

# DIGITALES ARCHIV

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft  
*ZBW – Leibniz Information Centre for Economics*

## Periodical Part

### Volkswirtschaft special / BVR ; 2021

#### Provided in Cooperation with:

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Berlin

*Reference:* Volkswirtschaft special / BVR ; 2021 (2021).

[https://www.bvr.de/p.nsf/0/B97FDA0D0D19852AC1258661003CCCE4/%24FILE/BVR\\_VolkswirtschaftKompakt\\_Ausgabe\\_1-2021.pdf](https://www.bvr.de/p.nsf/0/B97FDA0D0D19852AC1258661003CCCE4/%24FILE/BVR_VolkswirtschaftKompakt_Ausgabe_1-2021.pdf).

[https://www.bvr.de/p.nsf/0/FA017BBE8EA76E3EC1258679003E3346/%24FILE/BVR\\_VolkswirtschaftKompakt\\_Ausgabe\\_2-2021.pdf](https://www.bvr.de/p.nsf/0/FA017BBE8EA76E3EC1258679003E3346/%24FILE/BVR_VolkswirtschaftKompakt_Ausgabe_2-2021.pdf).

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/7632>

#### Kontakt/Contact

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft/Leibniz Information Centre for Economics  
Düsternbrooker Weg 120  
24105 Kiel (Germany)  
E-Mail: [rights\[at\]zbw.eu](mailto:rights[at]zbw.eu)  
<https://www.zbw.eu/econis-archiv/>

#### Standard-Nutzungsbedingungen:

Dieses Dokument darf zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen. Sofern für das Dokument eine Open-Content-Lizenz verwendet wurde, so gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

<https://zbw.eu/econis-archiv/terms-of-use>

#### Terms of use:

*This document may be saved and copied for your personal and scholarly purposes. You are not to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public. If the document is made available under a Creative Commons Licence you may exercise further usage rights as specified in the licence.*

# VOLKSWIRTSCHAFT KOMPAKT

Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

Herausgeber: Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken · BVR · Volkswirtschaft/Mittelstandspolitik  
 Verantwortlich: Dr. Andreas Bley · Schellingstraße 4 · 10785 Berlin · Telefon: 030 2021-15 00 · Telefax 030 2021-1904  
 Internet: <http://www.bvr.de> · E-Mail: [volkswirtschaft@bvr.de](mailto:volkswirtschaft@bvr.de)

## Sonderfaktoren treiben Inflationsrate Deutschlands vorübergehend auf 3 %

Angesichts der unerwartet starken Rohölpreisanstiege und des ebenfalls stärker als erwartet ausgefallenen Mehrwertsteuereffektes hebt der BVR seine Inflationsprognose für Deutschland 2021 deutlich an, von 1,5 % auf 2,3 %. Wegen des Mehrwertsteuereffektes und weiterer Sondereffekte dürfte der Verbraucherpreisindex (VPI) zum Jahresende 2021 sogar kurzzeitig auf 3 % steigen. Mittelfristig wird sich die Preisdynamik aber voraussichtlich wieder beruhigen, nicht zuletzt, weil die Sondereffekte an Bedeutung verlieren werden. Für 2022 wird eine Inflationsrate von 1,8 % prognostiziert.

Grundlage für die hier vorgestellte Inflationsprognose sind zwei einfache ökonometrische Modelle, einerseits zur Prognose der VPI-Kernrate (ohne Berücksichtigung von Energie) und andererseits zur Prognose der Energierate. Die Ergebnisse dieser Modelle werden in einem zweiten Schritt um Annahmen zu den Folgen der Sondereffekte ergänzt.

Die Fiskalpolitik und die Geldpolitik haben spürbar zur Bewältigung der Coronakrise beigetragen. Allerdings müssen die Krisenmaßnahmen rechtzeitig zurückgefahren werden, damit keine weiteren Inflationsrisiken entstehen. Mittelfristig könnte auch die demografische Entwicklung und der Trend zur Deglobalisierung für einen spürbaren Preisauftrieb sorgen.



### Inhalt

<b>Sonderfaktoren treiben Inflationsrate Deutschlands vorübergehend auf 3 %</b>	<b>2</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	
<b>Finanzmärkte: Erwarteter Preisauftrieb wenig dynamisch</b>	<b>7</b>
Dr. Martin Micheli E-Mail: <a href="mailto:m.micheli@bvr.de">m.micheli@bvr.de</a>	
<b>Konjunktur: Erholung in Sicht</b>	<b>8</b>
Dr. Gerit Vogt E-Mail: <a href="mailto:g.vogt@bvr.de">g.vogt@bvr.de</a>	

