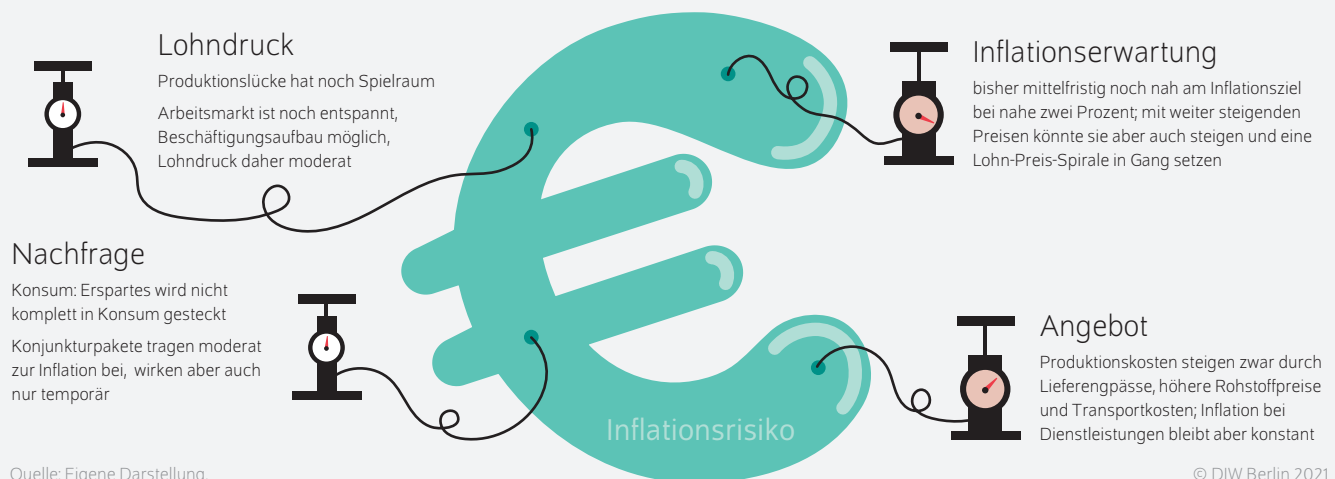


Inflation im Euroraum: Faktoren wirken meist nur temporär, aber Risiko für länger erhöhte Inflation vorhanden

Von Kerstin Bernoth und Gökhan Ider

- Gesamtinflation im Euroraum steigt im September 2021 auf 3,4 Prozent und damit auf den höchsten Stand seit 13 Jahren
- Studie analysiert Faktoren, die kurz- bis mittelfristig Inflation weiter antreiben könnten: Lohndruck, Fiskalpolitik, Konsum, Produktionskosten und Inflationserwartungen
- Demnach dürfte Inflation im Euroraum in den kommenden Monaten zwar anhaltend hoch bleiben, die meisten Faktoren wirken jedoch nur vorübergehend
- Dennoch besteht Risiko, dass die Inflationserwartungen der Märkte steigen und damit selbst die Preisentwicklung treiben
- Mittelfristige Inflationserwartungen sind bisher fest am Inflationsziel der EZB verankert; weitere Entwicklung sollte kritisch beobachtet werden

Von den Inflationserwartungen und der Angebotseite drohen mittelfristig die größten Inflationsrisiken



ZITAT

„Steigen bei anhaltender Teuerung die Inflationserwartungen der Märkte, könnten sie eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen. Die Europäische Zentralbank sollte sich für diesen Fall wappnen und gegebenenfalls ihre Kommunikation, eventuell auch ihre Geldpolitik anpassen.“

— Kerstin Bernoth —

MEDIATHEK



Audio-Interview mit Kerstin Bernoth
www.diw.de/mediathek

Inflation im Euroraum: Faktoren wirken meist nur temporär, aber Risiko für länger erhöhte Inflation vorhanden

Von Kerstin Bernoth und Gökhan Ider

ABSTRACT

Die Gesamtinflation im Euroraum ist im Sommer sprunghaft auf mehr als drei Prozent gestiegen – nach Jahren mit relativ geringen Teuerungsraten von deutlich unter der von der EZB bis Juli 2021 angestrebten Zielmarke von knapp unter zwei Prozent. Ein Hauptgrund für die anziehende Inflation sind zum einen die seit Jahresbeginn steigenden Energiepreise. Aber es gibt noch weitere Anhaltspunkte, die darauf hindeuten, dass die Inflation im Euroraum auch in den kommenden Monaten erhöht bleiben wird. Der vorliegende Bericht analysiert die Faktoren, die einen Einfluss auf die Inflation haben könnten. Die meisten dieser Faktoren – wie die Produktionslücke oder die Konsumneigung – haben jedoch nur eine vorübergehende Wirkung. Andere, wie die Arbeitslosenlücke, wiegen bei genauerer Analyse weniger schwer als erwartet. Ein Hauptrisiko für eine anhaltend hohe Inflation ist eine Veränderung der Inflationserwartungen, die eine Lohn-Preis-Spirale auslösen könnten. Noch sind diese Erwartungen im Einklang mit dem Inflationsziel der EZB. Die europäische Notenbank sollte deren Entwicklung kritisch beobachten und gegebenenfalls entschlossen gegensteuern, um ihre Glaubwürdigkeit zu wahren.

