

# Preisentwicklungen - Reflex oder Reflation?

**Mit Blick auf das Thema Inflation hat ein Perspektivwechsel stattgefunden. Während in der Vergangenheit vornehmlich zu tiefe Preissteigerungsraten problematisiert wurden, ruft jetzt der starke Anstieg der Teuerung Sorgenfalten hervor. Sind die jüngsten Preistendenzen schon Vorbote eines generell steiler verlaufenden Preispfades? Zum großen Teil handelt es sich bei den bisher beobachteten Preisausschlägen um reflexhafte Gegenbewegungen. Teils sind diese Ausdruck einer Normalisierung der Preise nach dem durch die pandemische Krise geprägten Vorjahr, teils gehen diese Reflexe auf Angebotsengpässe zurück, die sich mit fortschreitender Entwicklung auch wieder auflösen sollten.**

- Im Moment verunsichern die stark ansteigenden und mitunter auch schon hohen Preissteigerungsraten. Im Ausblick kann mit moderaten und auch wieder verlässlicheren Preistendenzen gerechnet werden.
- Die Rückkehr zu erhöhter Inflation oder „Reflation“ ist weder zwangsläufig noch ausgeschlossen. Die bisherigen Preisbewegungen sind jedenfalls nicht als Beleg für solche Gefahren einzustufen.
- Die frühzeitige und sorgsame Begutachtung von Preisgefahren ist Voraussetzung für eine effektive Inflationskontrolle. Der Erfolg lässt sich an gut verankerten Inflationserwartungen ablesen. Deren Verlauf zeigt, dass zumindest das Risiko eines möglicherweise steigenden Inflationstrends größer geworden ist.

6. Juli 2021

**Autoren:**

Uwe Dürkop - Berliner Sparkasse  
Jochen Intelmann - Haspa  
Dr. Ulrich Kater - DekaBank  
Christian Lips - NORD/LB  
Dr. Thomas Meissner - LBBW  
Dr. Jürgen Michels - BayernLB  
Dr. Reinhold Rickes - DSGV  
Dr. Gertrud Traud - Helaba  
Prof. Dr. Carsten Wesselmann  
- Kreissparkasse Köln

**Koordinator:**

Dr. Holger Schulz  
holger.schulz@dsgv.de

## Inflationszuwachs in 2021

Die zurückliegenden Monate standen im Zeichen einer deutlich anziehenden Teuerung. Mancherorts wird der gewohnte Referenzwert von zwei Prozent schon überschritten. Im Grundsatz war diese Entwicklung schon vorhergesehen worden. Doch die tatsächliche Beschleunigung des Preisauftriebs lag über das erste Halbjahr hinweg immer wieder klar über den Erwartungen.

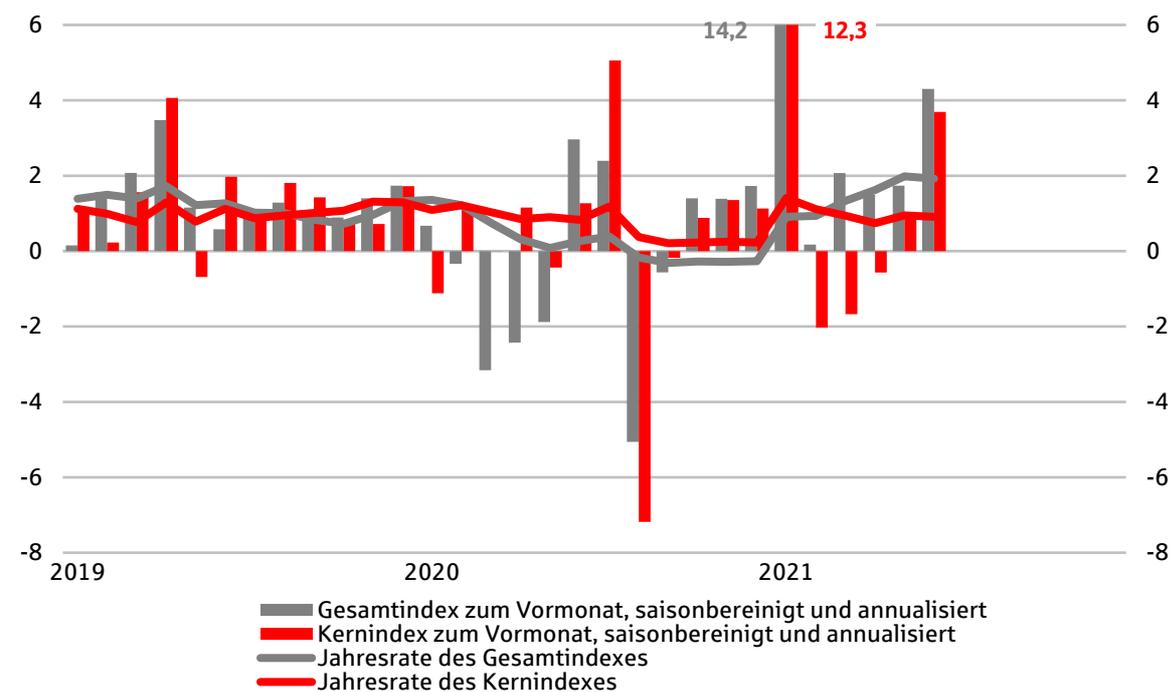
*Deutlicher Anstieg – noch heftiger als erwartet*

Den Reigen solcher Überraschungen eröffnete der harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) für den Euroraum, der gleich zu Jahresbeginn um satte 1,2 Prozentpunkte auf einen Wert von 0,9 Prozent hochschnellte. Hier war die nach den Festtagen sonst übliche Preisrückbildung gänzlich ausgeblieben – jahreszeitlich bereinigt war es mit 1,1 Prozent zum Vormonat sogar die höchste monatliche Preissteigerung seit Einführung des Euro<sup>1</sup>.

