

# Nur begrenzten Einfluss auf die Inflation

Markus Demary / Jonas Zdrzalek, 27.10.2022

**Die aktuellen Inflationsraten fordern die Europäische Zentralbank (EZB) nicht nur aufgrund ihrer Höhe, sondern auch wegen ihrer Zusammensetzung. Eine Analyse der unterschiedlichen Preissegmente des Verbraucherpreisindex zeigt, dass die Inflationsrate hauptsächlich durch Faktoren getrieben ist, auf welche die Geldpolitik nur begrenzten Einfluss hat.**

Hohe Inflationsraten stellen Zentralbanken vor Herausforderungen, da Inflationsraten eine hohe Persistenz aufweisen, das heißt auf eine hohe Inflationsrate im aktuellen Monat folgt tendenziell eine hohe Inflationsrate im Folgemonat. Noch schwieriger wird es, wenn die Inflation überwiegend durch Faktoren der Angebotsseite bestimmt ist, zum Beispiel durch gestiegene Energiepreise, gestiegene Rohstoffpreise oder durch die Preise von Vorleistungsgütern, die importiert werden. Gegen diese Bestimmungsfaktoren der Inflation hat es die Geldpolitik schwer, da sie vor allem auf die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen wirkt.

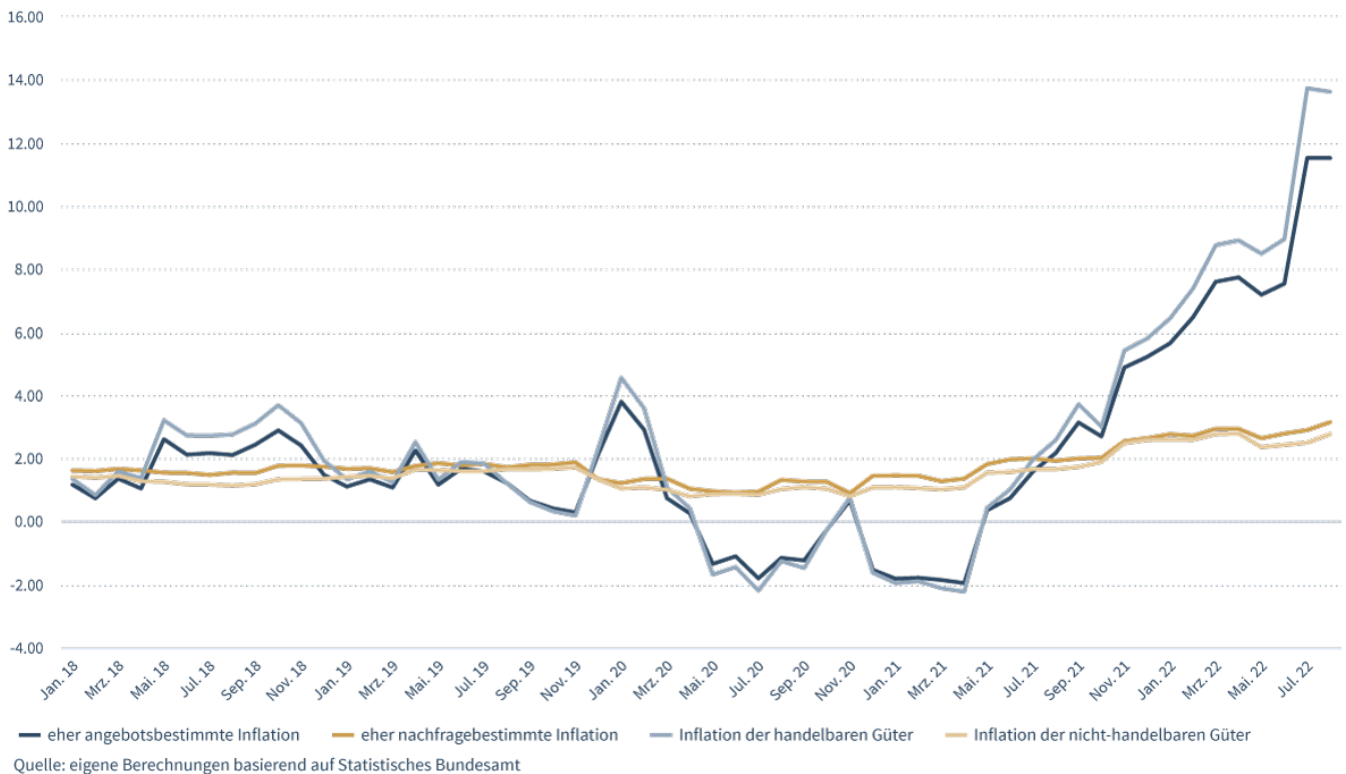
### Bestimmungsfaktoren der Inflation

Um eine genauere Abschätzung des Verhältnisses von importierter und nicht importierter Inflation und angebots- und nachfragegetriebener Inflation zu bekommen, wurden die einzelnen Kategorien des Warenkorbs in die unterschiedlichen Bestimmungsfaktoren unterteilt. So wurden beispielsweise die Preise von Nahrungsmitteln und alkoholfreien Getränken als hauptsächlich von der Angebotsseite bestimmt

angenommen, da die meisten Haushalte eine recht stabile Nachfrage nach Essen und Trinken aufweisen und Preissteigerungen meist durch höhere Weltmarktpreise für unverarbeitete Lebensmittel oder gestiegene Herstellungskosten verursacht werden. Da viele Lebensmittel importiert werden, wurden diese auch den handelbaren Gütern zugeordnet.

