

Schwerpunktthema – Inflation aktuell Q3/19:

## Die niedrige Inflation im Euroraum – Ursachen und Ausblick<sup>1</sup>

Das primäre Ziel des Eurosystems ist die Gewährleistung von Preisstabilität. Diese ist laut EZB gegeben, wenn die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Jahresinflationsrate im gesamten Euro-Währungsgebiet auf mittlere Sicht unter, aber nahe bei 2 % liegt. Von 2012 bis 2015 ging die HVPI-Inflationsrate im Euroraum sukzessive zurück und lag seit 2013 – trotz der zwischenzeitlich erfolgten Konjunkturerholung – mit Ausnahme weniger Monate meist deutlich unter 2 %.<sup>2</sup>

Im vorliegenden Kasten werden mögliche Ursachen für die unerwartet lange und persistente Phase niedriger Inflation im Euroraum analysiert. Die Erklärung umfasst eine Kombination von externen und binnenwirtschaftlichen Faktoren, die in verschiedenen Phasen der letzten sieben Jahre zur niedrigen Inflation beitrugen. Abschließend wird ein Ausblick für die Inflationsentwicklung in der nahen Zukunft gegeben.

### Dämpfen strukturelle Veränderungen die Preisentwicklung im Euroraum?

Die fortschreitende Digitalisierung führt zu strukturellen Veränderungen des wirtschaftlichen Umfelds für Unternehmen und Arbeitnehmer, welche langfristige Auswirkungen auf die Preisentwicklung haben. Dabei umfasst die Digitalisierung sowohl den Einsatz verbesserter Technologien im Arbeitsprozess, der über die höhere Arbeitsproduktivität inflationsdämpfend wirken kann, als auch geänderte Vertriebskanäle für Waren und Dienstleistungen. Insbesondere der Online-Handel hat in den vergangenen Jahren stark an Bedeutung gewonnen. Das Potenzial des E-Commerce zur Intensivierung des Wettbewerbs ist durchaus beträchtlich: Preisvergleiche werden leichter möglich und geringere Suchkosten für Konsumenten und Verkäufer sowie auch geringere Vertriebskosten für Unternehmen können zu einer Intensivierung des Preiswettbewerbs beitragen. Wie groß der Effekt des E-Commerce auf die Preisentwicklung ist, wurde von mehreren Zentralbanken untersucht. Trotz des raschen Wachstums des Internethandels konnte hierbei für EU-Länder nur ein moderat dämpfender Effekt auf die Verbraucherpreisinflation festgestellt werden.<sup>3</sup> Forschungsarbeiten für andere Länder, die von der Zentralbank Kanadas<sup>4</sup> und der Schwedischen Reichsbank<sup>5</sup> durchgeführt wurden, lassen

---

<sup>1</sup> Friedrich Fritzer, Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen, [friedrich.fritzer@oenb.at](mailto:friedrich.fritzer@oenb.at).

Fabio Rumler, Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen, [fabio.rumler@oenb.at](mailto:fabio.rumler@oenb.at).

<sup>2</sup> In Österreich war die Inflationsentwicklung in den letzten Jahren etwas dynamischer als im Euroraum. Zu den Gründen für die in Österreich vergleichsweise höhere Inflationsrate siehe das Schwerpunktthema in Inflation aktuell Q4/2017.

<sup>3</sup> Ciccarelli, M. und C. Osbat (Hrsg). 2017. Low Inflation in the Euro Area: Causes and Consequences. In: ECB. Occasional Paper Series 181. Jänner 2017.

<sup>4</sup> Charbonneau, K., A. Evans, S. Sarker und L. Suchanek. 2017. Digitalization and Inflation: A Review of the Literature. In: Bank of Canada. Staff Analytical Note, 2017-20.