Während die Zentralbanken und wirtschaftspolitische EntscheidungsträgerInnen in den vergangenen zehn Jahren eher besorgt darüber waren, dass die Inflation im Euroraum im Verhältnis zum Inflationsziel der Europäischen Zentralbank (EZB) zu niedrig ist, scheint sich diese Sorge seit dem Sommer umgekehrt zu haben. Seit Jahresbeginn steigt die jährliche Inflation im Euroraum stetig und kletterte zuletzt im September auf 3,4 Prozent, den höchsten Stand seit September 2008. Nicht wenige fordern ein Ende der sehr laxen Geldpolitik. Ob dies tatsächlich ratsam ist, hängt jedoch davon ab, ob der aktuelle Anstieg der Inflation eher vorübergehender Natur ist oder tatsächlich eine nachhaltige Trendwende eingeläutet hat. Darüber hinaus divergiert die Inflationsentwicklung in den einzelnen Volkswirtschaften des Euroraums, was eine optimale einheitliche Geldpolitik erschwert. Die Standardabweichung der Inflationsraten in den einzelnen Mitgliedstaaten ist derzeit zwar deutlich unter ihrem Höchststand, der während der globalen Finanzkrise erreicht wurde, ist aber aktuell auf einem Niveau, das zuletzt im Dezember 2010 beobachtet wurde (Abbildung 1).¹

Ein Großteil des derzeitigen Inflationsanstiegs ist auf einmalige Maßnahmen und Ereignisse zurückzuführen, wie die Rücknahme der Mehrwertsteuersenkungen, beispielsweise in Deutschland, oder die Erholung der Energiepreise nach ihrem Einbruch während der Covid-19-Pandemie (Abbildung 2). Wie sich die Energiepreise weiter entwickeln werden, ist schwer abzusehen. Schaut man sich die entsprechenden an der Börse gehandelten Futures an, die eine erwartete Preisentwicklung widerspiegeln, ist davon auszugehen, dass die Preise für Öl und Gas sich auf mittlere Sicht auf dem

¹ Dieser Wochenbericht basiert auf einer Studie, die die AutorInnen auf Ersuchen des Ausschusses für Economics and Monetary Affairs (ECON) des Europäischen Parlaments im Vorfeld des monetären Dialogs mit der EZB-Präsidentin am 27. September 2021 erstellt haben: Kerstin Bernoth und Gökhan Ider (2021): Inflation on the upswing – Just a hiccup or a trend reversal after all?. Publication for the committee on Economic and Monetary Affairs. Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg (online verfügbar, abgerufen am 28. September 2021). Dies gilt für alle Onlinequellen in diesem Bericht, sofern nicht anders angegeben.

jetzt erreichten hohen Level einpendeln werden.² Sobald diese Effekte abklingen, dürfte der Inflationsdruck im Euro-raum daher wieder nachlassen.

Es gibt jedoch auch weitere entscheidende Faktoren, die kurz- bis mittelfristig einen Aufwärtsdruck auf die Gesamtinflation ausüben könnten und die in diesem Wochenbericht genauer analysiert werden: die Produktionslücke, der Arbeitsmarkt, der Konsum, die Effekte der fiskalpolitischen Pandemie-Maßnahmen, die Erzeugerpreise und die Inflationserwartungen.

Spielraum in der Produktion und am Arbeitsmarkt

Der Inflationsdruck in der kurzen Frist wird maßgeblich von der konjunkturellen Lage einer Volkswirtschaft beeinflusst. Diese wird häufig anhand der Produktionslücke gemessen, das heißt, an der Differenz zwischen der tatsächlichen Produktion und dem Produktionspotenzial. Steigt die tatsächliche Produktion über das Produktionspotenzial (positive Produktionslücke), erhöht sich der Aufwärtsdruck auf die Faktorkosten, wie zum Beispiel die Personalkosten, was letztlich zu einer Inflation der Verbraucherpreise führt.

Alternativ wird die Wirtschaftstätigkeit durch den Spielraum auf dem Arbeitsmarkt beurteilt. Dieser wird anhand der Arbeitslosenlücke geschätzt, die sich aus der Differenz zwischen der tatsächlichen Arbeitslosenrate und der strukturellen Arbeitslosenquote ergibt. Letztere lässt sich mit der nicht beschleunigenden Inflationsrate der Arbeitslosigkeit (Non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU) messen. Eine positive Arbeitslosenlücke, wenn also die tatsächliche Arbeitslosenrate die strukturelle Quote übersteigt, deutet auf eine Flaute auf dem Arbeitsmarkt hin; eine Beschäftigungsausweitung dürfte dann keine großen Preissteigerungen verursachen. In Zeiten mit geringem Spielraum oder sogar negativer Arbeitslosenlücke konkurrieren die Arbeitgeber um die Arbeitskräfte, so dass die Löhne und damit im Nachgang auch die Preise tendenziell steigen.

Produktionslücke bislang negativ

Die mit Ausbruch der Covid-19-Pandemie eingeführten Lockdown-Maßnahmen führten zu einem erheblichen Rückgang der Produktion (Abbildung 3). Infolgedessen weitete sich die Produktionslücke in den negativen Bereich aus und lag im zweiten Quartal 2020 im Euroraum bei beachtlichen rund minus 15 Prozent. Trotz expansiver fiskal- und geldpolitischer Interventionen und einer allmählichen Rücknahme der Eindämmungsmaßnahmen ist die Produktionslücke immer noch nicht geschlossen und lag im ersten Quartal 2021 im Durchschnitt immer noch bei rund minus sechs Prozent, wobei es große Unterschiede zwischen den

Abbildung 1

Inflationsunterschiede im Euroraum

Durchschnittliche Abweichung der einzelnen Euro-Länder vom Euroraum-Durchschnitt in Prozent (ungewichtete Standardabweichung des HICP¹)