*Knalleffekt zum Jahresauftakt*

### Euroraum: Inflationstrend

Angaben in %



Quelle: Eurostat, EZB

Die Sondereinflüsse, welche den deutlichen Anstieg der Inflation begünstigen, sind schon vielfach beschrieben worden und sollen an dieser Stelle deshalb nur kurz in Erinnerung gerufen werden: Zunächst zählten dazu das Auslaufen verminderter Mehrwertsteuersätze und die gleichzeitig erweiterte CO<sub>2</sub>-Bepreisung in Deutschland. Im Verlauf des

*Absehbare Sondereinflüsse*

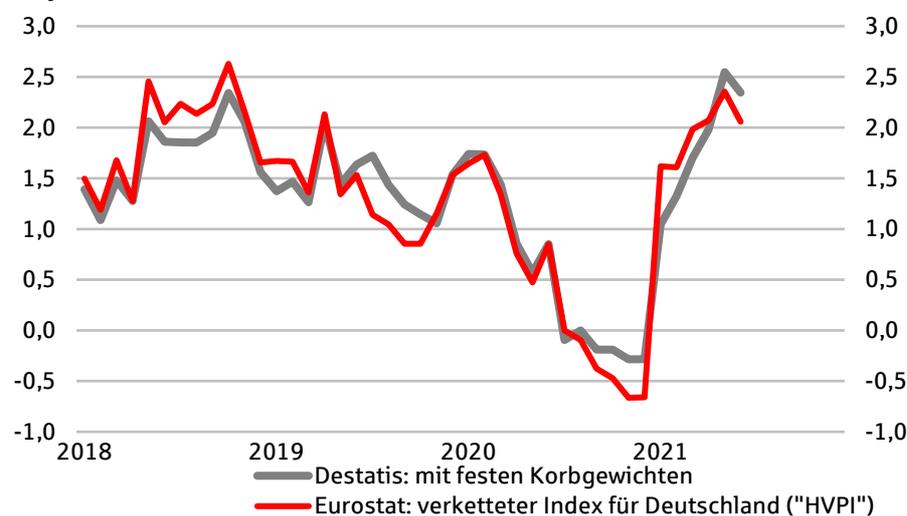
<sup>1</sup> Vorheriger Spitzenwert war 0,7 Prozent zur Euro-Bargeldeinführung im Januar 2002. Die genannten saisonal bereinigten Inflationswerte folgen EZB-Berechnungen. Um unmittelbar mit den Inflationsraten vergleichbar zu sein, wurden die monatlichen Veränderungen in der Graphik auf das Jahr hochgerechnet.

ersten Halbjahres kamen noch starke Basiseffekte hinzu, die vornehmlich im Nachgang des zwischenzeitlich sehr starken Verfalls der Energiepreise zum Frühjahr 2020 auftraten. Grundsätzlich waren sie in schwächerer Form aber auch dadurch begründet, dass die Vorjahresvergleichswerte nun ebenfalls tiefer lagen, weil die Pandemie die Nachfrage in den einschlägig bekannten Konsumbereichen damals ausgebremst hatte.

Die zu Jahresbeginn starken Ausschläge in der Inflationsentwicklung waren darüber hinaus auch durch konzeptionelle Besonderheiten im HVPI hervorgerufen worden. Denn alle Preisanpassungen gingen ab dem Jahreswechsel mit neuen Gewichten in den harmonisierten Verbraucherpreisindex ein, der möglichst aktuelle Konsummuster abbilden soll.<sup>2</sup> Unter den Bedingungen der Pandemie wurde der Warenkorb des HVPI diesmal besonders kräftig aufgeschüttelt. Einzelne Bestandteile mit ausgeprägten saisonalen Schwankungen haben dabei erheblich an Bedeutung verloren, sodass ihr Fußabdruck im Gesamtindex erstens schwand und sich dessen unterjähriges Verlaufsmuster zweitens wandelte. Das Auf und Ab der Preise um die Hauptreisezeiten herum rückte damit für dieses Jahr in den Hintergrund. Dementsprechend folgten auf den Preissprung zum Jahresanfang dann auch gegenläufige dämpfende Einflüsse vor Ostern.<sup>3</sup>

*Erhöhte Anfälligkeit des HVPI für Kapriolen im Jahr 2021*

### Vergleich: Nationale und HVPI-Inflationsrate in Deutschland Vorjahresraten in %



<sup>2</sup> Aufgrund der jährlich wechselnden Korbgewichte spricht man von einem verketteten Index.

<sup>3</sup> Im Vergleich zur Destatis-Rate, die noch auf Basis der Referenzperiode 2015 ermittelt wird, lag die Inflation in Deutschland gemäß HVPI-Konzept im Januar 2021 um 0,56 Prozentpunkte höher, zuvor hingegen 0,28 Punkte tiefer.

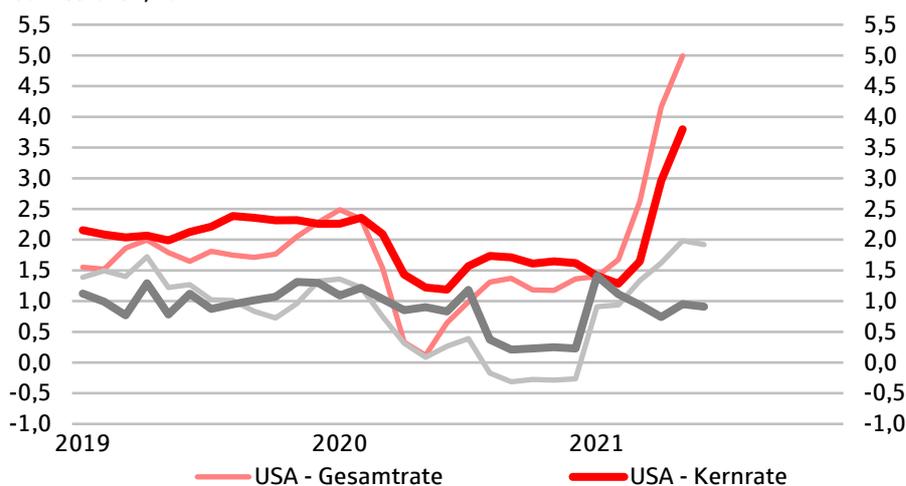
## Aufschlussreicher Vergleich mit US-Preistrends

