



KONJUNKTURBOOM: WARTESCHLANGEN – VORBOTEN DER INFLATION?

von Dr. Jörn Quitzau und Niklas Tontara

Die Entwicklung der Verbraucherpreise wird seit Ausbruch der globalen Finanzkrise vor zehn Jahren kritisch beobachtet. Da viele Notenbanken einen extrem expansiven geldpolitischen Kurs einschlugen, um die Folgen der Krise einzudämmen, waren viele – auch professionelle – Beobachter voller Sorge, die Inflationsraten könnten mittel- und längerfristig in die Höhe schießen. Prognosen über bevorstehende Inflationsraten im zweistelligen Bereich waren keine Seltenheit. Pessimisten schlossen selbst den Untergang etablierter Währungen nicht aus.

Weshalb die große Inflation ausgeblieben ist

Heute wissen wir, dass die pessimistischen Prognosen allesamt falsch waren. Statt großer Inflation wurde zeitweilig sogar Deflation, also das genaue Gegenteil von Inflation, zum Thema. Die Notenbanken mussten versuchen, einem allgemeinen Rückgang des Preisniveaus entgegenzuwirken. Sinkende Preise können nämlich dazu führen, dass Verbraucher ihre Kaufentscheidung hinauszögern, um später zu niedrigeren Preisen zu kaufen. Dies kann zu einer Spirale aus sinkenden Preisen, Kaufzurückhaltung und weiter sinkenden Preisen führen. Zudem steigt der reale Wert von Schulden, wenn das Preisniveau sinkt – Überschuldungen können die Folge sein.

Im Rückblick lässt sich erklären, weshalb es trotz der äußerst expansiven Geldpolitik nicht zu höheren Inflationsraten gekommen ist.¹

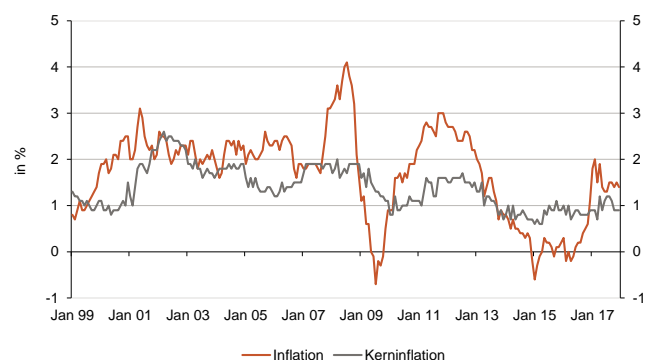
1. Die von den Notenbanken zusätzlich bereitgestellte Liquidität wurde genutzt, um den infolge der Krise ins Stocken geratenen Geldkreislauf im Fluss zu halten.
2. In vielen Ländern gab es eine Bereinigungsrezession, weshalb die Kapazitätsauslastung sank. Wenn aber Produktionsanlagen und Arbeitskräfte nicht ausgelastet sind, kann es kaum zu kräftigen Preissteigerungen

kommen, weil der Kampf um Arbeitsplätze und um zusätzliche Marktanteile preissenkend wirkt.

3. Der zwischenzeitliche Absturz der Rohstoffpreise hat die Produktionskosten für Unternehmen gesenkt. Änderungen bei den Rohstoffpreisen, insbesondere beim Rohöl, haben einen spürbaren Einfluss auf die Inflationsrate. Bei der sogenannten Kernrate der Inflation rechnen die Statistikämter die schwankungsanfälligen Energiepreise aus der allgemeinen Teuerungsrate heraus. Für die Eurozone zeigt sich, dass sich die Kernrate der Inflation seit Jahren bei rund einem Prozent eingependelt hat (Abbildung 1, graue Linie). Mit anderen Worten: Auch ohne die gesunkenen Energiepreise war der Preisauftrieb in Europa gering.
4. Eine expansive Geldpolitik schlägt sich nicht zwangsläufig in höheren Verbraucherpreisen nieder. Die Wirtschaftsakteure müssen zusätzliche Liquidität nicht für Konsumgüter ausgeben, sie können auch in Vermögenstitel investieren (Immobilien, Aktien, Renten etc.). Der Preisanstieg findet dann nicht bei den Verbraucherpreisen, sondern bei den Vermögenspreisen statt.

Hinzu kommt, dass im Zuge der Globalisierung billige Produktionsstandorte Druck auf die Löhne in den entwickelten Ländern ausgeübt haben. Diese Lohnmoderation hält bis heute an.

