauf beruht diese Überzeugung? Eine grundsätzliche Annahme ist die der Normalisierung. Sie verleiht historischen Durchschnitten in der Prognose ein hohes Gewicht. Waren Inflationserwartungen auf Basis des historischen Durchschnitts zwischen 2000 und 2008 insoweit rational als eine Prognose von 2 % im Schnitt auch die richtige war, so gilt dies seit 2009 nicht mehr, denn die durchschnittliche Inflationsrate liegt seitdem bei 1,2 %. Gleiches trifft für die Kerninflationsrate ohne die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise zu; sie ist bereits seit 2003 durch einen negativen Trend gekennzeichnet und nicht erst seit der Finanzkrise. Dieser Trend scheint sich seit 2014 zu drehen, dennoch verharrt die durchschnittliche Kerninflation bei nur 0,9 %. **Letztendlich wird die Teuerungsrate aber vor allem von Lohnstückkosten, Importpreisen und Margendruck getrieben. Strukturelle Veränderungen in der Inflationsrate haben also in diesen Größen ihren Ursprung.**

Die europäische Konjunktur dürfte sich weiter erholen, was zu höheren Löhnen und damit Lohnstückkosten sowie perspektivisch zu einer anziehenden Inflationsrate führen sollte. Die EZB erwartet zum Beispiel, dass sich der Lohnstückkostenanstieg normalisiert und im Schnitt um rund 1,5 % pro Jahr zulegt, was nicht zuletzt auf der Annahme einer Zunahme der effektiven Lohnkosten um über 2 % sowie eines durchschnittlichen Produktivitätswachstums unter 1 % beruht. Diese Annahme ist allerdings mit Unsicherheit behaftet, da sich gezeigt hat, dass der Lohndruck doch um einiges geringer ausfallen kann, als es klassische Modelle mit Hilfe einer sinkenden Arbeitslosenquote andeuten würden. Der schwache Lohndruck wird oftmals auf ungenaue Schätzungen der eigentlichen Überkapazitäten auf dem Arbeitsmarkt zurückgeführt, aber auch auf einen intensiveren globalen Wettbewerb und zunehmende Lohnzurückhaltung.

Globalisierung verringert Importpreisdynamik, ...

Ein entscheidender Treiber für strukturelle Veränderungen im Preisbildungsprozess von Volkswirtschaften ist die Globalisierung. Ein hoher Offenheitsgrad beeinflusst durch intensiveren internationalen Wettbewerb die Entwicklung der Lohnstückkosten ebenso wie die Preisüberwälzungsmöglichkeiten von Unternehmen. Mit der Globalisierung hat die Bedeutung von Importpreisen im Preisbildungsprozess der Euro-Zone grundsätzlich an Bedeutung gewonnen. Importe und Exporte machen aktuell über 90 % des BIP im Euro-Raum aus. In 2002 lag dieser Wert lediglich bei rund 65 %, während er in den USA aktuell bei nur 27 % liegt. **Nicht überraschend bestätigen empirische Analysen, dass der Anstieg dieser Quote (Offenheitsgrad) einen negativen Einfluss auf die Inflationsdynamik in der Euro-Zone ausübt.**