1 Harmonised Index of Consumer Prices

Quelle: EZB

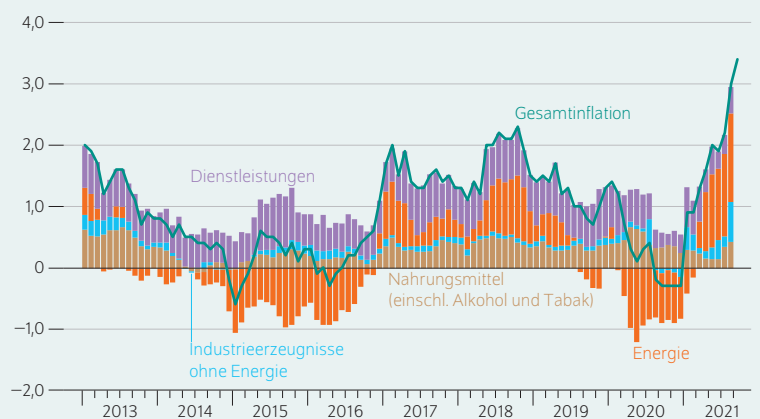
© DIW Berlin 2021

Die Inflation in den einzelnen Euro-Ländern weicht so stark voneinander ab wie zuletzt Ende 2010.

Abbildung 2

Beiträge der wichtigsten Sektoren zur Gesamtinflation im Euroraum

In Prozent



Quelle: Eurostat.

© DIW Berlin 2021

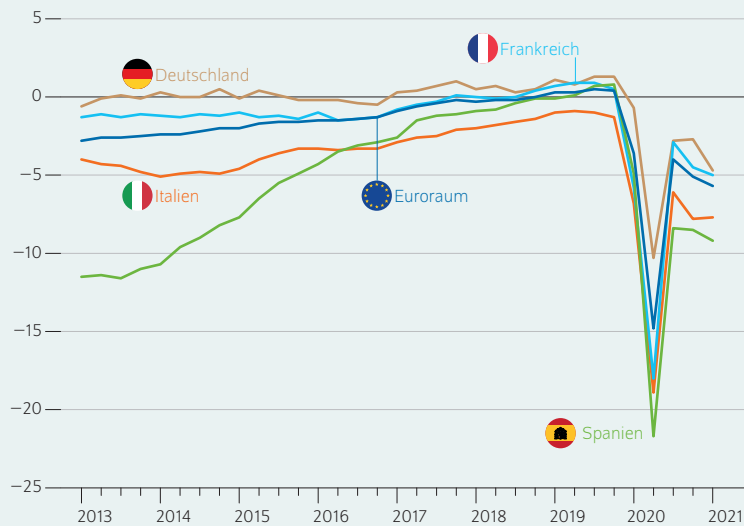
Der Anstieg der Gesamtinflation 2021 ist weitgehend auf den Wiederanstieg der Energiepreise zurückzuführen.

² Marius Clemens, Simon Junker und Laura Pagenhardt (2021): Deutsche Wirtschaft windet sich nur langsam aus der Pandemie. Grundlinien der Wirtschaftsentwicklung im Herbst. DIW Wochenbericht Nr. 37, 620 (online verfügbar).

Abbildung 3

Produktionslücke im Euroraum

In Prozent (vierteljährliche Schätzungen)



Anmerkung: Die Produktionslücke wird berechnet als das tatsächliche BIP minus das potenzielle BIP geteilt durch das potenzielle BIP. Ist die Produktionslücke negativ, ist die Produktion unterausgelastet und kein Inflationsdruck zu erwarten.

Quelle: Bloomberg Economics.

© DIW Berlin 2021

Der Einbruch der Produktion durch die Lockdown-Maßnahmen konnte noch nicht wieder aufgeholt werden.

einzelnen Ländern gibt. Aus dieser Perspektive ist derzeit kein Inflationsdruck zu erwarten.

Aktuelle Prognosen gehen davon aus, dass die Produktionslücken in den wirtschaftlich stärksten Ländern des Euroraums bis Ende 2022 geschlossen sein werden.³ Vorhersagen über die weitere Entwicklung und damit über Inflations- oder Deflationsdruck sind jedoch nur mit großer Unsicherheit möglich. Die Auswirkungen der Covid-19-Krise auf die Produktion hängen schließlich von der Dauer der Pandemie und möglichen weiteren Restriktionen ab. Zudem sind Prognosen stets mit großer Unsicherheit behaftet, da die künftige Wirtschaftspolitik eine wichtige Rolle spielt. Sollte die Wirtschaftskrise länger dauern als erwartet, könnte nicht nur die tatsächliche Produktion, sondern auch das Produktionspotenzial sinken.

Nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der EZB könnte sich der Rückgang des Produktionspotenzials infolge der Pandemie im Jahr 2021 auf rund drei Prozent belaufen, was eine Bewertung des Inflationsdrucks noch schwieriger und unsicherer macht.⁴ Je nachdem, ob das Produktionspotenzial stärker sinkt als die tatsächliche Produktion, könnte dies die Produktionslücke sogar ins Positive verschieben und einen Inflations- statt eines Deflationsdrucks auslösen.

Lohndruck durch angespannten Arbeitsmarkt geringer als erwartet

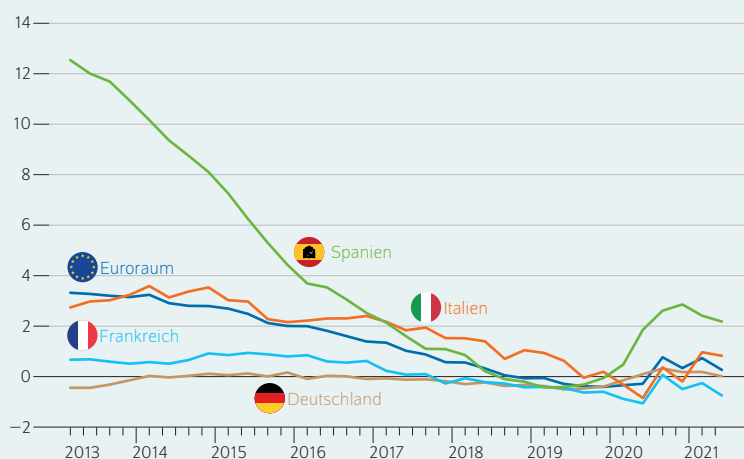
Die Arbeitslosenlücke im Euroraum liegt erfreulicherweise auf einem ähnlich niedrigen Niveau wie vor der Pandemie und ist beinahe geschlossen (Abbildung 4). Zu verdanken ist dies vor allem den von den Euro-Ländern eingeführten Programmen, durch die trotz des Einbruchs der Produktion viele Arbeitsplätze erhalten werden konnten.