<sup>5</sup> Sveriges Riksbank. 2015. Digitalization and Inflation. In: Monetary Policy Report. Februar 2015.

ebenfalls nicht darauf schließen, dass die moderate Preisentwicklung der vergangenen Jahre zu einem wesentlichen Teil auf die digitale Transformation zurückzuführen ist.

Ein weiterer Faktor, der eine strukturelle Veränderung der Preisentwicklung bewirkt, ist die zunehmende Einbindung der heimischen Produktion in globale Wertschöpfungsketten. Die Globalisierung der Wirtschaft wurde durch die Verringerung der Transportkosten, globale Lohnunterschiede sowie den Fortschritt in der Informations- und Kommunikationstechnologie begünstigt. Die zunehmende Integration der Arbeits- und Gütermärkte sowie der gestiegene Wettbewerb auf diesen Märkten kann die heimische Lohn- und Preisentwicklung über mehrere Wirkungskanäle beeinflussen. So kann etwa durch die Globalisierung die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer in den Lohnverhandlungen sinken. Zudem verringern sich die Kosten durch Produktionsverlagerungen in billigere Länder. Die Messung dieser Globalisierungseffekte im Hinblick auf deren Einfluss auf die Konsumentenpreise ist allerdings schwierig. In der Literatur finden sich zwar Indizien für inflationsdämpfende Effekte der Globalisierung,<sup>6</sup> aber keine hinreichenden Belege dafür, dass die Phase niedriger Inflationsraten im Euroraum maßgeblich durch die Globalisierung verursacht wurde.<sup>7</sup>

## Externe und binnenwirtschaftliche Faktoren dämpfen die Euroraum-Inflation seit 2012

Die niedrigen Inflationsraten der letzten Jahre sind nicht auf den Euroraum beschränkt, sondern in mehreren großen Volkswirtschaften der Welt zu beobachten. Externe oder überregionale Faktoren sind daher zumindest eine der Ursachen für die niedrige Inflation im Euroraum. Dabei ist die Entwicklung der globalen Rohstoffpreise zumindest bis 2016 ein wichtiger Faktor für die gedämpfte Preisentwicklung. Aber auch binnenwirtschaftliche Faktoren wie der Euroraum-Konjunkturzyklus sowie die Lohnentwicklung bzw. deren Übertragung auf die Konsumentenpreise spielten eine wichtige Rolle. Nachfolgend wird die Bedeutung der externen und binnenwirtschaftlichen Faktoren für die Entwicklung der Euroraum-Inflation seit 2012 diskutiert.

Die Rohstoffpreise sind für die Entwicklung der HVPI-Inflation aus mehreren Gründen relevant. Vor allem die auf dem Weltmarkt bestimmten Rohölpreise haben für die Euroraum-Inflation große Bedeutung, da sich Ölpreisänderungen direkt, rasch und fast gänzlich auf die Teuerung der Energiekomponente im HVPI übertragen. Der Anteil von Energie am HVPI-Warenkorb beläuft sich auf 10 % – ein Zehntel des Warenkorbs hängt damit direkt von der Ölpreisentwicklung ab, die starken Schwankungen unterliegt. Zwischen Mitte 2012 und Anfang 2016 haben sich die Weltmarktpreise für Rohöl um rund 2/3 verringert und anschließend bis Ende 2018 wieder deutlich erhöht (siehe Grafik K1). In einem weiteren Schritt wirken sich ölpreisbedingte Änderungen der Transportkosten indirekt und in geringerem Ausmaß auf die Preise der meisten importierten Waren aus. Zusätzlich können Zweitrundeneffekte die Wirkung der Rohölpreisentwicklung auf die Inflationsrate weiter verstärken: In einer längeren Phase von beispielsweise sinkenden Ölpreisen ist es möglich, dass Unternehmen, Gewerkschaften und Haushalte ihre Inflationserwartungen nach unten anpassen und dies in ihren Entscheidungen berücksichtigen. Lohnsteigerungen fallen dann moderater aus und Anschaffungen von Investitions- und Konsumgütern werden möglicherweise aufgeschoben. Dies verstärkt den

---

<sup>6</sup> Forbes, K. 2019. Has Globalization Changed the Inflation Process? In: BIS Working Papers 791. Juni 2019.