Abb. 1: Inflation und Kerninflation in Europa



Quelle: Eurostat.

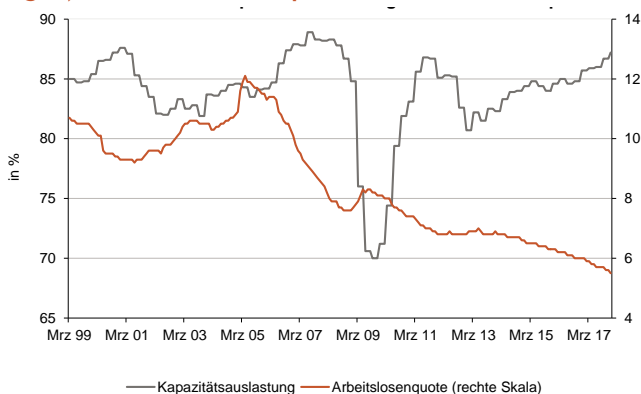
¹ Vgl. dazu auch ausführlich Schmieding, Holger und Kallum Pickering (2017), Notes on the inflation puzzle, Berenberg Economics vom 6. Oktober 2017.

Niedrige Inflation trotz Konjunkturaufschwung

Inzwischen hat die Konjunktur wieder Fuß gefasst und die Weltwirtschaft erlebt einen dynamischen Aufschwung. Einige der oben skizzierten Argumente können deshalb heute nicht mehr als Erklärung für die ausbleibende Inflation angeführt werden. In der Eurozone und in Deutschland wächst die Wirtschaft aktuell mit einer Rate von 2,5 %. Damit liegt die tatsächliche Wachstumsrate in der Eurozone rund einen Prozentpunkt höher als bei konjunktureller Normalauslastung (das Trendwachstum liegt bei rund 1,5 %). Die Produktionsfaktoren sind – zumindest in Deutschland – zunehmend ausgelastet, die Arbeitslosigkeit sinkt. Es gibt einen regelrechten Beschäftigungsboom (Abbildung 2).

In diesem konjunkturellen Umfeld wäre es nicht ungewöhnlich, wenn die Inflationsraten spürbar anziehen. Tatsächlich ist das Preisumfeld aber immer noch recht entspannt. Sowohl in Deutschland als auch in der gesamten Eurozone liegen die Preissteigerungsraten unterhalb des EZB-Zielwertes von knapp zwei Prozent. Insbesondere die Kerninflationsrate verharrt zwischen rund einem (Eurozone) und eineinhalb (Deutschland) Prozent. Unsere Prognosen sehen auch für 2018 und 2019 nur einen gemächlichen Anstieg der Inflationsraten.

Abb. 2: Kapazitätsauslastung (für Güter und Dienstleistungen) und Arbeitslosenquote in Deutschland



Quellen: Eurostat, Deutsche Bundesbank.

Es gibt eine Reihe von Erklärungsansätzen, weshalb die Preise gemessen am dynamischen Aufschwung nicht stärker steigen. So müssen in einigen Ländern der Eurozone – insbesondere in den ehemaligen Krisenländern – die unzureichend ausgelasteten Kapazitäten noch immer weiter geschlossen werden, bevor die Preise steigen können.

In Deutschland ist wegen des deutlich rückläufigen Organisationsgrades und wegen der zunehmenden internationalen Konkurrenz die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften gesunken. In früheren Aufschwungsphasen haben die Gewerkschaften offensiv höhere Löhne für die Arbeitnehmer durchgesetzt. Aufgrund der gestiegenen Lohnkosten haben die Unternehmen ihre Verkaufspreise erhöht. Gelegentlich kam es sogar zu Lohn-Preis-Spiralen, wenn sich die Arbeitnehmer durch die gestiegenen Verbraucherpreise erneut zu höheren Lohnforderungen veranlassen sahen. Heute sind die Gewerkschaften schwächer und haben zumindest größere Schwierigkeiten als früher, die Löhne derart nach oben zu treiben.

Bei den Arbeitnehmern könnte neuerdings auch die Angst vor dem digitalen Wandel eine Rolle spielen. Zu aggressive Lohnforderungen könnten die Unternehmen veranlassen, über den verstärkten Einsatz von Robotern beziehungsweise IT-Lösungen nachzudenken. Die Sorge um den eigenen Arbeitsplatz könnte also für Lohnmäßigung sorgen und damit eine Lohn-Preis-Spirale im Ansatz verhindern.

Die erstaunlich niedrige Inflationsrate lässt sich zu einem kleinen Teil auch auf das Messverfahren zurückführen. Das Statistische Bundesamt hat bei der Berechnung des Verbraucherpreisindex vor rund 15 Jahren die sogenannte hedonische Qualitätsbereinigung eingeführt. Damit trägt die Statistikbehörde der Tatsache Rechnung, dass bei bestimmten Gütern die Qualität im Zeitablauf spürbar steigt. Besonders offensichtlich ist dies bei Computern: Für einen konstanten Preis steigt Jahr für Jahr die Leistung, die der Verbraucher beim Computerkauf erhält. Das Statistische Bundesamt wertet solche „kostenlosen“ Qualitätsverbesserungen als Preissenkung, sodass die ausgewiesene Inflationsrate niedriger ausfällt, als ohne diese hedonische Bereinigung. Allerdings ist der Effekt deutlich geringer als viele kritische Beobachter glauben. Laut Statistischem Bundesamt ist nur knapp ein Prozent des gesamten Verbraucherpreisindex von dieser Art der Preisbereinigung betroffen.²

² Vgl. Statistisches Bundesamt (2013), Preise – Hedonische Methoden in der amtlichen Preisstatistik, Update Juni 2013. Die Statistikbehörde weist daraufhin, dass die durchschnittliche Inflationsrate in den Jahren 2005 bis 2010 ohne hedonische Qualitätsbereinigung um 0,1 Prozentpunkte höher gelegen hätte (also statt 1,6 % bei 1,7 %).

Planwirtschaft statt Marktwirtschaft: Warteschlangen

Alle bisher genannten Argumente sind als Erklärung für eine vergleichsweise geringe Inflationsrate durchaus bekannt, plausibel und weitgehend akzeptiert. Allerdings ging die bisherige Argumentation davon aus, dass Knappheiten, die durch einen Konjunkturaufschwung oder wegen anderer Gründe entstehen, über den Preismechanismus reguliert werden. Steigende Preise sind die marktwirtschaftliche Lösung für Situationen, in denen die Nachfrage das Angebot übersteigt. Die planwirtschaftliche Variante lässt hingegen höhere Preise nicht zu, sondern drängt zusätzliche Nachfrage in Warteschlangen. Solche Warteschlangen können als verdeckte Inflation eingestuft werden.

Tatsächlich gibt es einige Hinweise darauf, dass zunehmende Nachfrage nicht immer zu höheren Preisen, sondern zu längeren Warteschlangen und Wartezeiten führen. Sichtbare Warteschlangen gibt es beispielsweise an Flughäfen beim Check-in für Urlaubsreisen und bei der Sicherheitskontrolle. Aus ökonomischer Sicht ein klares Zeichen für zu niedrige Preise. Mit höheren Preisen würde nicht nur die Nachfrage in der Spitze zurückgedrängt, sondern es könnten die Kapazitäten erweitert werden (zum Beispiel durch die Einstellung von mehr Personal). Deutliche Wartezeiten gibt es auch auf den Straßen – laut einer ADAC-Studie haben die Staus in den vergangenen Jahren weiter zugenommen³ – und auch im Nah- und Fernverkehr gibt es zunehmende Kapazitätsengpässe beziehungsweise Überfüllungsprobleme. Ökonomisch betrachtet sind damit im gesamten Mobilitätssektor die Preise zu niedrig. Die Meldung der letzten Tage, die Bundesregierung erwäge in Städten kostenlosen öffentlichen Nahverkehr einzuführen, erscheint in diesem Kontext wie ein Karnevalsscherz.

Weniger sichtbar, aber dennoch sehr ausgeprägt, sind die Wartezeiten bei Handwerkern und sonstigen Dienstleistern rund um das Thema Immobilie (zum Beispiel Gärtner, Steinsetzer, Winterdienste). So haben sich die Terminwartezeiten bei Handwerkern erhöht, die Auftragsbücher sind im Schnitt für die nächsten zweieinhalb Monate gefüllt. Auch in diesem Bereich sind die Preise offensichtlich noch

³ Daten zur ADAC-Staubilanz 2017 finden sich hier:

<https://www.adac.de/der-adac/verein/aktuelles/staubilanz-2017/>. Der ADAC weist für 2017 insgesamt 457 000 Staustunden aus (2015: 341 000 Stunden). Staus in Kilometern oder Stunden zu erfassen, ist methodisch allerdings schwierig. Insofern ist der generelle Trend aussagekräftiger als die absoluten Zahlen.

nicht stark genug gestiegen, sonst gäbe es keine so langen Wartezeiten. Die Aufzählung ließe sich mühelos fortsetzen.