Demnach würde man erwarten, dass mit einer weiteren Lockerung von Beschränkungen und einer damit verbundenen steigenden Nachfrage nach Arbeitskräften die Löhne und damit die Preise steigen. Hier ist jedoch anzumerken, dass der Arbeitsmarkt im Euroraum derzeit nicht so angespannt ist, wie die vergleichsweise niedrige Arbeitslosenquote von rund 7,5 Prozent vermuten lässt. Eine beträchtliche Anzahl zuvor erwerbsaktiver Personen hat offensichtlich während der Pandemie die Suche nach einem Arbeitsplatz eingestellt: Die Zahl der Erwerbsspersonen im Euroraum ging vom vierten Quartal 2019 bis zum zweiten Quartal 2020 um fast 5,5 Millionen Menschen und damit um 3,3 Prozent zurück. In den folgenden Quartalen erholte sich die Erwerbssbeteiligung zwar etwas von dem anfänglichen Schock, erreichte

Abbildung 4

Arbeitslosenlücke im Euroraum

In Prozent (vierteljährliche Schätzungen)



Anmerkungen: Die Arbeitslosenlücke wird berechnet aus der Differenz zwischen der tatsächlichen Arbeitslosenrate und der strukturellen Arbeitslosenquote (NAIRU). Liegt die Arbeitslosenlücke im positiven Bereich, stehen genug Arbeitskräfte zur Verfügung. Liegt sie im negativen Bereich, ist der Arbeitsmarkt sehr angespannt.

Quelle: Bloomberg Economics; OECD (Euroraum); eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2021

Solange die Arbeitslosenlücke noch positiv ist, dürfte eine Beschäftigungsausweitung keinen großen Lohndruck verursachen.

³ Europäische Zentralbank (2021): Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area. (Juni); Europäische Kommission (2021): Summer 2021 Economic Forecast: Reopening fuels recovery; Claus Michelsen et al. (2021): Weltwirtschaft: Fortgeschrittene Volkswirtschaften vor kräftigem Aufschwung: Grundlinien der Wirtschaftsentwicklung im Sommer 2021. DIW Wochenbericht Nr. 23/24, 388–398 (online verfügbar).

⁴ Europäische Zentralbank (2020): The impact of COVID-19 on potential output in the euro area. Economic Bulletin 7, 42–61 (online verfügbar).

bislang aber nicht das Vorkrisenniveau. Wäre die Erwerbsbevölkerung aufgrund der Pandemie nicht in diesem Maße geschrumpft, läge die Arbeitslosenquote im Juli 2021 um etwa 1,9 Prozentpunkte höher als die gemeldete Arbeitslosenquote. Daraus ergibt sich eine korrigierte Arbeitslosenziffer von etwa zwei Prozent statt derzeit 0,3 Prozent.

Dennoch ist davon auszugehen, dass die Löhne in der zweiten Jahreshälfte 2021 steigen werden, wenn im Zuge weiterer Lockerungen die Arbeitsnachfrage zunimmt und das Angebot zunächst gedämpft bleibt. Dieser Effekt dürfte sich jedoch wieder abschwächen. Sobald die Maßnahmen zur Erhaltung des Arbeitsplatzes wie das Kurzarbeitergeld in Deutschland und die pandemiebedingten Transfers auslaufen, sollte die Erwerbsbeteiligung wieder steigen. Tendenziell ist vom Arbeitsmarkt zwar ein temporärer Aufwärtsdruck auf das Preisniveau zu erwarten, dieser dürfte aber geringer sein, als von vielen erwartet.

Steigende Gesamtnachfrage dürfte sich spürbar auf die Inflation auswirken

Die Inlandsnachfrage im Euroraum dürfte die Haupttriebfeder für die Erholung nach der Pandemie sein und wird daher kurz- bis mittelfristig auch die Inflation treiben. Diese wird sowohl durch den Nachholkonsum als auch die massiven öffentlichen Konjunkturpakete angekurbelt werden.

Nicht alle überschüssigen Ersparnisse werden nachträglich konsumiert

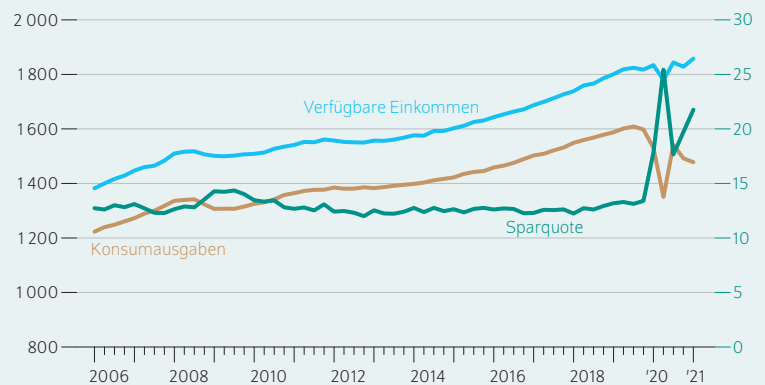
Die Sparquote im Euroraum nahm im ersten Quartal 2020, vor allem mit dem ersten Lockdown Mitte März, stark zu und erreichte im Frühsommer, als die ersten pandemiebedingten Beschränkungen in Kraft traten, ein noch nie dagewesenes Niveau von 25 Prozent. Diesen Anstieg löste in erster Linie der Einbruch des Konsums und nicht Schwankungen des verfügbaren Einkommens aus (Abbildung 5). Obwohl die Sparquote seitdem leicht zurückgegangen ist, liegt sie weiterhin auf einem äußerst hohen Niveau.

Die überschüssigen Ersparnisse, definiert als die Ersparnisse, die über das hinausgehen, was in normalen Zeiten gespart worden wäre, dürften sich bis zum zweiten Quartal 2021 auf fast 650 Milliarden Euro belaufen haben, was fast der derzeitigen Produktionslücke entspricht. Es ist zu erwarten, dass der Konsum steigt, sobald weitere pandemiebedingte Beschränkungen aufgehoben werden. Inwieweit sich der Nachholbedarf auf die Inflation auswirkt, hängt jedoch stark davon ab, wie viel und wie schnell von den überschüssigen Ersparnissen in den kommenden Quartalen ausgegeben wird.

Mehrere Faktoren deuten darauf hin, dass die Haushalte ihre Ersparnisse nicht vollständig für zusätzlichen Konsum ausgeben werden, wenn die pandemiebedingten Beschränkungen weiter aufgehoben werden. Zum einen ist ein nicht unerheblicher Anteil der überschüssigen Ersparnisse in illiquiden Anlagen investiert, zum anderen sind diese zu großen Teilen

Abbildung 5

Entwicklung von verfügbarem Einkommen und Ersparnissen Einkommen und Ausgaben in Milliarden Euro (linke Achse), Sparquote in Prozent (rechte Achse)



Quelle: ECB Statistical Data Warehouse; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2021

Der Anstieg der Sparquote wurde hauptsächlich durch den Einbruch des Konsums und nicht durch Schwankungen des verfügbaren Einkommens verursacht.

auf einkommensstarke Haushalte konzentriert.⁵ Diese konsumieren jedoch einen geringeren Anteil ihrer Einnahmen und damit auch ihrer überschüssigen Ersparnisse als Haushalte mit mittlerem und niedrigem Einkommen. Die Auswirkungen auf die Gesamtinflation dürften daher begrenzt sein.⁶ Ein nicht unerheblicher Teil der überschüssigen Ersparnisse wird dagegen voraussichtlich die Inflation der Vermögenspreise weiter antreiben.

Konjunkturpakete werden zur konjunkturellen Erholung beitragen und für Preisdruck sorgen

Die Länder des Euroraums haben umfangreiche Konjunkturpakete geschnürt, um die nachteiligen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf ihre Volkswirtschaften zu bekämpfen. Die budgetären Maßnahmen in diesen Paketen belaufen sich auf rund 1,3 Billionen Euro (rund elf Prozent des Euroraum-BIP 2020) (Tabelle 1). Des Weiteren wurden umfangreiche Maßnahmen zur Liquiditätsunterstützung ergriffen, um kleine und mittlere Unternehmen am Leben zu erhalten und so die Beschäftigung aufrechtzuerhalten.⁷

Zusätzlich zu den fiskalischen Programmen der einzelnen Länder kündigte die Europäische Union (EU) ihren

⁵ Europäische Zentralbank (2021): COVID-19 and the increase in household savings: an update. Economic Bulletin 5; Europäische Kommission (2021): European Business Cycle Indicators. Special Topic: Will consumers save the EU recovery? Technical Papers 047, April.

⁶ Katharina Drescher, Pirmin Fessler und Peter Lindner (2020): Helicopter money in Europe: New evidence on the marginal propensity to consume across European households. Economic Letters 195 (C); Jonathan D. Fisher et al. (2020): Estimating the marginal propensity to consume using the distributions of income, consumption, and wealth. Journal of Macroeconomics 65.

⁷ Mehr als 90 Prozent dieser Liquiditätsmaßnahmen erfolgten in Form von Kreditbürgschaften, so dass sich der Großteil dieser fiskalischen Unterstützung letztlich nicht in den öffentlichen Haushalten niederschlägt.

Tabelle 1

Umfang der Konjunkturpakete in den Euro-Ländern
In Prozent des BIP 2020

	Haushaltspolitische Maßnahmen				Liquiditätshilfe			
	Mehrausgaben oder Einnahmeverzicht			Vorgezogene Ausgaben/ Aufgeschobene Einnahmen	Insgesamt	"Below the line"- Maßnahmen: Eigenkapitalerhöhungen, Darlehen, Kauf von Vermögenswerten oder Übernahme von Schulden	Eventualverpflichtungen	
	Insgesamt	Gesundheitssektor	Nicht-Gesundheitssektor				Garantien	Quasi-fiskalische Aktivitäten
Deutschland	13,6	1,8	11,8		27,8	3,0	24,8	
Frankreich	9,6	1,4	8,2	3,0	15,2	0,7	14,5	
Italien	10,9	1,2	9,7	0,4	35,3	0,2	35,1	
Spanien	7,6	1,3	6,3		14,4	0,1	13,4	0,9
Niederlande	10,3	2,1	8,2	1,6	8,1		8,1	
Belgien	8,2	2,0	6,2	2,9	11,9	0,4	11,5	
Österreich	11,7	0,7	11,1		2,4		2,4	
Portugal	5,6	0,9	4,7	0,5	5,7		5,7	
Griechenland	21,1	0,6	20,5	1,0	7,0	3,5	3,5	
Finnland	4,3	1,5	2,8	0,9	7,5	0,7	5,1	1,7
Irland	10,3	1,2	9,1	0,7	3,3	1,9	1,4	
Euroraum	10,8	1,5	9,3	1,0	19,6	1,2	18,2	0,1

Anmerkung: Stand Juni 2021. Die in der Tabelle aufgeführten Länder erwirtschaften 97 Prozent des Euroraum-BIP.

Quelle: IMF Database of Fiscal Policy Responses to COVID-19.

© DIW Berlin 2021

Tabelle 2

Kumulierte Auswirkungen der budgetären fiskalischen Maßnahmen der Länder auf die Produktion des Euroraums in den kommenden zwei Jahren

In Milliarden Euro und Prozent (potenzielles BIP)

Schätzung der Programmausgaben	1337,2 Mrd. Euro		
	Niedrig (Multiplikator: 0,5)	Moderat (Multiplikator: 1,5)	Hoch (Multiplikator: 2,5)
Erwartete Auswirkungen auf die Produktion	668,6 Mrd. Euro 5,9 Prozent	2005,8 Mrd. Euro 17,7 Prozent	3343,0 Mrd. Euro 29,6 Prozent

Quelle: IMF Database of Fiscal Policy Responses to COVID-19; Ameco; eigene Berechnungen.

Anmerkungen: Die Schätzung der Programmausgaben umfasst alle haushaltspolitischen Konjunkturmaßnahmen, die von den Ländern des Euroraums bis Juni 2021 angekündigt wurden.

© DIW Berlin 2021

Aufbau- und Resilienzplan (Recovery and Resilience Facility, RRF) als Bestandteil des EU-Aufbauprogramms namens Next Generation EU (NGEU) an, der den Mitgliedstaaten Zuschüsse in Höhe von insgesamt 338 Milliarden Euro und Darlehen in Höhe von 390 Milliarden Euro zu aktuellen Preisen zur Verfügung stellt.⁸ Bisher haben die Mitgliedstaaten des Euroraums rund 400 Milliarden Euro an Zuschüssen und Darlehen aus dieser Fazilität beantragt, wobei die Ausgaben über sechs Jahre verteilt werden sollen. Damit hat

die fiskalpolitische Reaktion des Euroraums auf die Krise ein Ausmaß, das diejenige auf die Finanzkrise 2008/09 weit übertrifft.

Die zu erwartenden Auswirkungen der nationalen haushaltspolitischen Maßnahmen auf die Inflation können anhand zuvor geschätzter Fiskalmultiplikatoren geschätzt werden. Diese Multiplikatoren messen den Effekt der fiskalpolitischen Maßnahmen auf das Wirtschaftswachstum.⁹ Allerdings sind die Multiplikatoren für Staatsausgaben, Steuer-senkungen, Subventionen und Transfers unterschiedlich. Außerdem variieren sie im Zeitverlauf sehr stark und hängen vom konjunkturellen Zustand, der Höhe der Staatsverschuldung und der makroökonomischen Unsicherheit ab, so dass sich keine ganz genaue Aussage machen lässt.¹⁰ Zudem kann sich die Größe des fiskalischen Multiplikators während der Covid-19-Krise von der in früheren Rezessionen und Krisen unterscheiden, und zwar einfach deshalb, weil die Pandemie eine noch nie dagewesene Wirkung auf die Wirtschaft hatte.

Der Impuls der aktuellen fiskalischen Anreize auf das Wirtschaftswachstum wird berechnet, indem der fiskalische Multiplikator mit der Summe der Programmausgaben der Länder des Euroraums bis Juni 2021 multipliziert wird

⁹ Um die Auswirkungen der liquiditätssichernden Maßnahmen auf die Wirtschaft und damit auf die Inflation zu beurteilen, wäre eine kontrafaktische Analyse erforderlich, in der untersucht wird, wie viele Unternehmen ohne diese Maßnahmen aus dem Markt ausgestiegen wären. Dies würde den Rahmen des vorliegenden Berichts sprengen.

¹⁰ Olivier Blanchard, Christopher J. Erceg und Jesper Linde (2015): Jump Starting the Euro Area Recovery: Would a Rise in Core Fiscal Spending Help the Periphery? NBER Macroeconomics Annual 31 (1), 103–182.; Evi Pappa (2020): Fiscal Rules, Policy and Macroeconomic Stabilization in the Euro Area. Europäische Zentralbank Forum academic paper series.

⁸ Zsolt Darvas et al. (2021): European Union countries' recovery and resilience plans. Bruegel Datasets (online verfügbar, abgerufen am 10. August 2021).

(Tabelle 2).¹¹ Es ist davon auszugehen, dass der Effekt der sozialen Distanzierung während der Pandemie den fiskalischen Multiplikator abschwächt und dieser zwischen dem untersten Wert von 0,5 und dem mittleren Wert von 1,5 liegt. Nehmen wir vereinfachend an, dass die nationalen fiskalischen Maßnahmen größtenteils zu Beginn der Pandemie umgesetzt wurden, so würde die Produktion in den nächsten zwei Jahren zwischen rund 670 Milliarden und 2000 Milliarden Euro steigen, was in etwa sechs bis 18 Prozent des potenziellen BIP entspricht. Unter der Annahme, dass die Produktion über die acht Quartale linear steigt, bedeutet dies, dass sich die derzeit negative Produktionslücke um durchschnittlich rund 0,74 beziehungsweise 2,21 Prozentpunkte pro Quartal verkleinert.

Dies hätte Einfluss auf die Inflation. Nach den Phillipskurven-Schätzungen für den Euroraum¹² würde dies zu einem Anstieg der jährlichen Kerninflation um etwa 0,6 beziehungsweise 1,7 Prozentpunkte im Szenario mit niedrigem und mittlerem Multiplikator führen. Dies ist allerdings als Obergrenze zu verstehen, da die fiskalischen Maßnahmen nicht gebündelt zum gleichen Zeitpunkt, sondern verteilt auf mehrere Jahre abgerufen werden. Entsprechend streckt sich dieser Inflationsanstieg auch über längere Zeit. Da diese fiskalpolitischen Maßnahmen jedoch zeitlich begrenzt sind, steigt die Inflation nur vorübergehend.¹³

Hemmnisse in den globalen Produktionsketten treiben Kosten hoch

Die Erzeugerpreise im Euroraum sind seit Anfang 2021 deutlich gestiegen (Abbildung 6). Dies ist auf die anziehenden Energiepreise, aber auch auf Lieferengpässe bei der Versorgung mit Rohstoffen und Vorprodukten sowie auf einen starken Anstieg der Rohstoffpreise und der Transportkosten zurückzuführen. Die Geschwindigkeit und das Ausmaß einer Überwälzung der Produktionskosten auf Verbraucherpreise hängen von mehreren Faktoren ab, wie etwa von der Dauer eines solchen Drucks und von der Bereitschaft der Unternehmen, den Anstieg der Inputkosten durch eine Reduzierung der Gewinnspannen aufzufangen. Die Gewinnspannen haben sich während der Pandemie als relativ widerstandsfähig erwiesen, was vor allem auf die öffentlichen Maßnahmen zur Erhaltung von Arbeitsplätzen zurückzuführen ist.

Obwohl die pandemiebedingten Beschränkungen seit Mai 2021 schrittweise gelockert wurden, scheinen sich die Produktionsengpässe nicht so schnell zu lösen, wie noch vor

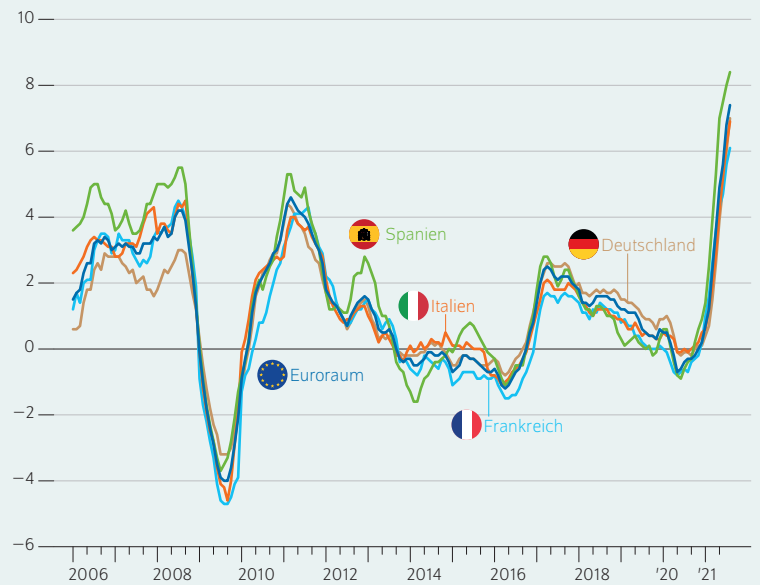
11 Der kumulative Multiplikator ist definiert als die kumulative Veränderung des BIP geteilt durch die kumulative Veränderung des Staatsverbrauchs (in Prozent des BIP). Ein Wert von 1,5 würde beispielsweise bedeuten, dass nach zwei Jahren der Anstieg der Produktion in Euro eineinhalb Mal so hoch ist wie der Anstieg des Staatsverbrauchs.

12 Laurence Ball und Sandeep Mazumder (2020): A Phillips curve for the euro area. ECB Working Paper Nr. 2354 (online verfügbar).

13 Schätzungen zufolge dürfte dagegen die Gesamtauswirkung der durch den Aufbau- und Resilienzplan finanzierten Erhöhung der öffentlichen Investitionen für den Euroraum eher gering sein. Vgl. Sebastian Watzka und Andrew Watt (2020): The macroeconomic effects of the EU recovery and resilience facility: A preliminary assessment. IMK Policy Brief Nr. 98 (online verfügbar).

Abbildung 6

Inflation der Erzeugerpreise (ohne Baugewerbe und Energie)
In Prozent



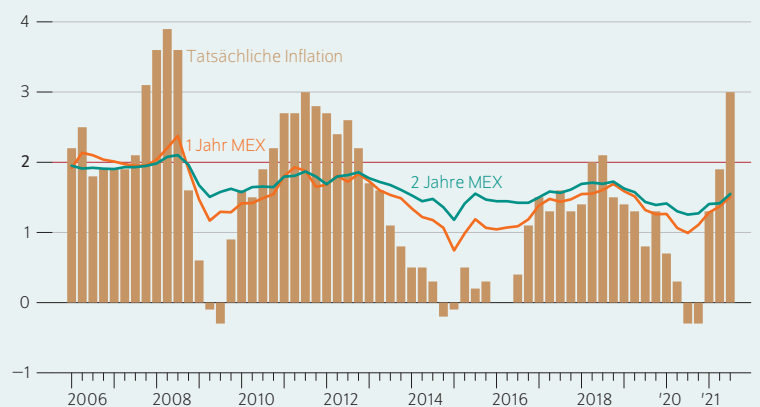
Quelle: Eurostat.

© DIW Berlin 2021

Lieferengpässe sowie ein starker Anstieg der Rohstoffpreise und Transportkosten erhöhten die Kernerzeugerpreise im Euroraum stark.