Dass methodische Fragen Einfluss auf das statistisch ausgewiesene Inflationsgeschehen haben, ließ sich schon letztes Jahr im Abgleich mit Preisdaten aus den USA erahnen. Dort war mit Ausbruch der Pandemie eine prägnantere Preisreaktion nach unten festgestellt worden, während die Praxis der Auffüllung fehlender Preisdaten dies im Euroraum zum Teil kaschierte.<sup>4</sup> In den USA folgte die ausgleichende Gegenbewegung in der sommerlichen Erholungsphase dann aber zügig. Die Kerninflation ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise hatte sich in den amerikanischen Städten zwischen Februar und Mai 2020 auf 1,2 Prozent halbiert, bevor sie bis August wieder auf 1,7 Prozent stieg. Zur Hälfte kann der sehr eindrückliche Anstieg der Kerninflation in den letzten drei Monaten um 2,5 Punkte auf jetzt 3,8 Prozent (die Gesamtrate stieg gar auf 5 Prozent) also den niedrigen Vergleichswerten aus dem Vorjahr zugeschrieben werden. Schon deshalb dürften Schwankungen der Inflation im Euroraum moderater ausfallen als in den USA.

*Moderatere Inflationsschwankung im Euroraum als in den USA*

### Euroraum, USA: Vergleich der Inflationsentwicklung

Jahresraten, %



Quellen: Eurostat, BLS

Trotzdem bleibt die andere Hälfte des Inflationsanstiegs Preisentwicklungen am aktuellen Rand zuzuschreiben. Da die US-Wirtschaft auch im Zuge der rasch gestiegenen Impfquoten einen konjunkturellen Vorlauf gegenüber Europa aufweist, könnten ähnlich gelagerte Preistendenzen im Euroraum ebenfalls noch verzögert um sich greifen.

*Preise im Euroraum auch nur in milder Form ...*

<sup>4</sup> Wir hatten im September 2020 in einem Standpunkt darüber berichtet: [https://www.dsgv.de/positionen/standpunkte-der-chefsvolkswirte/200911-Standpunkt-Inflation-in-Zeiten-der-Pandemie\\_Final.html](https://www.dsgv.de/positionen/standpunkte-der-chefsvolkswirte/200911-Standpunkt-Inflation-in-Zeiten-der-Pandemie_Final.html)

Gegen eine schlichte Kopie amerikanischer Konsumentenpreistrends sprechen allerdings zwei Faktoren. So werden im Euroraum wohl kaum Nachfragespitzen auftreten, die mit der jüngsten US-Entwicklung vergleichbar sind, weil sie dort maßgeblich durch das von der Biden-Administration angestoßene große Fiskalpaket ausgelöst wurden. Zudem hatten in den USA zuletzt Preissprünge bei wenigen Gütern und Dienstleistungen großen Einfluss auf den Gesamtindex. Teurere Gebrauchtwagen und Flugreisen steuerten beispielsweise mit einem Anteil von weniger als 5 Prozent am Kernindex in den letzten beiden Monaten die Hälfte zu dessen spektakulärem Anstieg bei.<sup>5</sup> In welchem Ausmaß es in den USA in der Breite zu dynamischerer Preisanpassung kommt, ist derzeit also noch nicht ausgemacht. Alternative Maße für unerschwellige Preistrends<sup>6</sup> bestätigen aber zumindest in abgeschwächter Form eine steigende Tendenz in der US-Inflation, die nicht allein durch Basiseffekte erklärt werden kann.

*... auf den Spuren der US-Entwicklung*

## Massive Teuerung bei Vorleistungen

Unübersehbar ist, dass es weltweit im Kontext der wirtschaftlichen Belebung zu massiven Preiserhöhungen bei Vormaterialien gekommen ist. Dies beginnt bei hohen Rohstoffnotierungen, bei denen aber auch gleich wieder auf Unterschiede zu verweisen ist, die anhand der nachstehenden Tabelle nachvollziehbar werden. So war (erste Spalte) der Preisverfall nach Krisenausbruch bei Energieträgern extrem, ansonsten aber nur moderat. Demgegenüber übertreffen (zweite Spalte) heutige Notierungen für industriell verwendete Materialien den Stand vor der Krise sehr deutlich, obwohl (dritte Spalte) der Anstieg seit dem Krisentief zwar hoch ausfiel, aber nicht herausstach und im bisherigen Jahresverlauf 2021 (letzte Spalte) eine fast gleichgerichtete Rohstoffteuerung zu beobachten war.

*Preisspitzen an den Rohstoffmärkten*

## Rohstoffpreise (Euro-basiert)

Veränderungen in %	Apr 2020 ggü. Jan 2020	Mai 2021 ggü. Jan 2020	Mai 2021 ggü. Apr 2020	Mai 2021 ggü. Dez 2020
Gesamtindex (HWWI, Euroraum)	-45	+19	+116	+36
ohne Energieträger	-10	+51	+67	+31
Industrierohstoffe	-12	+62	+83	+36
Ölpreis (Brent)	-56	-2	+124	+36

Quellen: HWWI, IMF, Macrobond, eigene Berechnungen

<sup>5</sup> In beiden Ausgabenkategorien wurden Preissteigerungen um gut 17 Prozent gemeldet, wobei Flugreisen eine Normalisierung der zuvor tiefen Preise durchlaufen, während Gebrauchtwagen aufgrund knapper Halbleiter und folglich stockender Fahrzeugproduktion echte Preisspitzen verzeichnen.