Abb. 1: Importpreise der Euro-Zone; Veränderung in % zum Vorjahr



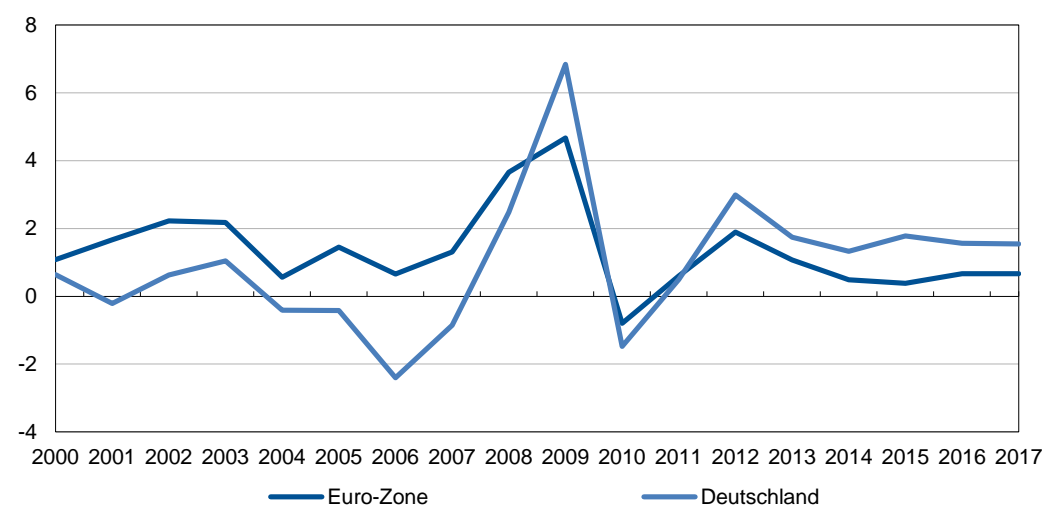
Für eine offene Volkswirtschaft kann ein nachhaltiger Anstieg der Inflationsrate nur mit einem grundsätzlich höheren globalen Preisdruck einhergehen, der Unternehmen und Arbeitnehmern Luft für höhere Gewinnmargen bzw. Löhne gibt und durch steigende Importpreise die Inflationsdynamik stärkt. Importpreise, die den Effekt des Wechselkurses beinhalten, zeigen für die Euro-Zone jedoch alles andere als ein großes Inflationspotenzial. Dafür müsste sich die weltweite Konjunktur weiter aufhellen, um Rohstoff- und Güterpreise nach oben zu treiben. Doch aktuell gibt es keine Anzeichen dafür. Denn auch wenn die globale Konjunktur ein solides Wachstum 2018 und 2019 zeigen sollte, scheint es global gesehen keine bedeutenden Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage zu geben, die auf einen generellen und weltweit zunehmenden Anstieg der Preise hindeuten würden. So mag die Inflationsrate in Folge steigender Energiekosten aktuell zugelegt haben – der Juni Wert lag bei 2,0 % für die Euro-Zone und 2,1 % für Deutschland –, ein Zeichen für einen nachhaltigen Anstieg ist dies dennoch nicht. Gleiches gilt für die Kerninflationsrate, die im Juni bei 1,2 % in der Euro-Zone lag.

Der Euro-Devisenkurs wird als eher unterbewertet angesehen. Prognosen deuten mehrheitlich darauf hin, dass die Wahrscheinlichkeit einer Euro-Aufwertung höher ist als die einer Abwertung. Dies wiederum würde die Preise für importierte Güter drücken sowie einen preislichen Wettbewerbsverlust für Exporte bedeuten. Mit einem Exportüberschuss der Euro-Zone zum BIP von über 4 % wurde 2017 die Kapazitätsauslastung von der globalen Nachfrage bestimmt, die für den Preisbildungsprozess somit nicht zu unterschätzen ist. **Ohne Zweifel würde eine nachhaltige und nennenswerte Aufwertung des Euro eine Reaktion der EZB mit sich bringen, um im Kontext des hohen Offenheitsgrades die Implikationen der Aufwertungs-dynamik für Wachstum und Inflation nicht eskalieren zu lassen.**

... und die Entwicklung der Lohnstückkosten dürfte flach verlaufen

Die Lohnstückkosten in der Euro-Zone legten seit 2014 im Schnitt um unter 1 % pro Jahr zu. Sie werden durch Arbeitslosenquote bzw. Lohnkosten sowie Produktivität und damit Strukturreformen getrieben. Angesichts der notwendigen und bereits angegangenen Reformen in Euro-Ländern wie Spanien, Frankreich und auch Italien ist davon auszugehen, dass die Lohnstückkostenentwicklung in der Euro-Zone weiterhin eher flach verlaufen wird. Dies gilt vor allem dann, wenn Reformen eine gewisse Produktivitätssteigerung verursachen und nicht nur einen moderateren Lohndruck. **Die Erwartung einer nachhaltigen Erhöhung der Lohnstückkosten um im Schnitt 1,5 % pro Jahr von 2018 bis 2020 ist demnach durchaus mit Abwärtsrisiken verbunden.** Ohne Deutschland wäre in den letzten Jahren kaum ein Anstieg der durchschnittlichen Lohnstückkosten in der Euro-Zone verzeichnet worden.