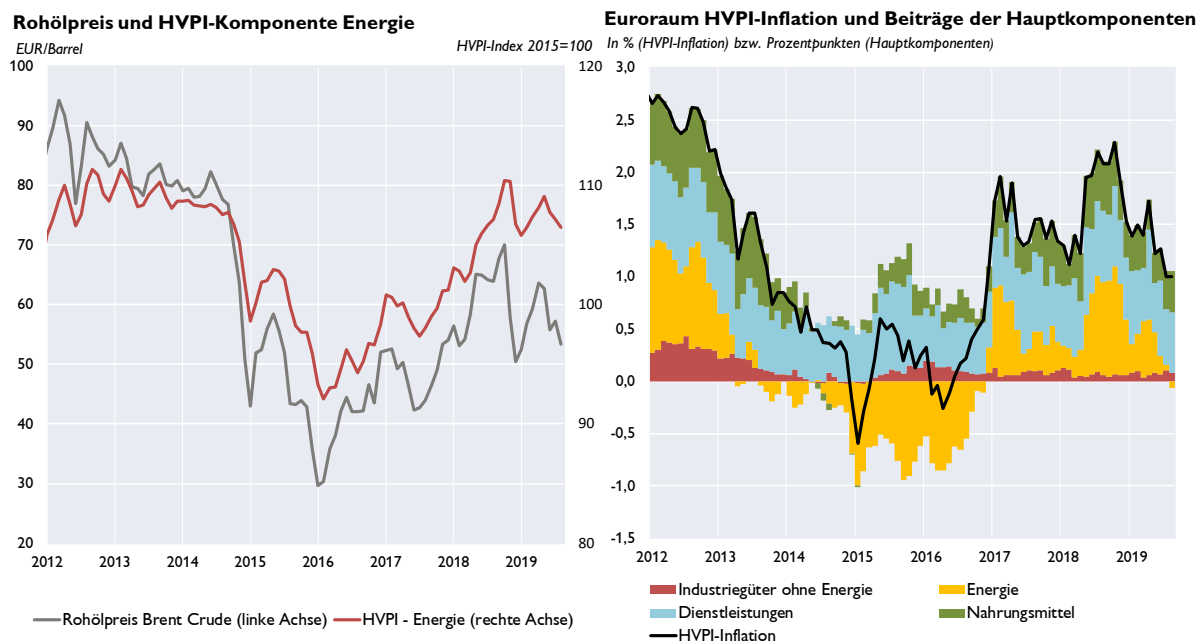
<sup>7</sup> EZB. 2019. Domestic and Global Drivers of Inflation in the Euro Area. In: ECB. Economic Bulletin, 4/2017. 72–96.

Abwärtsdruck auf die Inflation, da die Nachfrage sinkt und die geringeren Produktionskosten in einem Umfeld intensiven Wettbewerbs an die Konsumenten weitergegeben werden.