## Sonderfaktoren treiben Inflationsrate Deutschlands vorübergehend auf 3 %

### Steht eine Rückkehr der Inflation bevor?

Die Inflation war lange Zeit kein Thema mehr, um das man sich sorgen musste. In Deutschland und anderen fortgeschritten Volkswirtschaften nahm der Preisauftrieb in den vergangenen Jahrzehnten von der Tendenz her eher ab als zu. Während oder nach wirtschaftlichen Krisen, wie der globalen Rezession 2008/2009 oder der europäischen Staatsschuldenkrise 2011/2012, kam zwar öfter die Sorge auf, dass die zur Eindämmung dieser Krisen ergriffenen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen perspektivisch zu einem bedeutsameren Preisauftrieb führen könnten. Der befürchtete stärkere Preisauftrieb ist aber ausgeblieben. Aktuell könnte der Trend zu stärkeren Preisanstiegen jedoch vor einer Umkehr stehen. Derzeit gibt es eine rege Diskussion um eine mögliche Rückkehr der Inflation, im Sinne eines dauerhaft und breit angelegten stärkeren Preisanstieges. Die höhere Bedeutung, die dem Thema momentan beigemessen wird, lässt sich auch an den Finanzmärkten ablesen. Hier führen die Inflationssorgen zu merklich steigenden Renditen, beispielsweise von zehnjähriger Staatsanleihen der USA und Deutschlands, ebenso wie zu einem Anstieg der aus den Anleiherenditen abgeleiteten Inflationserwartungen.

Genährt werden die Inflationssorgen nicht zuletzt durch die konjunkturellen Begleiterscheinungen der Coronakrise. Weltweit wurden und werden im massiven Umfang geld- und fiskalpolitische Maßnahmen zur Abfederung der wirtschaftlichen Folgen der Coronapandemie umgesetzt. So hat beispielsweise die neue US-Regierung unter Joe Biden nach dessen Amtseinführung im Januar 2021 ein 1,9 Bill. US-Dollar schweres Konjunkturpaket auf den Weg gebracht, dass inzwischen von den beiden Parlamentskammern gebilligt wurde. Aufhorchen ließ auch die Europäische Zentralbank (EZB), die im Dezember 2020 eine mögliche Volumenausweitung ihres Pandemie-Notfallankaufprogramms auf insgesamt 1,85 Bill. Euro beschlossen hat. Mit diesen umfangreichen Hilfgeldern kommt die Sorge vor einem möglichen Überschießen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage über das gesamtwirtschaftliche Angebot auf, die dann den Keim zu kräftiger steigenden Preisen legen würde. Zur gestiegenen Furcht vor steigenden Preisen trägt zudem die Ein-

schätzung bei, dass die Trends zur Überalterung und zur Deglobalisierung mittelfristig zu einer Rückkehr der Inflation führen werden. Die Erwartung eines höheren Preisanstieges an den Finanzmärkten hat wiederum die EZB bewogen, ihre Anleihekäufe kurzfristig nochmals zu verstärken, um den Renditeanstiegen entgegenzuwirken. Das gesamte Kaufvolumen ihres Notfallankaufprogramms hat sie aber bislang nicht weiter erhöht.

### Aktuelle Entwicklung stark durch Sonderfaktoren beeinflusst

Auftrieb erhalten die Inflationssorgen auch durch die jüngste Entwicklung der Verbraucherpreise. In Deutschland ist die Inflationsrate, gemessen an der jährlichen Veränderung des Verbraucherpreisindex (VPI), zuletzt von -0,3 % im Dezember auf 1,0 % im Januar und dann 1,3 % im Februar gestiegen. Auf Basis des für europäische Zwecke harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) fiel der Anstieg sogar noch stärker aus, von -0,7 % im Dezember auf 1,6 % im Januar. Nach Einschätzung der Deutschen Bundesbank trug zum vergleichsweise stärkeren Anstieg der HVPI-Rate ein statistischer Sondereffekt bei (siehe Monatsbericht vom Februar 2021). Im Zuge der Coronakrise fiel nämlich die jährlich übliche Anpassung der HVPI-Wägungsanteile umfangreicher aus als gewöhnlich, insbesondere was den Anteil von Pauschalreisen betrifft. Beim VPI erfolgt die Anpassung dagegen nur alle fünf Jahre, sodass der statistische Effekt hier nicht auftrat.

Verantwortlich für den sprunghaften Anstieg der Inflationsrate zu Jahresbeginn sind vor allem drei Faktoren. Zum einen ist die im Rahmen des Juni-Konjunkturpaketes der Bundesregierung für das zweite Halbjahr 2020 vorgenommene Senkung der Mehrwertsteuer (MWST) im Januar ausgelaufen. Statt 16 % (5 % beim ermäßigten Satz) müssen die Verbraucher nunmehr wieder einen MWST-Satz von 19 % (7 %) zahlen. Ausgenommen sind lediglich Gastronomieangebote, für welche die im April 2020 beschlossene Verminderung des regulären MWST-Satzes von 19 % auf 7 % weiterhin Bestand hat.

Zum anderen ist zu Jahresbeginn die nationalen CO<sub>2</sub>-Bepreisung für die Sektoren Verkehr und Wärme in Kraft getreten, die von den Energieanbietern teilweise an die Verbraucher weitergeleitet wurde und wird. Im Zuge der neuen CO<sub>2</sub>-Bepreisung stiegen unter anderem die Kraftstoffpreise an den Tankstellen zum Jahreswechsel 2020/21 in einer Größenordnung von 5 bis 10 Cent je Liter. Zudem ist davon auszugehen, dass energieintensive Branchen (wie beispielsweise Sparten der Chemischen Industrie) die ihnen entstehenden höheren Kosten ihrerseits an die Endkunden weitergeben, dass es also zu Zweit- und Drittrundeneffekten kommt.

Der dritte Hauptgrund für die sprunghafte Preisentwicklung zu Jahresbeginn sind die Rohölnotierungen. Diese sind am Anfang der Coronakrise wegen eines globalen Nachfrageeinbruches außerordentlich stark zurückgegangen. Die Nordseesorte Brent fiel während der heißen Krisenphase im April 2020 teilweise unter 20 US-Dollar je Barrel, nachdem sie zu Jahresbeginn noch bei rund 70 US-Dollar gelegen hatte. Im Frühsommer setzte im Zuge der allmählich zurückkehrenden Nachfrage aber eine merkliche Erholung ein, die den Brent-Ölpreis zuletzt fast wieder auf 70 US-Dollar steigen ließ. Im Zuge der genannten Faktoren übertrafen die Energiepreise in Deutschland im Februar 2021 erstmals seit Beginn der Coronakrise wieder ihren Vorjahresmonatsstand, wenn auch mit 0,3 % nur leicht.

### **Inflationsrate dürfte Ende 2021 auf 3 % steigen**

Die genannten Sonderfaktoren dürften das Preisgeschehen in naher Zukunft weiterhin stark beeinflussen. Dies legt zumindest die hier vorgestellte Inflationsprognose des BVR nahe, welche – den verschiedenen Faktoren Rechnung tragend – nach einzelnen Preiskomponenten differenziert erfolgt. Ausgangspunkt für die Inflationsprognose sind zwei einfache ökonomische Modelle, einerseits zur Prognose der VPI-Kernrate (ohne Berücksichtigung von Energie) und andererseits zur Prognose der Energierate. Die Ergebnisse dieser Modelle werden in einem zweiten Schritt um Annahmen zu den Folgen der neuen CO<sub>2</sub>-Bepreisung und der MWST-Veränderung ergänzt.

Die vierteljährlichen Kern- und Energieraten der Jahre 2021 und 2022 werden auf Basis von zwei sogenannten ARX-Modellen fortgeschrieben, mit den Vorquartalsveränderungen des preis-, kalender- und saisonbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP) Deutschlands und dem Brent-Rohöl als exogene Variable. Die BIP-Veränderungen können als grober Indikator für die Auslastung der Wirtschaft und damit als ein Bestimmungsfaktor für die Kernrate angesehen werden. Der Brent-Rohölpreis stellt wiederum allgemein ein wichtiger Einflussfaktor für die Energiepreise insgesamt dar. Die Spezifikation der Modelle wird anhand eines „general-to-specific“-Ansatzes mit den vierteljährlichen Daten der Jahre 1995 bis 2020 festgelegt. Dazu wird die Schätzgleichung zunächst mit eins bis vier Verzögerungen von Kernrate (bzw. Energierate) und BIP-Veränderungen (bzw. Ölpreisveränderungen) sowie mit einer Konstanten geschätzt. Anschließend werden zur Verbesserung der Prognosegüte die Koeffizienten mit den niedrigsten empirischen t-Werten sukzessive eliminiert. Das beschriebene Reduktionsverfahren wird so lange wiederholt, bis alle verbleibenden Koeffizienten auf einem Signifikanzniveau von 5 % als bedeutsam anzusehen sind.

Nun müssen noch Annahmen zum weiteren Verlauf von BIP und Ölpreis getroffen werden. Bezüglich des BIP wird weiterhin davon ausgegangen, dass es im Jahresdurchschnitt 2021 preisbereinigt um 3,2 % steigen wird (Hauptszenario des BVR, siehe Volkswirtschaft Kompakt vom Dezember 2020) und 2022 um 4,5 % expandiert. Demnach ist im laufenden 1. Quartal, wegen der zweiten Pandemiewelle und wegen der dagegen ergriffenen Infektionsschutzmaßnahmen, mit einem BIP-Rückgang um 1 % zu rechnen. Auf diesen dürfte jedoch im weiteren Jahresverlauf und im kommenden Jahr ein beachtlicher Wachstumsschub folgen, wenn die Pandemie abflaut und die Schutzmaßnahmen weiter zurückgefahren werden können. In Hinblick auf den Rohölpreis wird unterstellt, dass dieser im Zuge der allgemeinen Erholung von 41,7 US-Dollar je Barrel im Jahresdurchschnitt 2020 auf 60,7 US-Dollar 2021 und 58,6 US-Dollar 2022 klettern wird (Ausblick der U.S. Energy Information Administration vom 9. März). Mit rund 50 % dürfte der Preisanstieg von

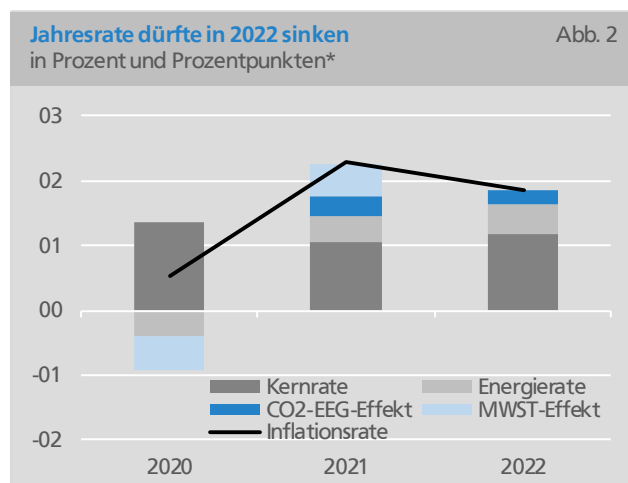
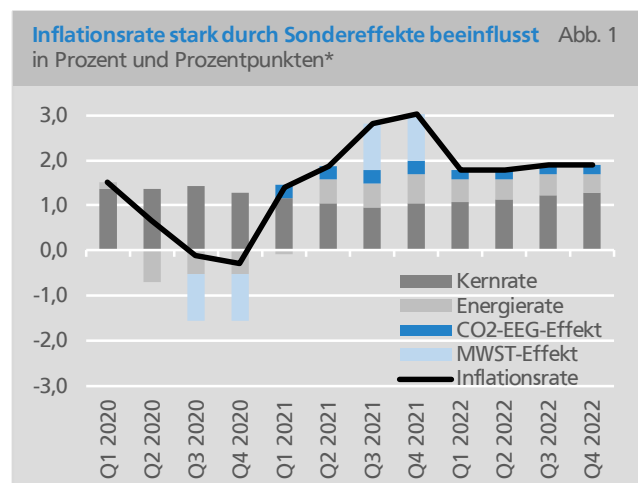
2020 auf 2021 somit deutlich stärker ausfallen, als der noch im Dezember erwartete Anstieg um knapp 30 %.

Im Ergebnis legen die Prognosemodelle für die Kernrate zunächst eine leichte Abschwächung nahe. Ihr Beitrag zur Inflationsrate dürfte wegen der dämpfenden Folgen der zweiten Pandemiewelle, die im Prognosemodell erst mit einer gewissen Verzögerung preiswirksam werden, von 1,2 Prozentpunkten im 1. Quartal 2021 auf 1,0 Prozentpunkte im 3. Quartal sinken (siehe Abb. 1). Dies scheint ökonomisch plausibel, da das Lohnwachstum – als zentrale Einflussgröße der Kernrate – zunächst noch gedämpft bleiben dürfte. Anschließend wird der Beitrag jedoch im Zuge des zu erwartenden kräftigen Wirtschaftswachstums leicht, aber stetig steigen und Ende 2022 1,3 Prozentpunkte erreichen. Der Beitrag, den die Energierate zur Inflation liefert, wird den Modellprognosen zufolge im 1. Quartal mit -0,1 Prozentpunkten nochmals leicht negativ sein, im weiteren Verlauf von 2021 aber erheblich steigen und auch 2022 hoch bleiben.

Bezüglich der CO<sub>2</sub>-Bepreisung wird davon ausgegangen, dass diese die Inflationsrate sowohl im laufenden Jahr als auch in den kommenden Jahren erhöhen wird. Der Preis für die CO<sub>2</sub>-Emissionszertifikate dürfte nämlich ausgehend vom derzeitigen Preis von 25 Euro/Tonne schrittweise bis 2026 auf 65 Euro steigen, wobei die Anhebungen 2022 und 2023 lediglich moderat ausfallen werden. Dem steht jedoch eine entlastende

Wirkung von Seiten der Umlage nach dem Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) gegenüber, für die im Rahmen des Konjunkturpaketes vom Juni 2020 eine Obergrenze für die Jahre 2021 und 2022 vereinbart wurde. Auf Schätzungen der Deutschen Bundesbank aufbauend (siehe Monatsbericht Dezember 2020, Seite 33) – die sich allerdings nicht auf die VPI-, sondern auf die HVPI-Inflationsrate beziehen – wird unterstellt, dass die CO<sub>2</sub>-Bepreisung zusammen mit der Begrenzung der EEG-Umlage die Inflationsrate während des laufenden Jahres um 0,3 Prozentpunkte und während des kommenden Jahres um 0,2 Prozentpunkte erhöhen wird (siehe Abb. 1 und 2).

Abschließend sind noch Annahmen über die Wirkung der MWST-Senkung zu treffen. Im Rahmen seiner Sommerkonjunkturprognose hatte der BVR im Sommer 2020 lediglich mit einer Überwälzung zu etwa einem Drittel gerechnet. (Volkswirtschaft Kompakt vom Juli 2020). Das tatsächliche Ausmaß der Überwälzung war jedoch aus heutiger Sicht erheblich stärker. Nach Berechnungen des Statistischen Bundesamtes hätte eine vollständige Überwälzung der Steuersatzverminderungen die Inflationsrate im zweiten Halbjahr 2020 rechnerisch um 1,6 Prozentpunkte reduziert (Pressemitteilung vom 15. Juni 2020). Bezogen auf das gesamte Jahr 2020 hätte dies einen Impuls von -0,8 Prozentpunkten auf die Inflationsrate geliefert. Nach Einschätzung der Deutschen Bundesbank sind die Steuersatzsenkungen



\*Veränderungen des Verbraucherpreisindex (VPI) zum Vorjahresquartal bzw. Vorjahr und wichtiger VPI-Komponenten  
Quelle: Destatis, ab 2021 und Komponenten 2020 (Q3 bis Q4): Schätzungen des BVR



aber wohl nicht zu 100, sondern zu gut 60 % an die Verbraucher weitergereicht worden (Monatsbericht November 2020, Seiten 57-59). Der Impuls der MWST-Senkung lag somit auf Jahressicht nicht bei -0,8, sondern bei rund -0,5 Prozentpunkten (siehe Abb. 2). Für 2021 zeichnet sich ebenfalls ein Impuls von 0,5 Prozentpunkten ab, der allerdings – wegen der niedrigeren Ausgangsbasis vom Vorjahr – nicht senkend, sondern steigernd auf die Inflationsrate wirkt. An dieser Stelle ist noch darauf hinzuweisen, dass bei den Abbildungen im Jahr 2020 den Beiträgen der Energie- und Kernkomponente der Beitrag des MWST-Effektes explizit gegenübergestellt wird. Die Beiträge der Energie- und Kernkomponente entsprechen daher nicht den amtlichen Werten. Sie wurden um die Folgen des MWST-Effektes korrigiert, unter Berücksichtigung, dass die MWST-Überwälzung in den einzelnen Komponenten unterschiedlich erfolgte und unter Berücksichtigung, dass sich die Einschätzungen der Deutschen Bundesbank zur Überwälzung auf die HVPI-Inflationsrate bezieht, bei der Energie ein höheres Gewicht zukommt als bei der VPI-Rate.

In der Gesamtschau der Komponenten ist damit zu rechnen, dass die Inflationsrate von 1,4 % im 1. Quartal kontinuierlich auf 3,0 % im 4. Quartal steigen wird. Mit dem Wegfall des MWST-Effektes und der Verminderung des CO<sub>2</sub>-EEG-Effektes dürfte die Inflationsrate dann im 1. Quartal 2022 deutlich auf 1,8 % sinken, bevor sie – befördert insbesondere durch die prognostizierten höheren Beiträge der Kernrate – bis zum Jahresende auf 1,9 % steigt. Für den Jahresdurchschnitt 2021 bzw. 2022 werden damit Inflationsrate von 2,3 % bzw. 1,8 % prognostiziert, die spürbar über der Inflationsrate von 2020 (+0,5 %) liegen.

### **Mittelfristig Beruhigung wahrscheinlich, aber hohe Inflationsrisiken vorhanden**

Gemäß der hier vorgelegten Prognose werden die Sonderfaktoren, welche die Inflationsrate im laufenden Jahr nach oben treiben, im kommenden Jahr verschwinden (MWST-Effekt) oder an Bedeutung verlieren (CO<sub>2</sub>-EEG-Effekt). Der Preisauftrieb dürfte sich damit 2022 abschwächen. Derzeit gibt es einige Faktoren die dafürsprechen, dass die Preisentwicklung auch in

den Folgejahren moderat bleiben wird, in der Nähe des mittelfristigen Inflationsziels der EZB von leicht unter 2 %. Hierzu zählt die zunächst anhaltende gesamtwirtschaftliche Unterauslastung, die dem Lohnwachstum auf längere Zeit wenig Spielraum geben wird. Die Kerninflationsrate dürfte daher im Zuge der voranschreitenden konjunkturellen Erholung weiterhin nur leicht steigen. Auch von Seiten des Rohölpreises ist angesichts des globalen Wandels – weg von fossilen Energieträgern, hin zu erneuerbaren Energien – mittelfristig kein großer Preisdruck zu erwarten.

Es kann aber auch nicht ausgeschlossen werden, dass der Preisauftrieb in den kommenden Jahren stärker zunehmen wird. Mittelfristig könnte auch vom Trend zur Deglobalisierung ein deutlicher Preisdruck ausgehen. Nach Jahrzehnten der stärkeren weltwirtschaftlichen Integration nahmen in den vergangenen Jahren die Hemmnisse im internationalen Handel spürbar zu. Insbesondere zwischen den USA und China kam es zu merklichen Spannungen in Wirtschafts- und Handelsfragen, die auch nach dem Amtswechsel in Washington noch nicht beseitigt sind. Durch die Coronapandemie erfährt der Trend zur Deglobalisierung noch zusätzliche Impulse. Die in der Hochphase der Pandemie vorgenommenen Grenzsicherungen und Produktionsbeschränkungen verdeutlichten anschaulich, dass grenzüberschreitende Liefer- und Produktionsketten fragil sein können. Vor dem Hintergrund dieser Erfahrung könnte es global zu umfangreichen Rückverlagerungen von zuvor in weiter entfernte Regionen ausgelagerten Produktionsprozessen kommen. Die Rückverlagerungen könnten wiederum zu höheren Kosten und Effizienzverlusten führen und damit steigende Preise nach sich ziehen.

Vom demografischen Wandel könnte mittelfristig ebenfalls ein stärkerer Preisauftrieb ausgehen. Argumente hierfür finden sich beispielsweise in dem Buch „The Great Demographic Revival“ der renommierten britischen Ökonomen Charles Goodhart und Manoj Pradhan. Sie gehen davon aus, dass für den allgemein abnehmenden Preisauftrieb der vergangenen Jahrzehnte vor allem die in vielen Ländern günstige demografische Entwicklung und die Globalisierung verant-

wortlich waren, die zu einer stärkeren Einbindung weiterer Teile Asiens und Osteuropas in die Weltwirtschaft führte. Im Zuge dessen stieg die Zahl der arbeitsfähigen Menschen global betrachtet von 1980 bis 2010 um 30 %. Seit 2010 geht die Zahl der arbeitsfähigen Menschen weltweit aber zurück. Da in Relation zu den arbeitsfähigen Menschen, die jüngeren und die älteren Menschen – die nicht im Arbeitsleben eingebunden sind – zunehmen, erhöht sich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage im Verhältnis zum gesamtwirtschaftlichen Angebot. Dies führt nach Ansicht von Goodhart und Pradhan zur Rückkehr der Inflation, was durch eine weiter zunehmende Produktivität der arbeitsfähigen Menschen nur teilweise gedämpft werden kann. Hinzu kommt, dass alternde Gesellschaft unter anderem wegen zunehmender Gesundheitsausgaben zu höheren Staatsdefiziten neigen. Politiker könnten diesen zunehmenden Defiziten durch die Tolerierung einer höheren Inflation begegnen, was den Preisauftrieb zusätzlich verstärken würde.

Welche Implikationen ergeben sich hieraus für die Wirtschaftspolitik? Die deutsche Fiskalpolitik und die Geldpolitik der EZB haben spürbar zur Krisenbewältigung beigetragen. Die Krisenmaßnahmen müssen mittelfristig wieder zurückgefahren werden, damit keine weiteren Inflationsrisiken entstehen. Dies betrifft die deutsche Fiskalpolitik aber auch die europäische Geldpolitik. Die EZB läuft zwar in diesem und dem kommenden Jahr noch nicht in Gefahr, ihr Preisstabilitätsziel zu verletzen. Die Sonderfaktoren, welche die Preisdynamik in diesem Jahr treiben, wirken vielfach nur temporär und teilweise auch nur in Deutschland und nicht im Euroraum insgesamt. Angesichts der bestehenden Inflationsrisiken aus dem demografischen Wandel und dem Trend zur Deglobalisierung sollte sie aber mit der Rückführung ihrer Krisenmaßnahmen beginnen, sobald es die Infektions- und Wirtschaftslage erlaubt. ■

## Finanzmärkte: Erwarteter Preisauftrieb wenig dynamisch

Der BVR Indikator für die Inflationssichten im Euroraum deutet auf einen weiterhin nur moderaten Preisauftrieb hin. Seit Jahresbeginn hat der zu erwartende Preisauftrieb allerdings leicht zugenommen. Nach aktuellem Datenstand zog der Indikator von 42 Punkten im Januar auf 44 Punkte im Februar an. Im März verharret der Index auf diesem Niveau. Mit 44 Punkten liegt der Indikator allerdings weiter unter dem Wert von 50 Punkten, welcher auf einen mittelfristigen Preisauftrieb im Euroraum von knapp 2 % hindeutet.