Abb. 2 : Lohnstückkosten; Veränderung in % zum Vorjahr

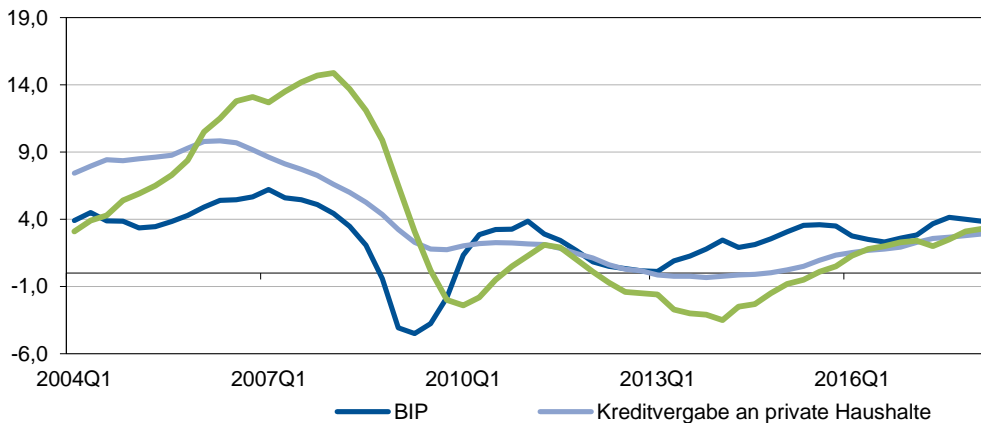


Quelle: Eurostat

Geldmengenwachstum bestätigt ebenfalls kein kurzfristiges Inflationsrisiko

Letztendlich mag die niedrige Kerninflationsrate auch mit dem eher überschaubaren Geldmengenwachstum zu tun haben. Schließlich kann sich keine Inflation behaupten, wenn das Geldmengenwachstum nicht den Nährboden hierfür schafft. Auch wenn die EZB durch ihr Aufkaufprogramm ihre Bilanz und damit das potenzielle Geldmengenwachstum deutlich stimuliert hat, **so ist es die Nachfrage aus der Realwirtschaft, die die Geldmengenausweitung in der Wirtschaft treibt.** Abb. 3 deutet nicht auf einen Inflationsdruck in Folge einer deutlich überhöhten Kreditnachfrage hin. Die außerordentlich expansive Geldpolitik der EZB spiegelt sich nicht in der aktuellen Geldmengendynamik.

Abb.3: Euro-Zone - nominales BIP und Kreditvergabe; Veränderung in % zum Vorjahr



Quellen: Eurostat; EZB

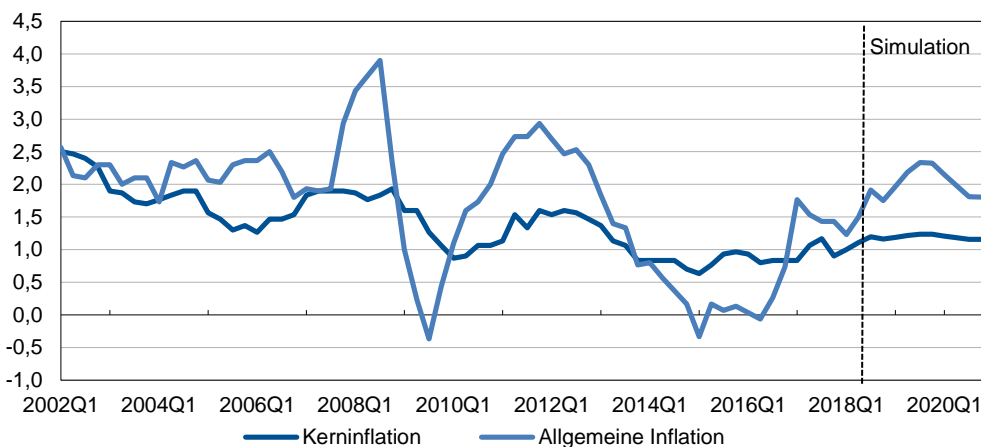
Simulation: Selbst mit ambitionierten Annahmen kein bedeutender Inflationsanstieg

Wie hoch ist das Inflationsrisiko für die Euro-Zone bis 2020? Besteht die Gefahr, dass die Inflationsrate abrupt und vor allem nachhaltig steigt? Hierfür müsste die Geldmengenausweitung kurzfristig deutlich an Dynamik zulegen, wofür es keine Anzeichen gibt. Doch was ist mit den strukturellen Treibern der Inflationsrate? In welchem Maße bergen sie Inflationsrisiken? Um dies zu beantworten, wurde ein Szenario mit folgenden Annahmen definiert:

- Die Lohnstückkosten der Euro-Zone steigen, wie von der EZB erwartet, im Schnitt um 1,5 % pro Jahr. Der durchschnittliche Zuwachs lag zwischen 2014 und 2018 bei 0,6 %.
- Der Offenheitsgrad bleibt stabil bei 94 %, auch wenn er seit der Finanzkrise deutlich und kontinuierlich zugenommen hat. Diese Annahme impliziert, dass der Preisdruck, der sich durch die Globalisierung und den internationalen Wettbewerb ergibt, über den Prognosezeitraum nicht weiter zunehmen wird.
- Aufgrund eines eher unterbewerteten Euro-Kurses ist zwar perspektivisch mit einer Aufwertung zu rechnen, die einen deflationären Druck auf Importpreise ausüben sollte. Dennoch wird in der Simulation von einer verstärkten Importpreisdynamik ausgegangen, die einer anhaltend robusten globalen Konjunktur und tendenziell weiter steigenden Rohstoffpreisen gerecht wird. Die Wachstumsrate stabilisiert sich erst am Simulationshorizont.
- Die Konjunktorentwicklung verläuft stabil.

