

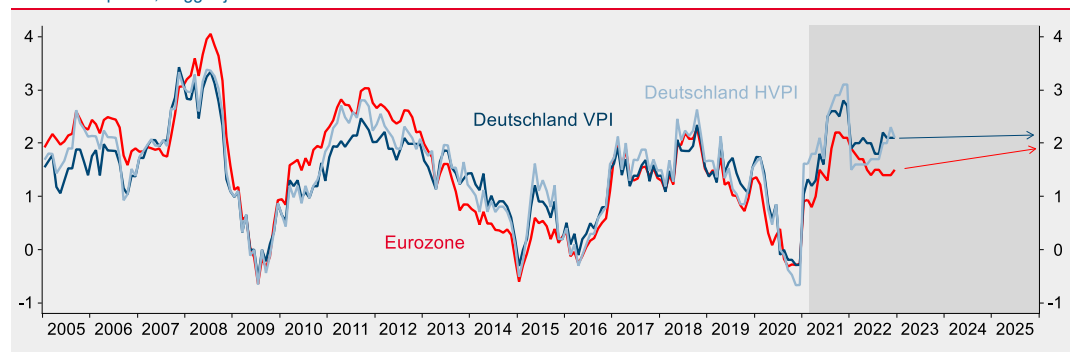
Höhere Inflation: Herausforderung für die EZB

Die sehr niedrigen Inflationsraten des Jahres 2020 gehören der Vergangenheit an. Eine Normalisierung ist bereits im Gange. Auf mittlere Sicht bis 2025 liegt das Gravitationsfeld bei 2 %. Die EZB muss sich hierauf einstellen.

Der 2018 einsetzende Konjunkturabschwung (vgl. Grafik S. 2) und die Coronakrise haben zu außergewöhnlich niedrigen Verbraucherpreissteigerungen geführt. Die Inflationsraten lagen im Jahresdurchschnitt 2020 bei 0,5 % in Deutschland und 0,3 % in der Eurozone. Der Jahresbeginn 2021 hat allerdings eindrucksvoll gezeigt, dass die Inflation nicht tot ist, denn eine Normalisierung hat bereits begonnen. Im Februar betrug der Wert für Deutschland in nationaler Berechnungsweise 1,3 % und die harmonisierte Rate für den Währungsraum 0,9 %. Die gestiegene Inflation in Deutschland erklärt sich u.a. aus der seit Jahresbeginn wieder höheren Mehrwertsteuer sowie der neu eingeführten CO₂-Steuer auf Brenn- und Treibstoffe. Für die gesamte Eurozone kam zuletzt durch gestiegene Ölpreise „Druck in den Kessel“. Aktuell liegt die Brent-Notierung bei 54 Euro pro Fass und damit mehr als doppelt so hoch wie im Durchschnitt des April 2020 (25 Euro) im Zuge der Coronakrise.

Höhere Inflation voraus

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bei den europäisch harmonisierten Verbraucherpreisen (HVPI) wurden zusätzlich statistische Änderungen vorgenommen. Während im nationalen Verbraucherpreisindex (VPI) weiterhin der Warenkorb von 2015 gilt, wird die Gütergewichtung im HVPI jährlich angepasst. Bisher wurden die zugrundeliegenden Ausgabenanteile aus dem privaten Konsumaggregat der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung des vorletzten Jahres abgeleitet. In der Regel liegen nach zwei Jahren die Daten in hoher Qualität vollständig vor.

Aufgrund der Corona-Pandemie und dem Wunsch, die stark geänderte Verbrauchsstruktur abzubilden, finden nun die Ausgabenanteile von 2020 (t-1) Verwendung. Die deutliche Änderung der Verbrauchsstruktur im vergangenen Jahr hatte höhere Inflationsraten zur Folge. In dieser Abgrenzung lag diese für Deutschland im Februar sogar bei 1,6 %. So haben Lebensmittel, die 2020 mit 2,3 % überdurchschnittlich gestiegen sind, ein höheres Gewicht. Die Bedeutung von Pauschalreisen sowie Gastronomie- und Beherbergungsdienstleistungen ist hingegen deutlich gesunken. Statistisch problematisch ist, dass die Datengrundlage für t-1 zu diesem frühen Zeitpunkt noch unvollständig ist. Aufgrund stärkerer Schätzungen sind die harmonisierten Inflationsraten damit weniger valide.