Neben der anekdotischen Evidenz gibt es auch greifbare Phänomene: Das Institut der deutschen Wirtschaft Köln hat im Rahmen seiner Konjunkturbefragung im Herbst 2017 die insgesamt knapp 2 900 Unternehmen auch dazu befragt, anhand welcher Indikatoren sie eine hohe Beanspruchung ihrer Produktionskapazitäten festmachen.⁴ 44 Prozent der Unternehmen antworteten, dass sie im Voraus längere Produktions- und Lieferzeiten vereinbaren. 21 Prozent lehnen neue Aufträge ab, wenn sie von Überauslastung betroffen sind. Höhere Verkaufspreise nannten hingegen lediglich 14 Prozent der befragten Unternehmen.

Mögliche Gründe für ausbleibende Preiserhöhungen

Auf den ersten Blick mag es ungewöhnlich erscheinen, dass Unternehmen auf höhere Verkaufspreise und damit auf höhere Gewinne verzichten. Allerdings lassen sich verschiedene Gründe für ein solches Vorgehen finden.

Gerade für Kleinunternehmen dürfte Kundenbindung wichtiger sein als ein kurzfristiger Gewinnsprung. So dürfte es bei Handwerksbetrieben berechtigte Sorgen geben, dass Kunden durch zu starke Preissteigerungen verprellt werden. Wenn Kunden kräftige Preiserhöhungen als ungerecht empfinden, kann es sich für das Unternehmen langfristig auszahlen, auf höhere Preise zu verzichten, auch wenn sie sich kurzfristig durchsetzen ließen. Die Einsicht, dass der Konjunkturboom nicht ewig dauert, spricht für eine gewisse Kontinuität in der Preispolitik, sodass Auftragspitzen über längere Wartezeiten abgedeckt werden.

Auch sonst dürften Gerechtigkeitsaspekte eine wichtige Rolle spielen. So lässt sich zum Beispiel „Mobilität für alle“ nur gewährleisten, wenn auf preisliche Maßnahmen wie nachfrageabhängige Straßennutzungsgebühren verzichtet wird. Bei Veranstaltungen, die regelmäßig auf Monate hinaus ausverkauft sind (Konzerthäuser oder Fußballstadien einzelner Spitzenklubs), wird der Preismechanismus nicht ausgereizt, um eine etwas gerechtere Verteilung der begehrten Tickets zu ermöglichen. Und an manchen Stellen sind es administrierte Preise oder sonstige staatliche Eingriffe, die für mehr Gerechtigkeit sorgen sollen, dadurch aber oft die Anreize auf der Angebotsseite stören und auf diese

⁴ Vgl. Grömling, Michael (2017), Fehlende Arbeitskräfte deckeln die Konjunktur, IW-Kurzberichte 93.2017.



Weise zu einem Angebotsengpass und zu Warteschlangen beitragen.

Ausblick

Warteschlangen und Wartezeiten sind ein Zeichen für verdeckte Inflation. Sie sind aber wohl kein Hinweis darauf, dass die ausgewiesene Inflationsrate kurz vor einem deutlichen Sprung nach oben steht. Erstens dürfte die Inflationsrate durch das beobachtete Phänomen nur moderat verzerrt sein. Zweitens werden die Gründe für das defensive Preissetzungsverhalten auch in Zukunft gelten und in den betreffenden Bereichen die Preise nur vergleichsweise leicht steigen lassen. Warteschlangen dürften gegenüber Preissprüngen weiter als das kleinere Übel gelten.



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

IMPRESSUM

Makro-Team Hamburg

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

Wolf-Fabian Hungerland
+49 40 350 60-8165 | wolf-fabian.hungerland@berenberg.de

Cornelia Koller
+49 40 350 60-198 | cornelia.koller@berenberg.de

Dr. Jörn Quitzau
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

Berenberg Makro erscheint
zu folgenden Themen:

Konjunktur
Geldpolitik
Währungen
Rohstoffe
Emerging Markets
Osteuropa

► Trends

www.berenberg.de/publikationen

Wichtige Hinweise: Dieses Dokument stellt keine Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG, keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf von Finanzinstrumenten dar. Es ersetzt keine rechtliche, steuerliche und finanzielle Beratung. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen und berücksichtigen den Stand bis zum Tag vor der Veröffentlichung. Nachträglich eintretende Änderungen können nicht berücksichtigt werden.

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
www.berenberg.de
info@berenberg.de