Mit diesen Annahmen würde sich die **Inflationsrate**, wie von der EZB erwartet, **in 2019 und 2020 auf knapp unter 2 % stabilisieren**, auch wenn sie temporär durchaus darüber liegen könnte. **Die Kerninflationsrate läge im Schnitt nach wie vor bei nur 1,2 % pro Jahr**. Der Unterschied zwischen Kerninflations- und der allgemeinen Teuerungsrate ergibt sich aus der deutlich höheren Sensitivität der allgemeinen Inflationsrate zu volatilen Rohstoff- und Importpreisen.

Abb. 4 : Euro-Zone - Inflation; in % zum Vorjahresquartal



Quellen: Eurostat; IKB-Simulation

Einschätzung und Implikationen

Sorgen über einen kurzfristigen und deutlichen Anstieg der Inflation sind unbegründet. Die Euro-Zone ist noch relativ weit entfernt von einer Lohnstückkostenentwicklung, die nachhaltig eine Teuerungsrate von um die 2 % stützen würde. Dies ergibt sich auch aus den Prognosen für die um Energie- und Nahrungsmittelpreise bereinigte Kerninflation (s. Abbildung 4). Zwar ist die Importpreisinflation volatil, Simulationsergebnisse und Annahmen deuten dennoch daraufhin, dass es im Prognosezeitraum (2018 bis 2020) keine Notwendigkeit für eine geldpolitische Straffung gibt. Diese Aussage ist konsistent mit der aktuellen und erwarteten Geldmengenausweitung.

Angesichts der Annahmen, die für eine Inflationsrate von knapp unter 2 % notwendig sind, erachtet die IKB das Risiko für die EZB-Prognosen eher nach unten gerichtet. Simulationen unterschiedlicher Importpreisszenarien deuten zwar darauf hin, dass die Inflationsrate in 2019 und 2020 zwischen 1,5 % und 2 % liegen könnte, falls die Lohnstückkosten um 1,5 % zulegen würden. Bleibt das Lohnkostenwachstum allerdings bei dem aktuellen Wert von ca. 1 %, liegt die prognostizierte Inflationsspanne klar unter den EZB-Prognosen. **Da Importpreise volatiler sind als Lohnstückkosten, wird die EZB-Geldpolitik weiterhin maßgeblich von der Entwicklung des Euro-US-Dollar-Wechselkurses bestimmt.**

Was heißt dies nun konkret?

- **Geldpolitik:** Die EZB wird kurzfristig nicht unter Druck geraten, der Inflationsgefahr gegenzusteuern. Eine Eliminierung der negativen Zinsen ist 2019 zwar durchaus möglich, weitere Zinsschritte in 2020 sind jedoch nur zu erwarten, wenn sich die Konjunktur anhaltend gut entwickelt und die Lohnstückkosten stärker steigen.
- **Renditen:** Mit einem Niveau von rund 0,3 % sind 10-jährige Bundrenditen trotz der nur moderat zunehmenden Inflation zu niedrig. Das Risiko für eine kurzfristige Korrektur ist angesichts der überschaubaren Inflationsrisiken gering.
- **Euro-Devisenkurs:** Angesichts der Inflations- und Konjunktorentwicklung kann sich die EZB eine deutliche Aufwertung des Euro-Devisenkurses aufgrund der schwachen Dynamik der Lohnstückkosten und des hohen Offenheitsgrads der Euro-Zone nicht erlauben. Dies spricht für eine behutsame geldpolitische Wende, vor allem, wenn die Fed den Raum für Zinsanhebungen 2020 einengt.

Fazit: Eine deutlich steigende Inflationsrate wird es in den kommenden zwei Jahren nicht geben. Selbst wenn die Lohnstückkosten deutlich stärker zulegen als in den letzten Jahren und die volatilen Importpreise erneut anziehen, reicht es nur für eine Inflationsrate von knapp unter 2 %; dabei bleibt das Prognoserisiko nach unten gerichtet. Solange die Dynamik der Lohnstückkosten nicht nachhaltig zulegt, bleibt der Euro-US-Dollar-Devisenkurs aufgrund des hohen Offenheitsgrades der Euro-Zone entscheidend für die EZB-Geldpolitik. Das Renditeniveau deutscher Anleihen ist zwar grundsätzlich zu niedrig, angesichts der geringen Inflationsrisiken ist das kurzfristige Korrekturpotenzial dennoch überschaubar. Für die Jahre 2018 bis 2020 erwartet die IKB im Euro-Raum eine Inflationsrate zwischen 1,5 % und 1,8 %.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

19. Juli 2018
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz