



Das ist ein Auszug aus [Focus Europe: Cyclical vs structural: observing the unobservable](#), veröffentlicht am 25. Oktober 2018.

Zyklisch vs strukturell das unmögliche beobachten

2. November 2018

Autoren

Marc de-Muizon
+44(20)75477635
marc.de-muizon@db.com

Kuhumita Bhattacharya
+44(20)777-94106
kuhumita.bhattacharya@db.com

www.dbresearch.de



Nimmt bei fortschreitendem Konjunkturzyklus der Inflationsdruck zu, steigen zwangsläufig die Löhne und in der Folge schließlich die Verbraucherpreise, so die Grundregel von Makroökonomern und Notenbanken. Als wichtige Orientierungsgröße dient der Geldpolitik dabei die Schätzung der Output-Lücke – also inwieweit die volkswirtschaftliche Produktion vom Produktionspotenzial abweicht. Ist diese positiv, befindet sich die Wirtschaft langfristig gesehen nicht länger im Gleichgewicht. Es droht ein Anstieg der Teuerung auf nicht tragbare Niveaus. Jüngsten Schätzungen von OECD, IWF und Europäischer Kommission zufolge ist die Output-Lücke im Euroraum schon jetzt leicht positiv und dürfte bis Jahresende 2019 auf knapp 1% steigen.

Als Output-Lücke bezeichnet man die Differenz zwischen der potentiell möglichen und der tatsächlichen Wirtschaftsleistung. Im Gegensatz zum tatsächlichen Output ist das Produktionspotenzial keine beobachtbare Größe und muss daher geschätzt werden. Seine aktuelle und zukünftige Entwicklung wird bestimmt durch die aus den Einflussfaktoren Human- und Sachkapital sowie technischer Fortschritt resultierende Produktivität sowie dem Arbeitskräfteangebot, das maßgeblich vom demografischen Wandel und den säkularen Trends bei der Erwerbsbeteiligung beeinflusst wird. Im Idealfall ist die Schätzung des aktuellen und zukünftigen Produktionspotenzials gekennzeichnet durch Azyklizität sowie relative Stabilität und spiegelt die langfristige Entwicklung der Einflussfaktoren wider.

Erschwert wird die Schätzung unter anderem durch strukturelle Angebotschocks und deren Diffusionsgrad, ebenso wie durch längere Phasen der Unterauslastung – die sogenannten Hysterese-Effekte. Werden zyklische Schwankungen nicht entsprechend bereinigt und/oder Angebotschocks und deren Diffusionsgrad falsch eingeschätzt, besteht die Gefahr, dass Geld- – und Fiskalpolitik – zu prozyklisch agieren.



Zyklisch vs strukturell

Wie wir im vorliegenden Artikel aufzeigen, liefern die offiziellen Schätzungen des Produktionspotenzials aufgrund ihrer Prozyklizität und hohen Revisionsanfälligkeit ungenaue Resultate. Auch die Anwendung alternativer makroökonomischer Methoden auf den Euroraum brachte keine verlässlichen Ergebnisse. Bei genauerer Betrachtung der mikroökonomischen Entwicklung am Arbeitsmarkt zeigt sich, dass – entgegen der aktuellen offiziellen Schätzungen – die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten Ende 2019 bei aufgrund des demografischen Wandels schwächerem Potenzialwachstum nahezu vollständig ausgelastet sein dürften. Zwar ist der Inflationsdruck zuletzt wieder leicht gestiegen. Welche Wirkung die auf den Weg gebrachten strukturellen Reformen entfalten und ob die höheren Löhne auf die Verbraucherpreise übergewälzt werden können und die Kerninflation sich tatsächlich wieder nachhaltig dem Zielwert annähert, auch wenn die Geldpolitik in den kommenden Jahren weniger akkommodierend als prognostiziert ausfällt und die Wirtschaft nicht länger über Potenzial wächst, bleibt allerdings abzuwarten.

Hieraus ziehen wir folgende Schlussfolgerungen. Erstens, anstatt sich an der Output-Lücke zu orientieren, sollten die Märkte ihren Fokus stärker darauf legen, wie die wirtschaftliche Entwicklung gemessen am Trend verläuft. Zweitens, für eine Zinserhöhung müssen nicht nur die vorausschauenden SAPI-Kriterien für eine nachhaltige Annäherung der Inflation an den Zielwert erfüllt sein, sondern auch die Kerninflation auf ein bestimmtes Niveau steigen, das wir bei rund 1,5% ansiedeln. Unter der Annahme, dass die Wirtschaft weiter über Trend wächst, gehen wir nach wie vor davon aus, dass dieses 2019 erreicht werden dürfte. Drittens, die Guidance der EZB lässt ausreichend Spielraum, um im Falle enttäuschender Inflationsdaten angemessen reagieren zu können. Danach sollen die Zinsen mindestens über den Sommer 2019 auf den aktuellen Niveaus bleiben, um eine Normalisierung der Inflation sicherzustellen. Die von der EZB angestrebten Finanzierungsbedingungen sprechen für eine Fortsetzung des über Trend liegenden Wachstums. Sollte infolge einer Verschlechterung der finanziellen Rahmenbedingungen das Wachstum an Schwung verlieren und Risiken für den Inflationsausblick drohen – z.B. aufgrund eines stärkeren Euros oder steigender Renditen – würde der Zeitplan für die erste Zinserhöhung automatisch neu angepasst.

Wichtige rechtliche Hinweise finden Sie unter:

<https://research.db.com/Research/Disclosures/Disclaimer>



Zyklisch vs strukturell

© Copyright 2018. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.