In den in den Fußnoten 10 und 14 angeführten Untersuchungen des Eurosystems und der EZB wird mithilfe einer Zerlegung der Inflationsrate in unterschiedliche externe und binnenwirtschaftliche Einflussfaktoren gezeigt, dass in der Phase sinkender Inflationsraten von 2012 bis 2015 die Rohstoffpreisentwicklung einen dämpfenden Einfluss auf die Entwicklung der Gesamtinflation hatte. Zu Beginn der Phase sinkender Inflationsraten im Euroraum im Jahr 2012 waren aber hauptsächlich binnenwirtschaftliche Faktoren für den Rückgang verantwortlich. Zu diesen zählen beispielsweise die Preisentwicklung der vorgelagerten Produktionsstufen, die Entwicklung der Löhne, der Gewinnmargen und der Produktionsauslastung. Schätzungen der Produktionslücke (ein Indikator für den Auslastungsgrad der Produktionskapazitäten und damit der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage) des Euroraums weisen auf eine deutliche Unterauslastung der Produktionskapazitäten in den Jahren von 2012 bis 2016 hin. Erst 2017 hat sich die Euroraum-Produktionslücke infolge des Konjunkturaufschwungs geschlossen. Aufgrund der gestiegenen Arbeitsproduktivität verringerte sich zudem das Wachstum der nominellen Lohnstückkosten im Euroraum in den Jahren 2013 und 2014, legte aber mit dem Konjunkturaufschwung ab 2017 wieder zu (siehe Grafik K2, linke Abbildung). Insgesamt sind damit sowohl binnenwirtschaftliche als auch externe Faktoren für die niedrige HVPI-Inflation im Euroraum seit 2012 in unterschiedlichem Ausmaß verantwortlich. Die zuvor zitierten Untersuchungen des Eurosystems und der EZB kommen zum Ergebnis, dass der Rückgang der Teuerung von 2012 bis 2015 zu einem großen Teil auf die geringe Nachfrage und die dadurch bedingte Unterauslastung der Produktionskapazitäten im Euroraum zurückzuführen ist. Der in derselben Phase erfolgte Rohölpreisrückgang dämpfte zwar ebenfalls die Inflation, war aber vergleichsweise weniger relevant.

Grafik K1

### Rohstoffpreise und Euroraum-HVPI-Inflation

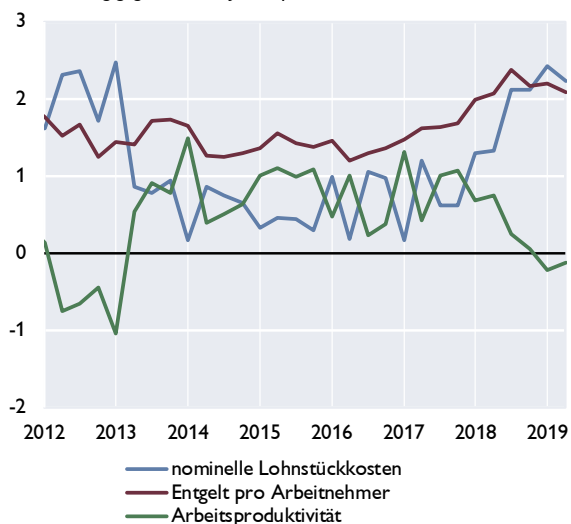


Ab dem Jahr 2016 beschleunigte sich die HVPI-Inflationsrate vorerst wieder, schwächte sich aber in den vergangenen 12 Monaten erneut deutlich ab. Für diese Entwicklung sind in erster Linie die Rohstoffpreise verantwortlich, was durch die gleichlaufende Entwicklung der Ölpreise und der Energiekomponente des HVPI in Grafik K2 verdeutlicht wird. Die ohne Energie und Nahrungsmittel gemessene Kerninflationsrate stagniert hingegen seit 2016 bei rund 1 % – trotz der bis Mitte 2018 guten konjunkturellen Entwicklung und des bis zuletzt robusten Lohnwachstums (gemessen an den Arbeitnehmerentgelten je Arbeitnehmer). Für die dennoch auf niedrigem Niveau verharrende Kerninflation gibt es zumindest zwei Erklärungsansätze. Ersterer besagt, dass Unternehmen steigende Lohnkosten am Beginn eines Konjunkturabschwungs kaum an die Konsumenten weitergeben, um keine Marktanteile zu verlieren.<sup>8</sup> Dies trifft vor allem auf jene Länder im Euroraum zu, die in den vergangenen Quartalen trotz beginnenden Konjunkturabschwungs noch über ein robustes Lohnwachstum verfügten, wie beispielsweise Deutschland, Österreich und die Slowakei. Eine zweite Erklärung wird für jene Länder angeführt, in denen trotz Konjunkturaufschwung nach der Finanzkrise das Lohnwachstum relativ verhalten blieb, wie etwa in Spanien, Frankreich, Italien und Griechenland. In diesen Ländern haben Unternehmen in der Rezession nach der Finanzkrise Produktionskapazitäten reduziert, indem sie verstärkt Kurzarbeit und unfreiwillige Teilzeitbeschäftigungen eingeführt haben, was zu einem beträchtlichen Grad an Unterbeschäftigung in den Volkswirtschaften geführt hat.<sup>9</sup> Im nachfolgenden Konjunkturaufschwung haben die Unternehmen ihre Produktionskapazitäten zunächst durch die Ausweitung der Arbeitszeiten erhöht, bevor neue Beschäftigte eingestellt wurden. In der Folge haben sich die Stundenlöhne in diesen Ländern kaum verändert und übten somit keinen Aufwärtsdruck auf die Inflationsrate aus.