AUTOREN

Dr. Stefan Mütze
Telefon: 0 69/91 32-38 50
Ulf Krauss
Telefon: 0 69/9132-4728
research@helaba.de

REDAKTION

Dr. Stefan Mitropoulos

HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Helaba

Landesbank

Hessen-Thüringen

MAIN TOWER

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Telefon: 0 69/91 32-20 24

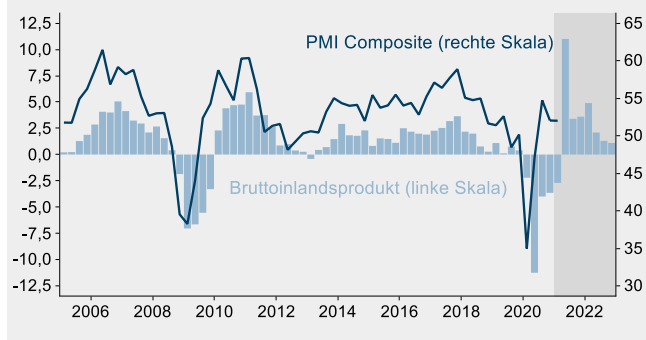
Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

Die Pandemie schmälert darüber hinaus die Zuverlässigkeit der Preisstatistik, da Transaktionen wie Pauschalreisen kaum stattfinden und Teile des stationären Handels geschlossen sind. Vorübergehend nicht beobachtbare Preise müssen fortgeschrieben werden. In einigen Bereichen kann hier der Internethandel eine Alternative sein. Im Tourismus ist eine Vorgabe von Eurostat, die dort wichtige Saisonfigur zu erhalten. Bei Pauschalreisen muss deswegen teilweise auf die Vormonatsveränderung des Vorjahres zurückgegriffen werden.¹

Deutlich mehr Wachstum

Deutsches reales Bruttoinlandsprodukt, % gg. Vj., %

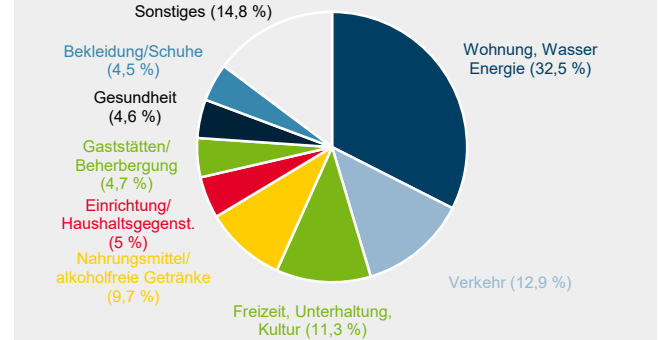
Index



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Wohnen sehr wichtig

Wägungsschema des deutschen Verbraucherpreisindex für das Jahr 2015



Quellen: Statistisches Bundesamt, Helaba Volkswirtschaft/Research

Basiseffekte prägen Inflation

Der Preissprung zu Jahresbeginn verstärkt sich in den nächsten Monaten noch. Monatswerte um 3 % im deutschen HVPI sind möglich. Die Energiekomponente wird stärker zunehmen, trotz der von uns unterstellten stabilen Ölnotierungen. Im Frühjahr 2020 waren diese extrem niedrig. Der Vorjahresabstand nimmt damit zu. In Deutschland werden zudem im zweiten Halbjahr Güter und Dienstleistungen mit höherer Mehrwertsteuer mit den niedrigeren Sätzen von vor einem Jahr verglichen. Dieser Basiseffekt fällt Anfang nächsten Jahres aus der Berechnung, so dass dann temporär mit wieder niedrigeren Werten zu rechnen ist. Da Deutschland im harmonisierten Verbraucherpreisindex einen Anteil von fast 30 % aufweist, führt dies auch zu nennenswerten Effekten in der Eurozone.

Unterauslastung dämpft Inflation noch

Während diese kurzfristigen Entwicklungen verhältnismäßig einfach ableitbar sind, bleibt die Prognose mittelfristiger Inflationstendenzen knifflig. Verschiedene Einflussfaktoren können sich anders entwickeln als erwartet. Wesentlich für die Inflation sind der gesamtwirtschaftliche Auslastungsgrad, die Inflationserwartungen sowie strukturelle Faktoren.² 2020 ist es zu einer massiven Unterauslastung der deutschen Produktionskapazitäten in einer Größenordnung von 5 % des Bruttoinlandsprodukts gekommen.³ Mit hoher Wahrscheinlichkeit wird dieses Gap nicht vor 2023 geschlossen sein. Vor diesem Hintergrund ist trotz großer Konjunkturprogramme eine starke Inflation vorerst nicht wahrscheinlich. Für die Eurozone ist zusätzlich zu berücksichtigen, dass die negativen Arbeitsmarkteffekte in einigen vom Tourismus abhängigen Ländern wie Spanien noch ausgeprägter sind als hierzulande. Allerdings fällt der sogenannte Phillips-Kurve-Zusammenhang, nach dem die Inflationsrate positiv vom Auslastungsgrad und/oder der Arbeitsmarktlage abhängt, zumindest für die Gesamtrate eher gering aus.⁴

¹ Vgl. Statistisches Bundesamt: Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die Preiserhebung, <https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Preise/Verbraucherpreisindex/meldung-corona.html;jsessionid=BED73923121A870D18CC8D8430EC34E2.internet732>

² Vgl. hierzu auch: Helaba Länderfokus „[US-Inflation: Totgesagte leben länger?](#)“ vom 3. März 2021

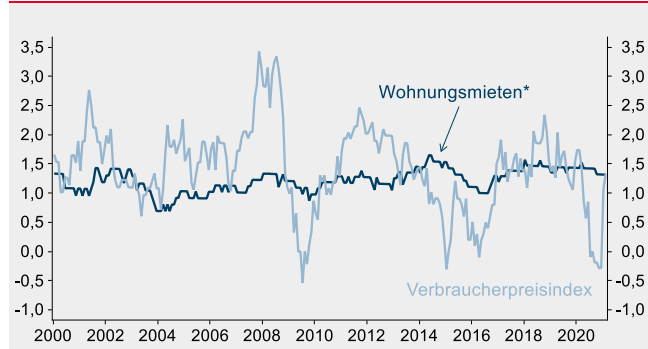
³ Vgl. hierzu: ifo Konjunkturprognose Winter 2020: Das Coronavirus schlägt zurück – erneuter Shutdown bremst Konjunktur ein zweites Mal aus, in: Schnelldienst Sonderausgabe Dezember, S. 53

⁴ Deutsche Bundesbank: Monatsbericht April 2016, S. 31-46 sowie Salomon Fiedler und Stefan Koths: Verbraucherpreise im Zeichen multipler Sonderfaktoren, in: Wirtschaftsdienst 3/2021, S. 235f.

Potenziell ebenso wichtig sind die Inflationserwartungen. Selbst wenn die Auslastung der Wirtschaft eigentlich keine Preiserhöhungsspielräume zulässt, können Erwartungen „selbsterfüllend“ werden. Wenn sich alle so verhalten, als würden die Preise bald um 5 % steigen, dann werden die Preise wahrscheinlich auch um 5 % zulegen. Aktuell liegen die Inflationserwartungen für die Eurozone bei rund 1,5 %.⁵

Wohnungsmieten im Bestand stabilisieren Preise

Deutsche Verbraucherpreise, % gg. Vj.

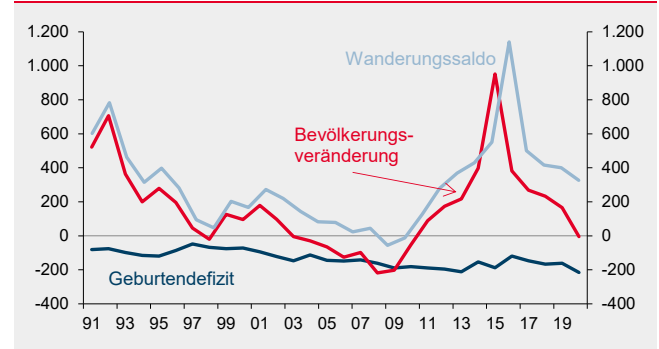


*inklusive Mietwert der Eigentümerwohnungen

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Deutsche Bevölkerung 2020 nicht mehr gestiegen

Tausend gg. Vj.



2020: Schätzungen

Quellen: Statistisches Bundesamt, Helaba Volkswirtschaft/Research

Wichtige deutsche Wohnungsmieten tendenziell stabil

Produktionslücken und die Erwartungshaltung der Anleger lassen vorerst keine starke Inflation in Deutschland und der Eurozone erwarten. Mittelfristig können allerdings strukturelle Faktoren zu höheren Preisen führen. Um einen nennenswerten Effekt zu generieren, müssen sich diese allerdings in den großen Gruppen des Verbraucherpreisindex niederschlagen.

Engpass am Wohnungsmarkt wird geringer

Mit fast einem Drittel geht der Bereich Wohnen in den deutschen Verbraucherpreisindex ein. Allerdings umfassen die Mieten inklusive des Mietwertes der Eigentümerwohnungen nur rund ein Fünftel. Der Rest sind Kosten für Instandhaltung und Reparatur, die Wasserver- und Abwasserentsorgung, Müllabfuhr und der Energieverbrauch. Entgegen der landläufigen Wahrnehmung zeigen sich die Mietsteigerungen stabil um 1,5 %. Hier dominieren Bestandsmieten, deren Entwicklung eher träge verläuft. Hingegen sind die Neumieten vor allem in städtischen Bereichen in den letzten Jahren deutlich gestiegen, die Dynamik scheint sich jedoch in jüngster Zeit abzuschwächen.⁶ So dürfte der Nachfrageüberhang bei Wohnungen durch höhere Fertigstellungen sowie eine zuletzt deutlich geringere Zuwanderung allmählich abgebaut werden. Nach Corona werden allerdings wieder mehr Menschen nach Deutschland kommen. Aber selbst wenn der Nachfrageüberhang auf jetzigem Niveau bleibt, dürften die Mieten zumindest nicht stärker zunehmen als bislang.

Klimaschutz steigert Verbraucherpreise

Zum Wohnen gehören die Energiekosten mit einem Anteil von fast 7 % am Gesamtindex. Diese Komponente ist seit 2000 deutlich stärker im Plus als der Gesamtindex ohne Energie. Dies resultiert im Wesentlichen aus dem außergewöhnlich starken Anstieg der Strompreise in Deutschland, der vor allem durch die Energiewende verursacht wird. Eine Trendwende ist hier nicht zu erwarten. Kraft- und Schmierstoffe für Fahrzeuge hingegen haben deutlich schwächer zugenommen. Unabhängig von den Ölnotierungen führt der Klimaschutz durch die neue CO₂-Steuer in den nächsten Jahren zu höheren Kosten. Für Brenn- und Treibstoffe müssen aktuell 25 Euro je Tonne CO₂ gezahlt werden. Dieser Betrag steigt jedes Jahr bis 2025 um 5 Euro. Im Vergleich zum Preissprung 2021 werden die Anhebungen in den Folgejahren damit überschaubar bleiben. Der zweite große Bereich im Verbraucherpreisindex ist der Verkehr. Die Treibstoffpreise sind phasenweise deutlich stärker gestiegen als der Verbraucherpreisindex. Allerdings haben konjunkturelle Schwächephasen auch zu deutlichen Rückgängen geführt. Die CO₂-Besteuerung wird auch hier mäßig preiserhöhend wirken. Allerdings

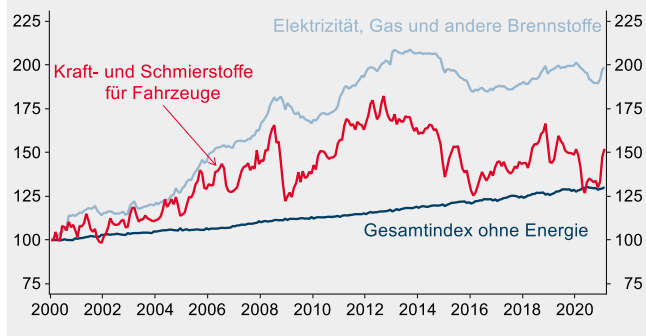
⁵ Vgl. hierzu S. 6

⁶ Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp): Immobilienpreisindex Q4 2020

ist nicht unwahrscheinlich, dass ein politischer Wandel hin zu noch mehr Klimaschutz die Kosten in den nächsten Jahren in die Höhe treiben könnte.

Energie für das Wohnen teurer

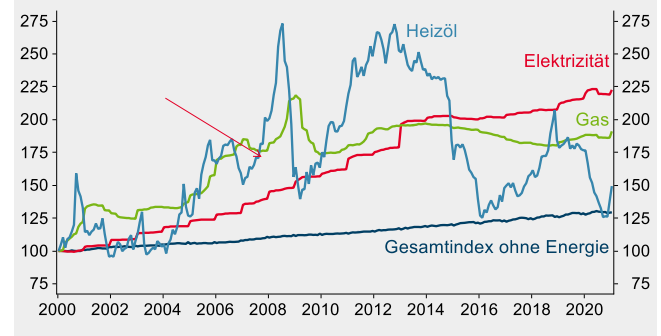
Deutsche Verbraucherpreise, Index: Januar 2020 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Strompreise belasten stark

Deutsche Verbraucherpreise, Index: Januar 2020 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

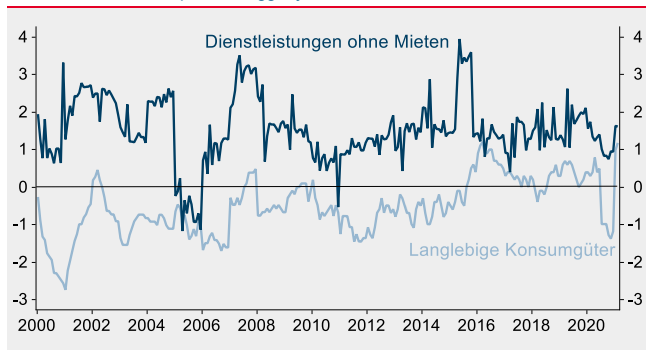
Steigende Preise für einige Dienstleistungen wahrscheinlich

Bislang sind bei Dienstleistungen insgesamt keine überdurchschnittlichen Preissteigerungen zu beobachten, obwohl höhere Kosten z.B. bei Friseuren überwältigt wurden. Trotz der Pandemie sind die Verbraucherpreise im Bereich Gesundheit zuletzt sogar leicht zurückgegangen. Die Teuerungen bei Krankenhausdienstleistungen haben sich ebenfalls zurückgebildet. Nach der Coronakrise werden sich die Konsumgewohnheiten allerdings rasch normalisieren. In einigen Bereichen muss dann mit einem starken Andrang der Kunden gerechnet werden, der zu höheren Preisen führt. So dürfte das Hotel- und Gastgewerbe versuchen, die massiven Verluste durch den Lockdown zu kompensieren. Der Effekt fällt umso größer aus, je mehr Unternehmen die Pandemie nicht überleben, denn dadurch verringert sich das Angebot. Unternehmensneugründungen wirken dem zwar entgegen, sie benötigen allerdings Zeit. Bei einem raschen Anstieg der Flugnachfrage ab Sommer könnten noch knappe Luftverkehrsverbindungen ebenfalls zu höheren Preisen führen.

Dienstleistungen: Keine höheren Inflationsraten

Deutsche Verbraucherpreise, % gg. Vj., %

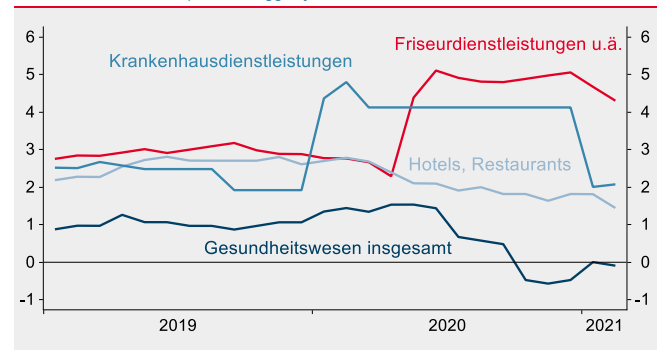
Index



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Friseure teurer

Deutsche Verbraucherpreise, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Auswirkungen der älter werdenden Gesellschaft auf die Verbraucherpreise sind empirisch nicht eindeutig. Der kontinuierliche Prozess der Digitalisierung dagegen bremst den Inflationsanstieg. Beispielsweise verbessert der Online-Handel die Preisinformation für den Kunden deutlich. Auf der Produktionsseite führen der Einsatz von Robotern und künstlicher Intelligenz sowie die Einführung von Industrie 4.0 zu Kostensenkungen und höherer Flexibilität. Hingegen hat der deutlich zugenommene Protektionismus in den letzten Jahren die preisdämpfenden Effekte der Globalisierung geschwächt. Dieser Effekt tritt nicht nur durch Zölle, sondern auch bei nicht-tarifären Handelshemmnissen auf. Trotz der neuen Regierung in den USA kann nicht mit einer raschen Liberalisierung des Welthandels gerechnet werden.

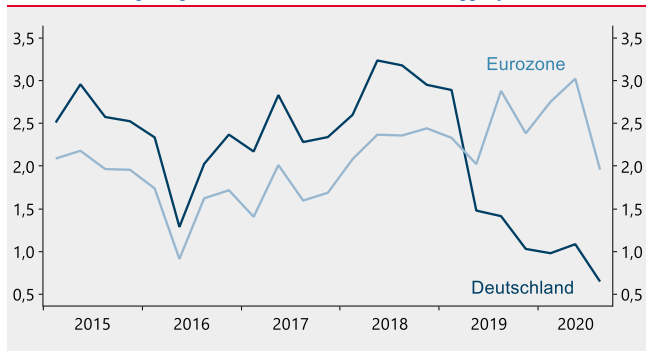
Lohndruck dürfte zunehmen

Deutsche
Industriegewerkschaften
verantwortungsbewusst

Die Tarifparteien in der Industrie haben sich während der Pandemie flexibel gezeigt. Im Frühjahr 2020 verzichtete beispielsweise die IG Metall auf eine Erhöhung der Tabellenentgelte bis Ende des Jahres. Auch im gesamten Verarbeitenden Gewerbe war die Steigerung gedämpft, was die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Industrie im Vergleich zu anderen Mitgliedern der Währungsunion verbessert hat. Dies gilt allerdings nicht für die übrigen Sektoren der deutschen Wirtschaft. Während die Tariflohnsteigerungen nach den Berechnungen der Deutschen Bundesbank im Produzierenden Gewerbe 2020 nur um 0,7 % höher ausfielen, legten sie in der Gesamtwirtschaft um 2,1 % zu. In Corona-nahen Bereichen wie Gesundheit und Pflege wurden die Tarife kräftig erhöht.

Deutsche Tarifpartner reagieren auf die Krise

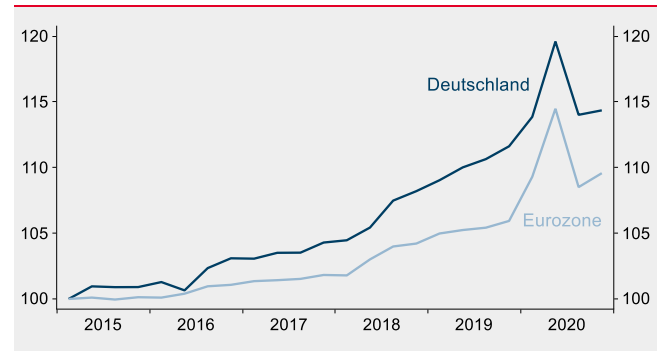
Arbeitnehmervergütungen im Verarbeitenden Gewerbe, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Lohnstückkosten dürften bald wieder steigen

Lohnstückkosten, Index: Q1 2015 = 100

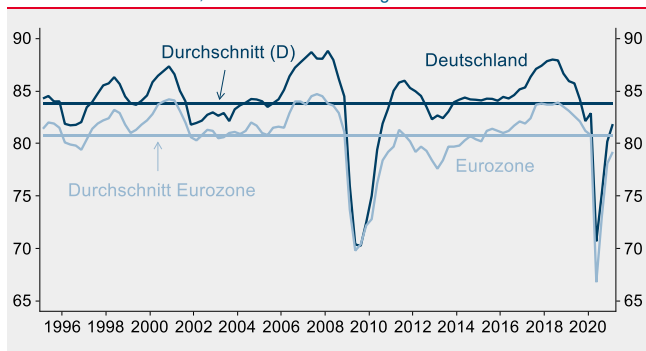


Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Nach der Krise wird es mit steigender Kapazitätsauslastung vor allem in Deutschland zu einem Nachholeffekt bei den Tariflöhnen kommen. In Ländern mit einer schwierigeren Arbeitsmarktlage wie Spanien wird dies gedämpfter verlaufen. Zumindest teilweise dürfte sich dies in höheren Verbraucherpreisen niederschlagen. Die Preismacht der Unternehmen nimmt zu. Dies ist in Deutschland bereits in Gang gekommen. Die Befragung der Einkaufsmanager zeigt, dass die Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe ihre Verkaufspreise anheben wollen, während dies für die Gesamtheit der Dienstleister in geringerem Ausmaß gilt. Auch die industriellen Erzeugerpreise steigen. Effekte auf die Verbraucherpreise werden nicht ausbleiben. Diese sind auch in der Eurozone zu beobachten.

Kapazitätsauslastung steigt

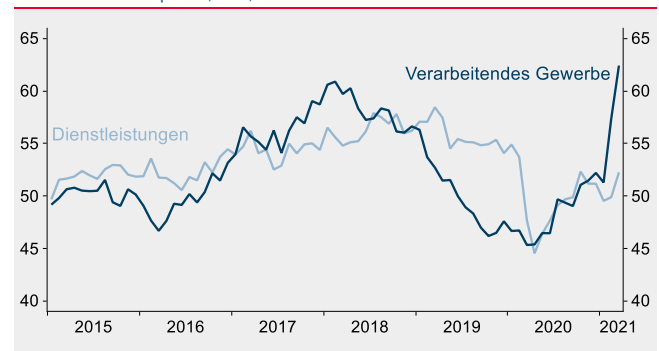
Verarbeitendes Gewerbe, in % der Vollausslastung



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Unternehmen wollen Verkaufspreise erhöhen

Deutsche Verkaufspreise, PMI, Index



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Geldpolitik muss sich auf neues Inflationsumfeld einstellen

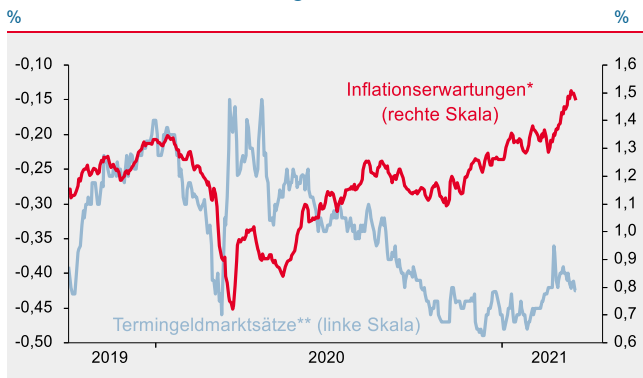
Mit zunehmenden Impfungen und Lockerungen wird es im weiteren Jahresverlauf zu einer kräftigen konjunkturellen Gegenbewegung kommen. Das Bruttoinlandsprodukt dürfte 2021 um 4,4 % in der Eurozone und 3,4 % in Deutschland zulegen. Der Aufholprozess wird sich 2022 mit einem Wachstum deutlich über Potenzial fortsetzen. Die Inflationsraten hierzulande dürften in beiden Jahren um

die 2 % schwanken. Dabei ist ein Überschießen nicht auszuschließen. Im gemeinsamen Währungsraum nähern sich die Raten mit 1,8 % (2021) und 1,6 % (2022) dem EZB-Ziel von „unter, aber nahe 2 %“ an. Hatte die EZB unter Präsident Mario Draghi das Thema Inflation praktisch bereits zu den Akten gelegt und die Geldpolitik auf die Bekämpfung von Deflationsrisiken ausgerichtet, so steht die Nachfolgerin Christine Lagarde unter einem gewissen Druck, die EZB nicht noch weiter in die ultra-expansive Ecke zu manövrieren und eher früher als später einen Kurswechsel einzuleiten.

EZB reizt
Liquiditätskarte aus

Die Inflationserwartungen der Anleger, abgeleitet anhand von Future-Kontrakten, haben zuletzt ihren Aufwärtstrend fortgesetzt und mit rund 1,5 % den höchsten Stand seit zwei Jahren erreicht. Normalerweise färbt so eine Entwicklung auf die Zinserwartungen ab, wogegen sich die EZB jedoch mit aller Macht stemmt. Angesichts der noch schwierigen Konjunkturlage im Euroraum machte sie deutlich, dass sie steigende Renditen nicht akzeptieren wird. Da wegen der zuletzt anziehenden Verbraucherpreise Zinssenkungen – mehr denn je – keine Option sind, bleibt nur die Akzentuierung des Kaufprogramms. Die noch nicht ausgeschöpfte „Kriegskasse“ für das Pandemie-Kaufprogramm beträgt noch rund eine Billion Euro. Nach der Ankündigung zumindest temporärer zusätzlicher Lockerungen zogen die Inflationserwartungen weiter an. Dies ist nicht verwunderlich, steigt doch die Wahrscheinlichkeit, dass das 1,85-Billionen-Euro-Programm zur Bekämpfung der Pandemie-Folgen vollständig ausgereizt wird. Ohnehin ist die Liquidität weltweit auf Rekordniveau, was nicht nur den wenigen verbliebenen Monetaristen Kopferbrechen bereitet. War es ursprünglich nur die Bank of Japan, die mit Nullzinsen eine extreme Geldpolitik praktiziert hat, so steuern inzwischen fast alle Notenbanken einen solchen Kurs.

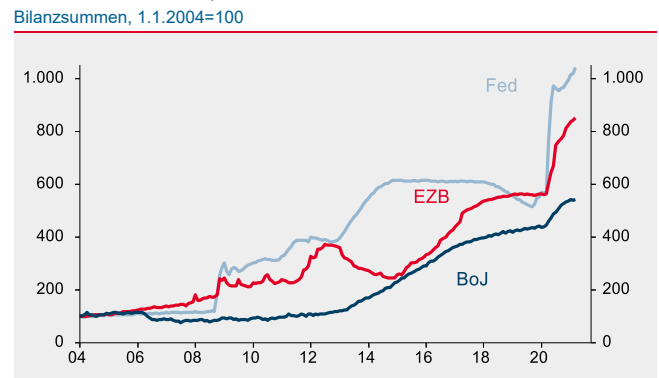
EZB blockt Zinserhöhungsfantasien



*5Y5Y Inflation Forward; Euroraum

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Weltweit sehr expansive Notenbanken



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Mit Beginn der Pandemie haben die Zentralbanken ihre monetären Kräfte quasi gebündelt und parallel zu den fiskalpolitischen Anstrengungen einen massiven geldpolitischen Impuls gesetzt, um das globale Wachstum zu stabilisieren. In Verbindung mit einer pandemiebedingten Kaufzurückhaltung steigen die Geldmengenaggregate der Industrieländer inzwischen mit rekordverdächtigen Raten. Die üppigen Liquiditätsbedingungen und der Anlagenotstand infolge anhaltender Negativ- bzw. Niedrigzinsen erhöhen jedoch nicht nur die Inflationswahrscheinlichkeit, sondern ebenfalls die Risiken spekulationsgetriebener Blasen. Die jüngsten Kurskapriolen bei Kryptowährungen und einigen Aktienwerten sind womöglich nur die Spitze eines Eisbergs.

EZB steckt in
einem Dilemma

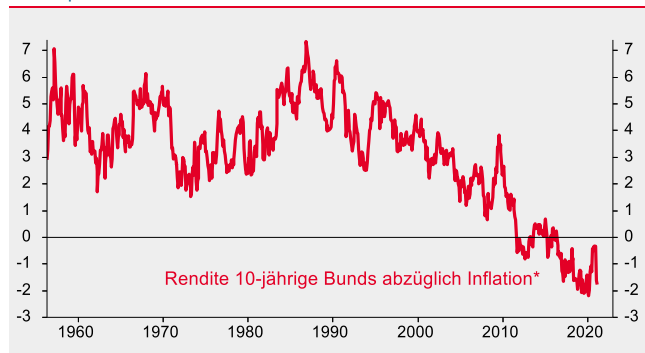
Immer deutlicher zeigt sich, dass die Notenbanken in einer unbequemen Lage stecken: Ein Rückzug aus der liquiditätsgetriebenen Geldpolitik ist schwierig, vor allem wenn die Renditen einmal ins Laufen kommen. Will die EZB keinen Crash bei Anleihen, Aktien oder Immobilien riskieren und vermeiden, dass einige Euro-Staaten von ihrer Schuldenlast erdrückt werden, so bleibt ihr gar nichts anderes übrig, als den Inflationsanstieg als temporäres Ereignis einzustufen. Zwar haben die EZB-Ökonomen ihre Prognosen für 2021 zuletzt von 1,0 % auf 1,5 % angehoben. Für das kommende Jahr sehen die EZB-Projektionen jedoch lediglich eine durchschnittliche Euro-Teuerung von 1,2 % vor. Geht diese Rechnung nicht auf und bleibt die Inflation relativ hoch, so dürfte es der Notenbank immer schwerer fallen, den eingeschlagenen Kurs zu halten.