Anders verhält es sich mit der Wohnungsmiete oder dem Mietwert von Wohneigentum. Deren Preissteigerungen wurden vor allem einer gestiegenen Nachfrage zugeordnet, da das Angebot an Wohnungen kurzfristig rigide ist. Darüber hinaus wurde dieser Bereich zu den nicht-handelbaren Gütern gezählt. Insgesamt wurden über 70 Prozent der untersuchten 31 Kategorien des Warenkorbs als hauptsächlich von der Angebotsseite bestimmt eingeordnet, während 30 Prozent der Güter, darunter neben den Wohnungsmieten auch Möbel, Freizeit- und Kulturdienstleistungen und Gaststättenbesuche, als von der Nachfrageseite bestimmt kategorisiert wurden, auch wenn es hier während der Lockdowns ebenfalls angebotsseitige Einschränkungen gab. Diese wurden aber für diese Analyse als vorübergehende Ausnahme gewertet. Über die Hälfte der Kategorien wurde den handelbaren Gütern zugeordnet. Eine gewisse Überschneidung zwischen den handelbaren Gütern und den überwiegend durch die Angebotsseite bestimmten Gütern besteht über die internationalen Lieferketten. Dies betrifft 45 Prozent der untersuchten Kategorien.

## Inflationsraten vor allem importiert und durch die Angebotsseite bestimmt



Aufgrund der Gewichte der einzelnen Kategorien im Warenkorb ist der Preisindex zu 51,9 Prozent von der Angebotsseite und zu 48,1 Prozent von der Nachfrageseite bestimmt, zu 43,1 Prozent durch handelbare Güter und zu 56,9 Prozent durch nicht-handelbare Güter und zu 34,3 Prozent durch Güter, die sowohl durch die Angebotsseite bestimmt als auch handelbar sind.

### Inflation durch die Angebotsseite

Der Abbildung können die erstellten Inflationsraten entnommen werden. Es fällt auf, dass sowohl die angebotsseitige Inflation und die Inflation der handelbaren Güter als auch die nachfrageseitige Inflation und die Inflation der nicht-handelbaren Güter sehr stark korrelieren, weil sie eine Schnittmenge aufweisen. Die hohe Korrelation ist darauf zurückzuführen, dass einige Kategorien mit hohen Gewichten in die Inflationsrate eingehen, zum Beispiel die Wohnungsmieten, die mit einem Gewicht von 21 Prozent den Gesamtindex dominieren und sowohl nachfragebestimmt als auch nicht-handelbar sind. Zum anderen besteht bei den angebotsbestimmten Gütern und den handelbaren Gütern eine Verknüpfung durch internationale Wertschöpfungsketten. So wirken sich gestiegene Energiepreise sowohl auf die Produktionskosten der angebotsseitig bestimmten

Güter aus als auch über gestiegene Transportkosten auf die Preise der handelbaren Güter.

Ab Juli 2021 kann eine Schere sowohl zwischen den Inflationsraten für die eher angebotsbestimmten und den eher nachfragenbestimmten Gütern als auch zwischen den Inflationsraten der handelbaren und der nicht-handelbaren Gütern ersehen werden. So sind die Inflationsraten der angebotsbestimmten Güter von 2,2 Prozent im August 2021 auf 11,5 Prozent im August 2022 gestiegen. Ähnliche Steigerungen zeigen sich bei den handelbaren Gütern. Deren Inflationsrate ist im gleichen Zeitraum von 2,6 Prozent auf 13,6 Prozent gestiegen. Auch wenn die Inflationsraten bei den von der Nachfrageseite bestimmten und den nicht-handelbaren Gütern vergleichsweise wenig angestiegen sind, ist die Steigerung der Inflationsraten hier im zeitlichen Vergleich ebenfalls hoch. So lag die Inflationsrate der nachfragebestimmten Güter im August 2020 bei 1,3 Prozent und ist im Laufe der letzten beiden Jahre auf aktuell 3,1 Prozent angestiegen. Ähnlich ist es bei den nicht-handelbaren Gütern. Deren Inflationsrate ist im gleichen Zeitraum von 1,0 Prozent auf aktuell 2,8 Prozent angestiegen.