Grafik K2

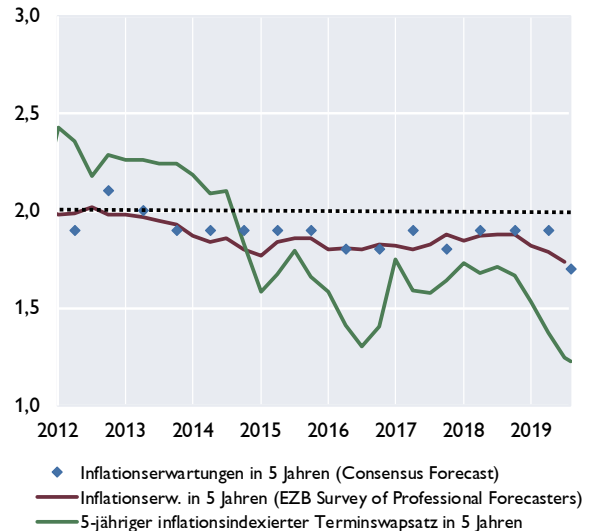
### Lohnkosten im Euroraum

Veränderung gegenüber Vorjahresquartal in %



### Langfristige Inflationserwartungen im Euroraum

in %



Quelle: EZB.

<sup>8</sup> Bobeica, E., M. Ciccarelli und I. Vansteenkiste. 2019. The Link between Labor Cost and Price Inflation in the Euro Area. In: ECB Working Paper Series 2235, Februar 2019.

<sup>9</sup> Bell, D. und D. Blanchflower. 2019. Underemployment in the US and Europe. In: NBER Working Paper 24927. Laut den Autoren besteht die Unterbeschäftigung in manchen Ländern des Euroraums bis zum heutigen Tag fort.

## „Ent-Ankerung“ der langfristigen Inflationserwartungen könnte zur Verfestigung der niedrigen Inflation beitragen

Die Inflationserwartungen von Unternehmen und Haushalten beeinflussen die Inflationsentwicklung über mehrere Kanäle: Unternehmen beziehen ihre Erwartungen bezüglich der Kosten- und Preisentwicklung in ihre Preissetzung mit ein. Gewerkschaften und Arbeitgeber bauen ihre Inflationserwartungen in die Lohnabschlüsse ein, die im nächsten Schritt die Preissetzung beeinflussen. Haushalte treffen Konsum- und Investitionsentscheidungen auf Basis von Inflationserwartungen, die wiederum Rückkopplungseffekte auf die Inflationsentwicklung haben. Die Höhe der Inflationserwartungen ist somit für die gegenwärtige und zukünftige Inflationsentwicklung von entscheidender Bedeutung. Durch eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik sind die langfristigen Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte üblicherweise fest beim Preisstabilitätsziel verankert und stellen somit einen Anziehungspunkt für die mittelfristige Inflationsentwicklung dar. Stärkere oder längere Abweichungen der langfristigen Inflationserwartungen vom Zielwert sind daher als Indiz einer „Ent-Ankerung“ der Inflationserwartungen zu werten, die zur Verfestigung einer zu niedrigen oder zu hohen Inflationsrate beitragen kann.