Aufweichung der
Inflationszeile?

Vermutlich wird sich die EZB daher bei der Neuausrichtung der geldpolitischen Strategie größere Interpretationsspielräume einräumen. Vorbild dafür könnte die US-Notenbank sein. Diese hat sich zusätzliche Luft verschafft, indem sie ein längeres Überschießen der Inflation ohne Gegenmaßnahmen zulässt. Mehrere Jahre mit niedrigeren Teuerungsraten können durch Jahre mit höheren Raten ausgeglichen werden, um so quasi einen Durchschnittswert von 2 % zu erreichen. Möglicherweise wird die EZB auch ihr Inflationsziel direkt anheben. Vorschläge, das bisherige Ziel von „unter, aber nahe 2 %“ auf 3 % anzuheben, dürften sich jedoch kaum durchsetzen lassen. Zwar können solche Werte mit Hinweis auf einen inzwischen (zu) niedrigen natürlichen Zins ökonomisch abgeleitet werden. Nicht nur „einfache Bürger“, die von der EZB vor kurzem zur Mitwirkung bei der Strategiefindung unter dem Motto „Die EZB hört zu“ eingeladen wurden, dürften solche Überlegungen weltfremd vorkommen. Außerdem würde sich das oben beschriebene Dilemma der liquiditätsgetriebenen Geldpolitik noch verstärken. Wahrscheinlicher ist daher eine symmetrische Ausrichtung mit einem klaren 2 %-Ziel, vielleicht versehen mit einer zusätzlichen Spanne.

Deutsche Sparer sorgen sich um Kaufkraftverlust

Prozentpunkte

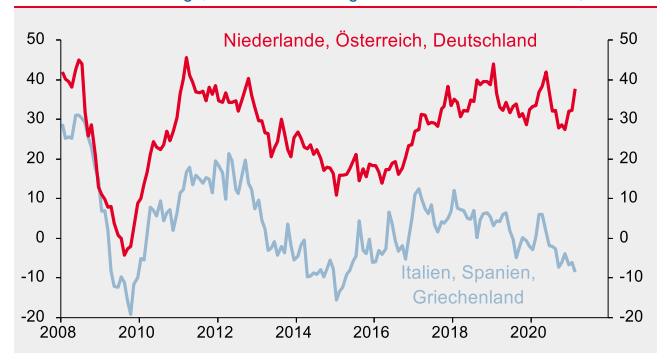


*Deutsche Verbraucherpreisrate

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Heterogene Inflationserwartungen im Euroraum

EU-Verbraucherumfrage, Inflationserwartungen auf Sicht von 12 Monaten, Saldo



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Nimmt die EZB das Ergebnis ihrer Bürgerbefragung ernst, so könnte sie auch einfach ihr aktuelles Inflationsziel mit dem Schwerpunkt von unter 2 % beibehalten. Die Umfragen weisen nämlich ebenfalls eine Asymmetrie auf: Es überwiegt eindeutig die Sorge vor einem Kaufkraftverlust infolge steigender Preise. Inflation wird eher als eine Deflation als Problem eingestuft, wobei allerdings die meisten Befragten aus nördlichen Euro-Ländern stammen. Möglicherweise wären die Ergebnisse anders ausgefallen, wenn mehr Südeuropäer an der EZB-Initiative teilgenommen hätten. Verbraucherumfragen der EU-Kommission zeigen, dass Verbraucher u.a. aus Italien, Spanien und Griechenland auf Sicht von zwölf Monaten insgesamt sinkende Preise erwarten, Niederländer, Deutsche und Österreicher hingegen auf eine höhere Teuerung setzen. Diese „regionalen“ Unterschiede in der Inflationswahrnehmung lassen sich auch in der Wissenschaft sowie bei den Mitgliedern des EZB-Rats feststellen.

Dass die Erwartungen zuletzt noch weiter auseinandergelaufen sind, macht die Geldpolitik im Euroraum nicht einfacher. Lange Zeit hatten die sogenannten Tauben im EZB-Rat, die eine lockere Geldpolitik verfolgen, aufgrund der niedrigen Inflation argumentatives Oberwasser. In den nächsten Jahren dürften die Falken wieder bessere Karten haben. ■