## Implikationen für die Geldpolitik

Die EZB hat auf die gestiegenen Inflationsraten mit der Einleitung einer restriktiven Geldpolitik begonnen. Ob diese Geldpolitik restriktiv genug ist, um den Inflationstrend zu unterbrechen, kann noch nicht abschließend geklärt werden, da die EZB sich erst am Beginn des Zinserhöhungszyklus befindet. Zudem braucht die Geldpolitik mehrere Monate, um auf die Inflationsrate zu wirken. Gegen einen großen Teil der aktuellen Inflation ist die Geldpolitik aber derzeit machtlos. Denn 51,9 Prozent des Warenkorbs bestehen aus eher von der Angebotsseite bestimmten Gütern, deren Preissteigerung auf gestiegene Energie- und Rohstoffpreise und unterbrochene Lieferketten zurückzuführen ist. Eine Einschränkung der Nachfrageseite durch höhere Zinsen wird sich aber am ehesten bei der Nachfrage nach Wohnraum, der Nachfrage nach Möbeln, anderen langlebigen Konsumgütern oder der Nachfrage nach Freizeit- und Kulturdienstleistungen zeigen. Der Anteil solcher Güter, die sowohl durch die Nachfrageseite bestimmt als auch nicht-handelbar sind, beläuft sich auf 39,3 Prozent des Warenkorbs. Ihre Inflationsrate beträgt aktuell 2,8 Prozent, während die Preise der anderen Güter im gleichen Zeitraum um durchschnittlich 10,5 Prozent gestiegen sind. Würde die Geldpolitik es schaffen, die Inflationsrate der der Nachfrageseite zugeordneten Güter um 1 Prozentpunkt zu senken, dann würde die gesamte Inflationsrate nur um 0,51 Prozentpunkte zurückgehen.

Die gesamte Inflationsrate könnte aber auch um mehr oder weniger als den Faktor 0,51 reagieren:

- Die Geldpolitik hat über den Wechselkurs einen indirekten Effekt auf die Preise der handelbaren Güter. Wenn die restriktive Geldpolitik den Euro aufwerten lässt, würden sich die importierten Güter verbilligen. Leider ist dieser Hebel überschaubar. Denn der Zinsunterschied zwischen dem Euroraum und anderen Volkswirtschaften, wie den USA, ist momentan zu groß, um den Euro in naher Zukunft spürbar aufwerten zu lassen.
- Mit einem Gewicht von 21 Prozent hat der Anstieg der Wohnungsmieten einen signifikanten Einfluss auf die Inflationsrate. Der Anstieg der Wohnungsmieten liegt aktuell aber nur bei 1,6 Prozent. Trotz gestiegener Mietpreise für die Neuvermietung

reagiert der Mietpreisindex wegen des hohen Anteils an Bestandsmieten relativ träge. Da diese Kategorie nicht der Treiber des Gesamtindex ist, sind hier auch kaum disinflationäre Effekte durch höhere Zinsen zu erwarten.

- Einen Hoffnungsschimmer stellt die Tatsache dar, dass Energiepreise in der Regel sehr volatil sind, das heißt sie steigen schnell und stark an, sie fallen aber auch genauso schnell wieder. Diese höhere Volatilität zeigt sich ebenso bei den von den Energiepreisen abhängigen Preisen für die angebotsbestimmten Güter und die handelbaren Güter. Das heißt, dass die gesamte Inflationsrate bei einer Trendumkehr bei den angebotsbestimmten Gütern und den handelbaren Gütern signifikant sinken könnte. Zwar dürften die Gas- und Strompreise nicht auf das Ausgangsniveau zurückgehen, aber möglicherweise auch nicht auf dem aktuell sehr hohen Niveau bleiben.

Allzu viel Hoffnung, dass die Inflationsrate bald wieder in die Nähe von 2 Prozent, dem Inflationsziel der EZB, fallen könnte, besteht allerdings nicht, denn die eher trägen Inflationsraten der nachfragebestimmten Güter und der nicht-handelbaren Güter sind immer noch recht hoch. Die Inflationsraten der angebotsbestimmten Güter beziehungsweise der nicht-handelbaren Güter müssten auf ungefähr 1,0 Prozent fallen, damit die gesamte Inflationsrate bei 2,0 Prozent liegen würde. Mit diesen starken Preisrückgängen ist aber in den kommenden Monaten erst einmal nicht zu rechnen.

Trotzdem ist die restriktive Geldpolitik wichtig. Denn sie muss die Inflationserwartungen stabilisieren, um eine Lohn-Preis-Spirale zu verhindern, welche die sehr persistenten Inflationsraten für nachfragebestimmte Güter für längere Zeit hochhalten könnte. In den USA ist eine solche Lohn-Preis-Spirale schon seit längerem in Gang. Seit August 2021 ist das Lohnwachstum dort von 3,9 Prozent auf aktuell 6,7 Prozent gestiegen. Die US-amerikanische Federal Reserve Bank muss einen überhitzten Arbeitsmarkt mit höheren Zinsen abkühlen. Auch wenn die europäischen Arbeitsmärkte noch nicht überhitzt sind, so ist die Verhinderung einer solchen Spirale auch im Euroraum relevant. Denn würden sich die Inflationsraten verfestigen, könnten sie nur durch das Einleiten einer Rezession durch die Geldpolitik wieder zurück zu ihren Zielwerten gebracht werden.