<sup>6</sup> Zu nennen wären hier z.B. der „Sticky-Price-Index“ der Atlanta Fed und das „Underlying Inflation Gauge“ der New York Fed.

Dieses Datenbild zeigt also erneut die Überlagerung von Basiseffekten (fokussiert auf den Energiebereich) und einen sich über das letzte halbe Jahr beschleunigenden allgemeinen Preisanstieg, der im Energieträgerbereich noch nicht über eine Preisnormalisierung hinausging.

*These vom Superzyklus überzeugt bisher nicht*

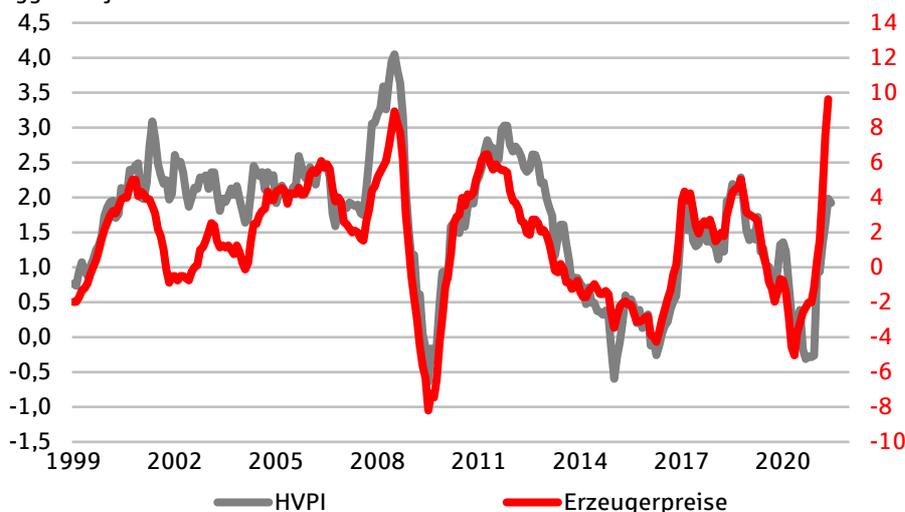
In den anderen Segmenten geschah dies aber teils deutlich. Markante Preisspitzen bildeten sich dabei vor allem bei Industrierohstoffen heraus. Mitunter wird hier schon von einem Superzyklus der Rohstoffmärkte gesprochen, der sich aus einer Vermengung allgemeiner Erholungstendenzen nach der Pandemie mit einem strukturellen Nachfragezuwachs im Zusammenhang mit dem Ringen um mehr Klimaneutralität ergeben könnte. Doch noch sind solche Schlussfolgerungen spekulativ. Denn zusätzliche Erlöse bilden natürlich auch Anreize zur Steigerung von Förderung bzw. Verhüttung, was über die nächste Zeit dann Ausgangspunkt einer Korrektur des steilen Preistrends sein könnte.

Dies ändert vorläufig allerdings nichts am zunehmenden Kostendruck bei Vorleistungen, der in den Einfuhr- und auch Erzeugerpreisen nun deutlich sichtbar geworden ist: Während die Herstellerpreise hohe einstellige Jahresraten aufweisen, zeigen die Importpreise aktuell sogar schon zweistellige Veränderungsraten. Solche Trends werden an den Lebenshaltungskosten der Privathaushalte nicht spurlos vorbeigehen. Wie die nachstehende Abbildung zeigt, erfolgt die Übertragung allerdings nur stark gedämpft, wobei die Preise schon im Bereich der Endverbrauchsgüter deutlich langsamer zulegen als die jeweiligen Gesamtindizes.<sup>7</sup>

*Hohe Teuerung der Güterpreise ...*

### Euroraum: Konsumentenpreise, Erzeugerpreise

ggü. Vorjahr in %



<sup>7</sup> Innerhalb des Euroraums weisen die Herstellerpreise für Konsumgüter aktuell eine Jahresrate von rund 2 Prozent auf, für importierte Konsumgüter liegt sie darunter.

Mit Blick auf allgemeine Inflationstrends ist also aktuell einerseits eine inflationstreibende Bewegung der Güterpreise zu bestätigen, andererseits ist aber keine Überwälzung auf die Lebenshaltungskosten in vollem Umfang zu erwarten.

*... fließt gedämpft in die Lebenshaltungskosten ein*

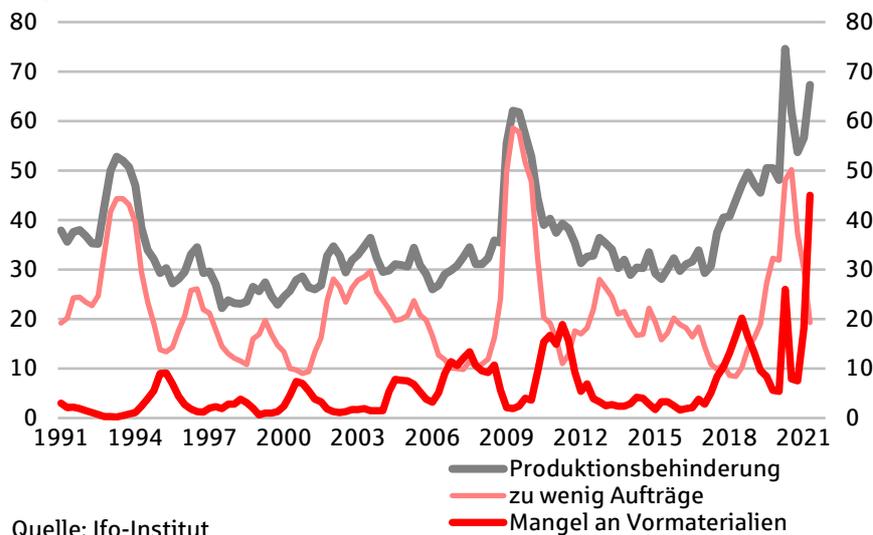
## Perspektiven für Industriegüterpreise

Solche Betrachtungen sind gegenwärtig noch um Aspekte zu ergänzen, die sich aus akuten Materialknappheiten ergeben. Denn das Fehlen von Halbleitern, Bauholz oder speziellen Kunststoffen wird seitens der deutschen Industrie in nie gekanntem Ausmaß als Produktionshemmnis genannt. Weltweit sorgen Liefer- und Logistikengpässe, zuletzt auch massive Stockungen der Handelsschifffahrt, für Anspannungen, die ebenfalls zum Ausgangspunkt für Preisanhebungen werden können.

*Knappheit bei Vormaterialien*

### Deutschland: Produktionsbehinderungen / Gründe

Konjunkturtest für das Verarbeitende Gewerbe, Anteil der Ja-Antworten in %



Je größer allerdings der Umfang tatsächlicher Unterbrechungen der Produktion, desto geringer wäre dann auch der Materialverbrauch. Dies müsste den nachfragegetriebenen Preisdruck zumindest bei den Vorprodukten lindern, bei denen sich keine akuten Versorgungsmängel abzeichnen. Teilweise wäre der Doppelbefund von nachfragebedingten Preisspitzen und Materialknappheit also nicht als komplementär, sondern alternativ anzusehen. Zwar muss hier bedacht werden, dass Wertschöpfungsketten mit der Pandemie generell anfälliger geworden sind und somit auch eine Aufstockung der Lagerbestände bis hin zur Hortung kritischer Güter nahe liegt. Doch darf man trotzdem darauf setzen, dass die aktuellen Verwerfungen überwunden werden können und darauf zurückgehende Preisimpulse folglich auch nur temporärer Natur bleiben.

*Produktionsunterbrechungen bremsen Erholung und damit auch die Nachfrage*

*Anfällige Wertschöpfungsketten stimulieren die Nachfrage*

Für einen im Ausblick auch wieder nachlassenden Preisdruck im Industriegüterbereich spricht zudem noch eine andere Überlegung. Der kriseneingangs milde Preisrückgang für nicht-energetische Rohstoffe dürfte damit zu erklären sein, dass sich die Konsumschwäche auf im persönlichen Kontakt erbrachte Dienstleistungen konzentrierte und sich die Verbrauchsgewohnheiten in Richtung industriell erzeugter Güter verschoben haben. Die jetzt erhoffte Nachfrageerholung sollte dann aber ansatzweise auch von einer schrittweisen Rückorientierung auf alte Konsummuster begleitet sein. Wenn aktuell also noch eine Mixtur von Belebung und Verlagerung die Preise treibt, könnte dies den Inflationsdruck im Güterbereich künftig umgekehrt zumindest abmildern.

*Rückwirkung veränderter Verbrauchsgewohnheiten*

Schließlich wird auch die Importteuerung selbst die wirtschaftliche Erholung dieses Jahr mutmaßlich drosseln, indem sie dem Euroraum Kaufkraft entzieht. So könnte sich nach aktuellem Stand für das Währungsgebiet eine jahresdurchschnittliche Teuerung des Warenimports um 10 Prozent einstellen, womit dieser Effekt bei immerhin drei Prozentpunkten des BIP läge. Ausfuhrmehrerlöse würden dies bei einem Preisanstieg von knapp 3 Prozent nur zu einem Drittel ausgleichen. Im Vorjahr hatte der Euroraum durch relative Verschiebungen der Außenhandelspreise im Warenhandel hingegen noch einen Kaufkraftzuwachs von 1,5 Prozent BIP-Punkten erfahren.

*Höhere Einfuhrrechnung bremst die Erholung*

Als Zwischenfazit kann hier festgehalten werden, dass Inflationsimpulse im Güterbereich *erstens* auf Rohstoffe und Vorleistungen fokussiert sind, dass die aktuell hohen Jahresraten *zweitens* wesentlich, aber längst nicht ausschließlich auf Basiseffekte zurückgehen, dass *drittens* dieser Preisdruck – allerdings in deutlich abgemilderter Form – verzögert noch auf die Konsumentenpreise durchschlagen wird und dass *viertens* im Ausblick neutralisierende und zum Teil konterkarierende Einflüsse erwartet werden dürfen.

*Ein Zwischenfazit*

## **Schwierigkeiten beim Neustart**

Industriegüter repräsentieren zusammen mit Energie und Nahrungsmitteln knapp drei Fünftel des Warenkorbs im HVPI, der Rest (41,8 Prozent) entfällt auf Dienstleistungen. Mit Anpassung des Warenkorbes an die Ausgabenstruktur des Krisenjahres 2020 war deren Anteil um 3,4 Prozentpunkte gesunken, wobei allein für die vier Rubriken Personenbeförderung, Freizeit und Kultur, Pauschalreisen sowie Gaststätten und Beherbergung schon ein größerer Bedeutungsverlust um 4,8 Prozentpunkte auf jetzt 11,8 Prozent ermittelt wurde. Dies entspricht einer dramatischen relativen Gewichtsminde-

*Bedeutung der Dienstleistungspreise ging zurück*

*Preiserfassung mit Lücken*

Rubriken um fast 30 Prozent, ohne dass jedoch nennenswerte Preisnachlässe erfasst worden wären.<sup>8</sup>

Vor diesem Hintergrund wären aus diesen Bereichen für 2021 jedenfalls keine inflationstreibenden Basiseffekte zu erwarten. Trotzdem gibt es durchaus Anlass zur Sorge, dass es in diesen Bereichen durch das Zusammenspiel einer Nachfragerholung mit einem noch eingeschränkten Angebot zu stärkeren Preisanhebungen kommen könnte. Ähnliche Tendenzen zeigten sich jüngst beispielsweise schon in den USA bei den Beherbergungs- und Mietwagenpreisen. In Deutschland klagt das Gastgewerbe auch über Schwierigkeiten bei der Rückholung der Belegschaften, denen angesichts des noch ungewissen Ausblicks noch keine echte Beschäftigungssicherheit geboten werden kann.

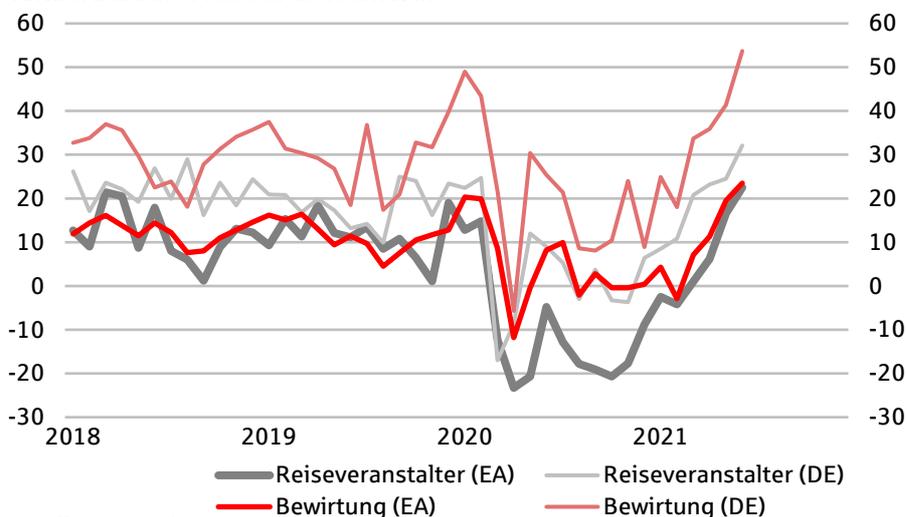
*Nachfrage erholt,  
Angebot beschränkt*

Auch auf der Nachfrageseite bestehen noch viele Unwägbarkeiten. So bleibt die Reisefreude ohne umfassende Wiederherstellung der Bewegungsfreiheit gedämpft. Zwar beginnt sich der Reiseverkehr innerhalb der EU zu normalisieren. Doch seitens vieler außereuropäischer Destinationen bestehen noch erhebliche Restriktionen. Umgekehrt werden Besucher aus diesen Ländern auch in Europa häufig noch ausbleiben. Darüber hinaus wird die geschäftliche Reisetätigkeit nur langsam hochgefahren und mutmaßlich auf längere Zeit gedämpft bleiben.

*Unwägbarkeiten bleiben*

### Preiserwartungen der Dienstleistungsunternehmen

Antwortsalden - Preise in drei Monaten



<sup>8</sup> Häufig wurden diese HVPI-Komponenten mangels verfügbarer Daten jedoch auch einfach fortgeschrieben, sodass Preisdaten hier über das zurückliegende Jahr wenig Aufschluss bieten.

Gemäß Umfragen sind viele Haushalte in ihrer Reiseplanung noch ähnlich zurückhaltend wie im Vorjahr.<sup>9</sup> Als inflationstreibend wird sich aber möglicherweise erweisen, dass sich in der zwar kleineren Gruppe der Reisenden mehr Haushalte mit höheren Reisebudgets befinden dürften, die sich zudem auf eine noch eingeschränkte Palette von Reisezielen verteilen müssen.

Die Preiserwartungen der tourismusnahen Branchen zeigen gegenüber dem Krisenjahr bisher noch eine maßvoll steigende Tendenz. Vor allem in der deutschen Gastronomie rechnete jüngst aber schon eine auffällig große Mehrheit damit, in nächster Zeit höhere Verkaufspreise erzielen zu können.<sup>10</sup>

### **Eine Rückkehr der Inflation?**

Mit anziehender Teuerung fand über die letzten Monate die Debatte über einen nahenden Regimewechsel in der Preisentwicklung mehr Widerhall. Verfechter dieser These gehen davon aus, dass sich die Ära der Niedriginflation dem Ende zuneige, weil erstens aufgrund von demographischen Trends und nach der weltwirtschaftlichen Einbindung vieler Schwellenländer die Erwerbsbevölkerung nunmehr rückläufig sei und zweitens in alternden Gesellschaften die Nachfrage nach arbeitsintensiver zu erbringenden Dienstleistungen zunehme, so dass im Ergebnis Lohnerhöhungen künftig leichter durchsetzbar wären. Darüber hinaus würden Tendenzen zur De-Globalisierung stärker, sodass Kostensenkungspotenziale aus internationalen Handlungsverflechtungen weniger zur Geltung kämen. Nicht zuletzt bringe die Finanzpolitik mit großangelegten Kriseninterventionen die Volkswirtschaften näher an ihre Kapazitätsgrenzen und seien die Notenbanken in einer unterstützenden Ausrichtung der Geldpolitik gefangen und könnten bei drohenden Preisgefahren kaum oder nur stark verzögert gegensteuern.

*Begründung für eine „Reflation“*

Diese Überlegungen sind im Grundsatz plausibel und solche Warnungen deshalb durchaus berechtigt. Genauso berechtigt sind jedoch Zweifel an der Reflationsthese. So scheint die Wechselbeziehung zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation schon seit einiger Zeit nicht mehr sonderlich robust zu sein. In der zweiten Hälfte des letzten Jahrzehnts ließ insbesondere die Kerninflation die vermutete Reaktion auf den Rückgang der Arbeitslosenquoten vermissen.

*Bestätigender Befund fehlt*

---

<sup>9</sup> So ein Ergebnis einer jährlich durchgeführten repräsentativen Umfrage der Berliner Sparkasse.

<sup>10</sup> erinnert sei an dieser Stelle an einen Kompositionseffekt in der Inflation. Die exponierten Branchen wiesen im Zeitablauf überdurchschnittliche Preissteigerungsraten auf, sodass ihr reduziertes Gewicht die Inflation in 2021 leicht dämpft, während eine Lagenormalisierung in den nächsten Jahren umgekehrt dann einen leichten inflationsfördernden Einfluss hätte.

An der Entwicklung der Löhne wird sich das Verfestigen oder Ausbleiben einer Inflationsdynamik in den nächsten Jahren maßgeblich entscheiden. Bisher fehlen noch Hinweise auf anziehende Lohnsteigerungen. In Tarifverhandlungen wurde im Zuge der Krise über Beschäftigungssicherung und Rahmenseetzungen für mobile Arbeit gesprochen, während die Lohnabschlüsse etwas in den Hintergrund traten und moderat ausfielen.<sup>11, 12</sup>

*Rolle der Löhne*

Im längerfristigen Ausblick gibt es zudem auch weitere entlastende strukturelle Einflüsse auf die Preisentwicklung zu beachten. Dazu gehört der technologische Wandel und dessen Rückwirkungen auf den Arbeitsmarkt. Selbst demographisch bedingte Strukturverschiebungen am Arbeitsmarkt sind in der jüngeren Vergangenheit noch als Erklärung für gemächlichere Lohnreaktionen herangezogen worden, weil ein höherer Anteil älterer Arbeitnehmer mit einer geringeren Bereitschaft zum Jobwechsel einherginge.<sup>13</sup> Mit Arbeitsmarkt- und Rentenreformen können sich die Rahmenbedingungen zudem verschieben und zugleich die Sparneigung der Baby-Boomer-Generation beeinflussen. Gegebenenfalls wäre dann auch die für die Reflations-Hypothese wichtige Annahme einer in späteren Lebensabschnitten stark abnehmenden Sparneigung zu hinterfragen.

*Gründe für eine ergebnisoffene Sicht*

Eine halbwegs verlässliche Vorhersage des längerfristigen Inflationspfads scheint vor dem Hintergrund solcher hier nur ansatzweise skizzierter Gesichtspunkte kaum möglich. Ausschließen kann man einen strukturell steileren Inflationspfad jedoch ebenfalls nicht. Somit bleibt Wachsamkeit gegenüber veränderten längerfristigen Preistrends geboten.

## **Inflationserwartungen**

In den letzten Jahren hatten stark verankerte Inflationserwartungen großen Anteil daran, Zweitrundeneffekte sporadisch auftretender exogener Preisschocks abzuwehren. Auch deshalb traten zyklische Ausschläge am Arbeitsmarkt oder bei der Auslastung des Produktionspotenzials als erklärende Größen für inflationäre Entwicklungen in den Hintergrund.

*Verankerte Erwartungen  
als Schlüssel zur  
Inflationkontrolle*

---

<sup>11</sup> Einschlägige Maße für die Lohnentwicklung wie der Arbeitskostenindex oder die Stundenvergütung sind durch verkürzte Arbeitszeiten und staatliche Aufstockung verzerrt und kaum interpretierbar. Somit liefert der experimentelle EZB-Indikator für Tarifverdienste derzeit einen besonders wichtigen Anhaltspunkt. Er zeigt für das erste Quartal eine rückläufige und niedrige Jahresrate von 1,36 Prozent.

<sup>12</sup> Speziell mit Blick auf Deutschland waren in früheren Jahren immer wieder großzügigere Lohnabschlüsse gefordert worden, um internationalen Ungleichgewichten entgegenzuwirken. Mittlerweile hat sich die Wettbewerbsfähigkeit innerhalb des Euroraums aber schon angenähert, so dass dies keinen Aufwärtsdruck auf die hiesigen Löhne mehr begründen sollte.

<sup>13</sup> So etwa Benoit Mojon und Xavier Ragot in einem 2019 veröffentlichten Arbeitspapier für die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: „Can an ageing workforce explain low inflation?“

Über die letzten Monate stiegen die am Markt gemessenen Inflationserwartungen jedoch ebenfalls, wobei auch hier bislang eher Veranlassung zu sorgsamer Beobachtung als zur Beunruhigung besteht. Denn nach wie vor sind die aus Inflationsswaps abgeleiteten aktuellen Werte von rund 1,5 Prozent mit gängigen Vorstellungen von Preisstabilität noch gut vereinbar. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass Zahlungsströme auf solche Swapkontrakte neben dem Inflationsausgleich und einer Liquiditätsprämie auch eine Risikoprämie repräsentieren. Gerade im Hinblick auf heftige Einschnitte in der Pandemie und die angesprochene Diskussion über eine mögliche Rückkehr der Inflation fällt diese aktuell wieder etwas höher aus. So wurde im letzten Quartalsbericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich anhand einer Renditezerlegung beispielweise für die USA festgestellt, dass ab Jahresmitte 2020 höhere Risikoprämien isoliert betrachtet schon für einen Anstieg der aus zehnjährigen TIPS abgeleiteten Break-Even-Inflationsraten<sup>14</sup> um einen Viertelprozentpunkt verantwortlich zeichneten. Mit Blick auf eine unerwünschte Entankerung der Inflationserwartungen ist dies bemerkenswert. Für den im Mittel von den Marktteilnehmern erwarteten Inflationswert bedeutet dies aber, dass er nicht so deutlich zulegen wird wie die numerische Break-Even-Inflationsrate.

*Steigende Tendenz sorgsam beobachten*

Zudem folgen die aus Kapitalmarktdaten abgeleiteten Inflationserwartungen Verschiebungen in den laufenden Preissteigerungsraten. Erweist sich deren Beschleunigung tatsächlich als weitgehend durch temporäre Einflüsse verursacht, kehren sich somit derzeit noch belastende Basiseffekte im weiteren Verlauf wieder um, sodass 2022 mit wieder tieferen Inflationswerten und im Gefolge auch mit wieder etwas nachgebenden Inflationserwartungen zu rechnen wäre.

## **Ausblick**

Im zweiten Halbjahr liegen die HVPI-Vergleichswerte aufgrund des damals abgesenkten deutschen Mehrwertsteuersatzes abermals tiefer, so dass die Teuerung zulegen wird. Drei weitere belastende Einflüsse sind absehbar: So dürfte der Preisanstieg bei industriell erzeugten Konsumgütern von derzeit noch tiefem Stand allmählich höher ausfallen. Die Preistrends bei Beherbergung und in der Gastronomie bleiben für diesen Sommer zwar schwer ausrechenbar, könnten aber doch für unerwartete Ausschläge nach oben sorgen. Darauf würde dann zum Herbst wieder eine Phase folgen, in der das jetzt kleinere Gewicht von

*Belastungen im zweiten Halbjahr*

---

<sup>14</sup> TIPS bzw. „Treasury Inflation-Protected Securities“: US-Staatsanleihen mit Inflationsausgleich; Break-Even-Inflationsraten entsprechen dem Renditeabstand zwischen einer geschützten und einer laufzeitgleichen regulären US-Staatsanleihe.

saisonal bedingten Preisnachlässen im Reiseverkehr die Gesamtinflation temporär noch etwas nach oben treiben sollte.

Insgesamt geht die Bedeutung der im ersten Halbjahr stark belastenden Basiseffekte jedoch schon im zweiten Halbjahr wieder zurück. Ab Jahresbeginn 2022 gilt dies dann auch für die Verzerrung im Nachgang der deutschen Mehrwertsteuersenkung. Der Anstieg der Importpreise sollte ebenfalls abflachen und helfen, die Teuerungsraten kommenden Jahr in Gefilde unterhalb der Zwei-Prozent-Marke zurückzuführen.

*Abnehmende Tendenz in 2022*

Dennoch wird aufmerksam zu beobachten sein, in welchem Umfang höhere Vorleistungspreise noch überwältzt werden können, ob sich durch die Pandemie hervorgerufene Angebotrestriktionen tatsächlich auflösen, welche Preiswirkungen sich aus klimapolitischen Notwendigkeiten direkt oder mittelbar noch ergeben, ob schließlich Zweitrundeeffekte in der Lohnentwicklung überschaubar bleiben und welche Lehren die Privathaushalte aus der Pandemie im Hinblick auf ihr Sparverhalten ziehen werden.

*Zahlreiche offene Fragen im weiteren Ausblick*

Schwer abschätzbar bleiben vorläufig auch die Spätfolgen der finanzpolitischen Stützungen während der Pandemie. Durch sie ist die Gefahr, dass die Geldpolitik unter eine fiskalische Dominanz gerät, größer geworden.<sup>15</sup>

In insgesamt sehr unruhigen wirtschaftlichen Zeiten hat auch das Urvertrauen in ein unverrückbar durch niedrige Inflation geprägtes Preisumfeld gelitten. Die frühzeitige und sorgsame Begutachtung von Preisgefahren ist deshalb noch wichtiger geworden. Bisher hält sich der Anstieg der Inflationserwartungen in vertretbaren und nachvollziehbaren Grenzen. Doch zeigt ihr Verlauf, dass zumindest das Risiko eines möglicherweise steigenden Inflationstrends größer geworden ist.

*Niedriginflation ist kein unverrückbares Leitbild mehr*

---

<sup>15</sup> Die Staaten dürfen durch exzessive Verschuldung der EZB nicht die Instrumente aus der Hand nehmen, die sie ggf. braucht, um ausbrechenden Preisentwicklungen entgegenzutreten. Zu den geldpolitischen Rahmenbedingungen ist wenige Wochen vor dem vorliegenden Standpunkt in der gleichen Reihe die ergänzende Ausgabe „Geldpolitik über Corona hinaus“ erschienen:  
<https://www.dsgv.de/positionen/standpunkte-der-chefsvolkswirte/210615-Standpunkt-Geldpolitik-D.html>

## Disclaimer

Das vorliegende Positionspapier der Chefvolkswirte entspricht nicht notwendigerweise der Haltung der DekaBank oder der Haltung der jeweiligen Landesbanken und Sparkassen.

## Impressum

### Herausgeber

Deutscher Sparkassen- und Giroverband  
Abteilung Financial Markets & Economics  
Charlottenstraße 47, 10117 Berlin  
Telefon: 030 20225-5303  
DSGV-Volkswirtschaft@dsgv.de

### Redaktionsschluss dieser Ausgabe

Stand: 5. Juli 2021

### Gestaltung

Franz Metz, Berlin

### Bildnachweis

Pixabay/Salina13

### Verantwortlich

Dr. Thomas Keidel - DSGV  
Direktor  
Leitung Financial Markets & Economics  
thomas.keidel@dsgv.de

Dr. Reinhold Rickes – DSGV  
Abteilungsdirektor  
Leitung Volkswirtschaft  
reinhold.rickes@dsgv.de

### Hinweis

Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter <https://www.dsgv.de/positionen.html#standpunkte>

ISSN  
2509-3851