### Konjunkturkomponente zieht spürbar an

Der von der Konjunktur herrührende Preisauftrieb hat in den vergangenen Monaten zwar spürbar angezogen. Die Konjunkturkomponente des BVR Indikators für die Inflationssichten steigt von 36 Punkten im Januar auf auf 40 Punkte im März. Allerdings bleibt diese Komponente deutlich unter dem Schwellenwert von 50 Punkten und dürfte den Preisauftrieb insgesamt damit weiter spürbar dämpfen. Maßgeblich für den Anstieg der Konjunkturkomponente in den vergangenen Monaten waren eine zuletzt wieder steigende Industrieproduktion sowie eine weniger pessimistische Beurteilung der Auftragsbestände. Auch hat sich das Wirtschaftsklima im Euroraum infolge der voranschreitenden Impfkampagne sowie einer inter-

national robusten Konjunktur zuletzt sichtlich aufgehellt.

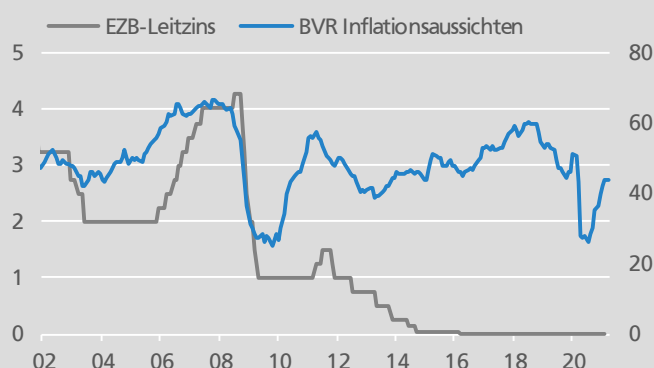
### Lohnstückkosten treiben Produktionskosten

Der auf Preisen und Kosten beruhende Preisauftrieb wurde im Vergleich zum Februar deutlich nach oben revidiert und verharrte im März unverändert bei 49 Punkten. Die Aufwärtsrevision ist maßgeblich von im 4. Quartal des vergangenen Jahres deutlich gestiegenen Lohnstückkosten getrieben. Diese dürften allerdings zuvorderst eine Folge ausgeweiteter Lockdowns und weniger Ausdruck von konjunkturell bedingtem Preisdruck bei Produktionsfaktoren sein. Auch die Energiepreise verteuerten sich zuletzt wieder deutlich und der Euro verlor im Februar leicht an Außenwert.

### Kreditwachstum weniger dynamisch

Die Kreditvergabe im Euroraum hat sich zuletzt leicht abgeschwächt. Das Kreditwachstum an Unternehmen und private Haushalte ging leicht von 4,7 % im Dezember 2020 auf 4,5 % im Januar 2021 zurück. Auch die Kreditkomponente deutet damit auf einen nur unterdurchschnittlichen Preisauftrieb hin. ■

**BVR Inflationssichten**  
in Prozent, Euroraum



	Jan. 21	Feb. 21	Mrz. 21
<b>BVR Inflationssichten</b>	<b>42</b>	<b>44</b>	<b>44</b>
Konjunktur (50 %)	36	39	40
Preise/Kosten (40 %)	48	49	49
Kreditdynamik (10 %)	49	46	44

Die BVR Inflationssichten sind ein Indikator für die mittelfristige Inflationsentwicklung im Euroraum mit Werten zwischen null und 100. Der Indikatorwert von 50 ist mit dem Erreichen des impliziten Inflationsziels der EZB von „unter, aber nahe von 2 %“ verbunden. Geringere (höhere) Werte signalisieren eine geringere (höhere) mittelfristige Inflationstendenz. Die Konjunkturkomponente enthält die Industrieproduktion, den Auftragsbestand im Verarbeitenden Gewerbe, das Wirtschaftsklima und die Kapazitätsauslastung im Euroraum. Die Komponente für Preise/Kosten beinhaltet den HWWI-Energiepreisindex, die Lohnstückkosten und den handelsgewichteten Euro-Wechselkurs. Die Kreditdynamik wird anhand der Jahreswachstumsrate der Kredite an Unternehmen und Privathaushalte gemessen.

Quelle: BVR, Refinitiv Datastream



## Konjunktur: Erholung in Sicht

### BVR Konjunkturbarometer steigt aus der Tiefe

Angesichts der am 3. März von Bund und Ländern beschlossenen stufenweise Lockerung von Infektionsschutzmaßnahmen, sind die Chancen gestiegen, dass die deutsche Wirtschaft mit Beginn des Frühlings wieder Tritt fasst. Auch das BVR Konjunkturbarometer deutet auf eine allmähliche Erholung hin. Es ist nach aktuellem Datenstand von niedrigen 36 Punkten im Januar auf (leicht aufwärtsrevidierte) 55 Punkte im Februar gestiegen und verharnt im März auf diesem erhöhten Niveau. Für das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP), das im 1. Quartal gegenüber dem Vorjahresquartal nochmals sinken dürfte, zeichnet sich für das 2. Quartal ein kräftiges Wachstum ab. Von der Pandemielage gehen aber weiterhin beträchtliche Konjunkturrisiken aus.