Die auf Umfragen (Consensus Forecast sowie EZB Survey of Professional Forecasters) basierenden langfristigen Inflationserwartungen bewegten sich die meiste Zeit seit 2012 um oder knapp unter 2 % und waren damit äußerst stabil (siehe Grafik K3, rechte Abbildung). Lediglich im letztverfügbaren zweiten Quartal 2019 sanken beide Indikatoren umfragebasierter Inflationserwartungen unter 1,8 %. Die von Finanzmarktinstrumenten (von inflationsindexierten Swaps) abgeleiteten langfristigen Inflationserwartungen wiesen hingegen sowohl im Jahr 2016 als auch in den letzten drei verfügbaren Quartalen stärkere Abweichungen vom Preisstabilitätsziel auf und zeigen somit Risiken für eine „Ent-Ankerung“ an. Allerdings enthalten finanzmarktbasierter Inflationserwartungen neben den Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer auch Inflationsrisikoprämien<sup>10</sup>, die laut EZB für den aktuellen Rückgang hauptverantwortlich sind. Somit sind die finanzmarktbasierter Inflationserwartungen für die Einschätzung des Risikos einer „Ent-Ankerung“ weniger relevant als die in Umfragen geäußerten Erwartungen, die nur ein sehr geringes Risiko anzeigen.

## Inflationsausblick der EZB lässt weiterhin keinen nachhaltigen Anstieg der Euroraum-Inflation erwarten

Der in der zweiten Jahreshälfte 2018 einsetzende Konjunkturabschwung im Euroraum deutet darauf hin, dass die Phase niedriger Inflation auch in den kommenden Monaten und Jahren weiter anhält. In ihrer jüngsten, am 12. September veröffentlichten Inflationsprognose rechnen die Experten des Eurosystems für das laufende und das nächste Jahr mit einem Rückgang der HVPI-Jahresinflationsrate auf 1,2 % und 1,0 %. Der Grund dafür liegt zusätzlich zu der sich abschwächenden konjunkturellen Entwicklung auch im Rückgang der Rohölpreise, der in den letzten Monaten verzeichnet wurde und laut EZB noch bis 2020 anhalten wird. Erst 2021 wird der Effekt der rückläufigen Ölpreise ausgelaufen sein und somit sollte die bis dahin erwartete Konjunkturerholung die Inflationsrate wieder auf 1,5 % erhöhen. Die ohne Energie und Nahrungsmittel berechnete Kerninflationsrate wird gemäß dieser Prognose im laufenden und im

---

<sup>10</sup> Eine Inflationsrisikoprämie ist der Zuschlag, der von den Finanzmarktteilnehmern für die Unsicherheit einer allfälligen Abweichung von der durchschnittlich erwarteten Inflationsrate verrechnet wird. Inflationsrisikoprämien steigen üblicherweise in Phasen größerer makroökonomischer Unsicherheit an.

kommenden Jahr auf ihrem derzeit niedrigen Niveau von knapp über 1 % verharren und dann im Jahr 2021 ebenfalls auf 1,5 % steigen. Eine nachhaltige Annäherung der Inflationsrate an den Zielwert von nahe, aber unter 2 % ist gemäß dieser Prognose somit auch in naher Zukunft nicht in Sicht, weshalb der EZB-Rat in seiner jüngsten Sitzung am 12. September weitere Maßnahmen zur geldpolitischen Lockerung, darunter die Senkung des Zinssatzes der Einlagefazilität auf – 0,5 % und die Wiederaufnahme des Wertpapierankaufprogramms im Ausmaß von 20 Mrd EUR monatlich, beschlossen hat.