### Geschäftsklima hellt sich auf

Grund für die leichte Aufwärtskorrektur des Barometers im Februar, von 45 auf 55 Punkte, ist das Geschäftsklima. So haben die vom ifo Institut befragten Unternehmen ihre Lage und ihre Erwartungen im Februar günstiger bewertet als zuvor. Besonders deutlich legte das Geschäftsklima im Verarbeitenden Gewerbe

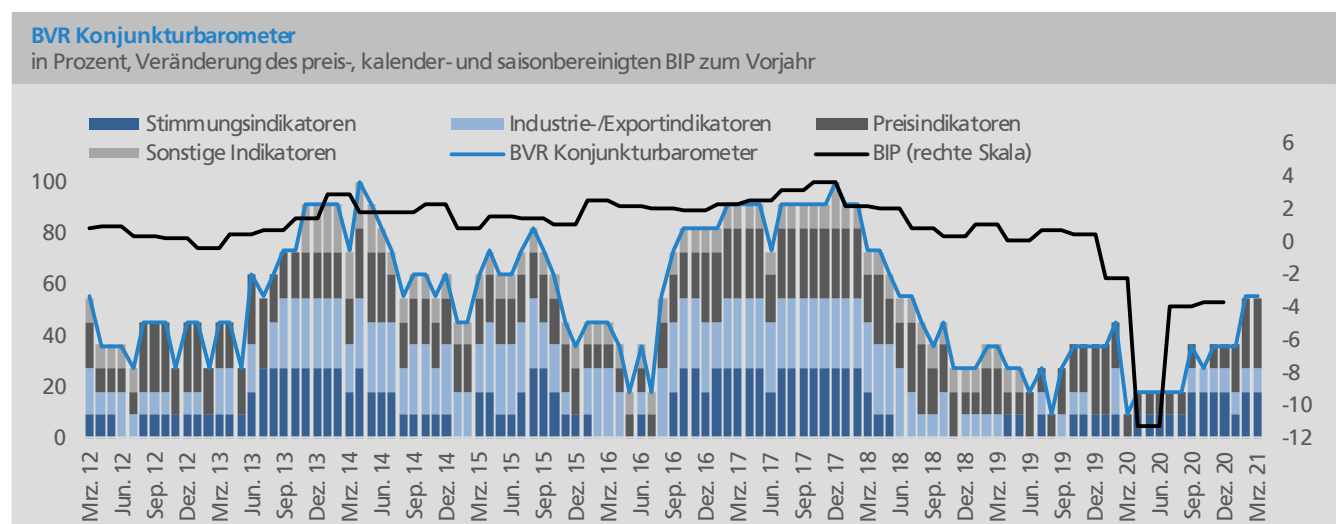
zu, getragen von einer Verbesserung in allen wichtigen Industriezweigen. Im Baugewerbe fiel die Stimmungsverbesserung demgegenüber nur schwach aus, offenbar wegen des außergewöhnlich kalten Winterwetters. Insgesamt befindet sich das Geschäftsklima nun wieder über seinem Vorjahresmonatswert, ebenso wie die ZEW-Konjunkturerwartungen.

### Erneut mehr Industrieaufträge

Neben den Stimmungsindikatoren sprechen auch die jüngsten „harten“ amtlichen Daten für eine weitere Belebung der Industriekonjunktur. Zwar ist die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes im Januar leicht zurückgegangen, im Zuge von Engpässen bei Halbleiterprodukten. Die Auftragseingänge legten jedoch merklich zu, befördert von einer regen Auslandsnachfrage. Sie liegen weiterhin über ihren Vorjahreswerten.

### Zunehmende Preise

Auch von den Preisindikatoren geht nach wie vor eine steigende Wirkung auf das BVR Konjunkturbarometer aus. Sowohl der DAX, als auch der Brent-Ölpreis und die Verbraucherpreise lagen zuletzt erheblich über ihren Vorjahresmonatsständen. ■



Das BVR Konjunkturbarometer ist ein Indikator für die konjunkturelle Entwicklung Deutschlands und kann Werte zwischen null und 100 annehmen. Es verdichtet die Signale von 3 Stimmungskindikatoren (ifo Geschäftsklima, ZEW-Konjunkturerwartungen, Verbrauchervertrauen), 3 Industrie-/Exportindikatoren (Industrieproduktion, Industrie-Auftragseingang, Ausfuhren), 3 Preisindikatoren (Verbraucherpreisindex, Rohölpreis, DAX) und 2 sonstige Indikatoren (Geldmarktzins, Offene Stellen). Als Diffusionsindex misst das BVR Konjunkturbarometer den prozentualen Anteil der Indikatoren an allen 11 einbezogenen Indikatoren, die gegenüber dem Vorjahresmonat gestiegen sind. Liegen für einen Indikator aktuell noch keine Werte vor, wird das Signal des Vormonats verwendet.

Quelle: BVR, Refinitiv Datastream