Abbildung 7

Inflationsprognose und tatsächliche Inflation
In Prozent



Anmerkung: MEX bezeichnet die aus den Wahrscheinlichkeitsverteilungen der einzelnen ExpertInnen berechnete durchschnittliche Inflationsprognose.

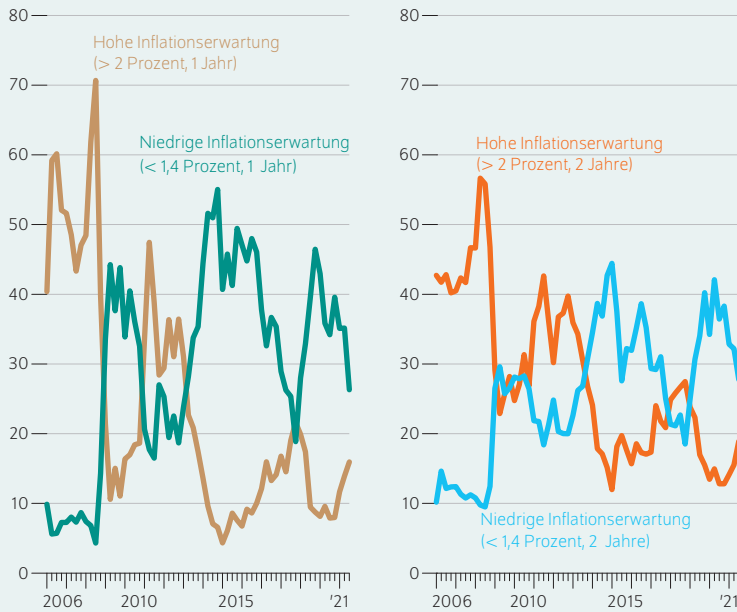
Quelle: Survey of Professional Forecasters (EZB); eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2021

Trotz einer ultralockeren Geldpolitik seit 2015 liegen die Erwartungen für die Inflation in einem oder zwei Jahren unter den angestrebten zwei Prozent Inflation.

Abbildung 8

Wahrscheinlichkeit einer hohen und niedrigen Inflation
In Prozent (Stand 3. Quartal 2021)



Anmerkung: Mit der Änderung des Inflationsziels im Juli 2021 auf ein symmetrisches Ziel von zwei Prozent kann ein Preisanstieg von etwas über zwei Prozent nicht mehr als positive Abweichung vom Inflationsziel interpretiert werden. Der Einfachheit halber wird die Definition von „hoher Inflation“ jedoch für die letzte beobachtete Erhebung im 3. Quartal 2021 nicht angepasst.

Quelle: Survey of Professional Forecasters (EZB); eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2021

Die befragten ExpertInnen rechnen nur mit einer 20-prozentigen Wahrscheinlichkeit damit, dass die Inflation in ein oder zwei Jahren zu hoch liegen wird.

ein paar Wochen gehofft. Die Daten des Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe von IHS Markit vom Juli 2021 zeigen, dass die Hersteller im Euroraum und ihre Zulieferer nach wie vor Schwierigkeiten haben, ihre Produktionskapazitäten schnell genug zu erhöhen, um die Nachfrage zu befriedigen. Die Auftragseingänge übersteigen die Produktion im verarbeitenden Gewerbe in einem in der Geschichte der Umfrage noch nie dagewesenen Ausmaß. Die Befragten geben Lieferverzögerungen und Materialengpässe als Hauptgründe dafür an, dass die Hersteller im Euroraum ihre Produktionskapazitäten nicht weiter erhöhen können.¹⁴

Sowohl der Lieferzeitenindex der Zulieferer als auch der PMI-Inputpreisindex für den Euroraum befinden sich auf einem Rekordhoch, wenngleich sich ihre Steigerungsraten im Juli 2021 zuletzt verlangsamten. Während dies auf eine positive Entwicklung der Produktionskapazitäten im Euroraum hindeuten könnte, verschärfte das Auftreten der Delta-Variante die Eindämmungsmaßnahmen in vielen Ländern und führte im Juli 2021 zu erheblichen Rückgängen im

verarbeitenden Gewerbe, insbesondere in der asiatisch-pazifischen Region. Dieser Produktionsausfall in wichtigen asiatischen Ländern dürfte die Hersteller im Euroraum erneut treffen und zu höheren Inputpreisen führen.¹⁵

Es gibt also immer noch sehr viele Unsicherheiten, wie sich die Hemmnisse in den globalen Produktionsketten auf die Inflation im Euroraum auswirken werden. Der EZB zufolge dürften die Auswirkungen begrenzt sein, da die Inflation im Dienstleistungssektor die vorherrschende zugrunde liegende Dynamik für die Kerninflation bleibt (mit einem Gewicht von etwa zwei Dritteln im Kern-HICP).¹⁶ Im Dienstleistungssektor liegt die Inflation bei unter einem Prozent und bewegt sich seit Jahren kaum, selbst jetzt mit Abklingen der Pandemie nicht (Abbildung 2). Dennoch sollten die globalen Entwicklungen auf der Angebotsseite genau beobachtet werden.

Inflationserwartungen noch immer fest verankert

Insbesondere in Zeiten steigender Inflation, wie es derzeit der Fall ist, müssen die Inflationserwartungen sorgfältig überwacht werden. Die Entwicklung der Inflationserwartungen und ihre Verankerung sind von großer Bedeutung für die weitere Entwicklung der tatsächlichen Inflation, da die erwartete Inflationsrate in die Lohn- und Preisentscheidungen der Unternehmen sowie in die Konsum- und Investitionsentscheidungen der Haushalte einfließt.

Vorübergehende Abweichungen von der tatsächlichen Inflationsrate sind akzeptabel, solange die durchschnittliche erwartete Inflationsrate mit dem Ziel der Preisstabilität vereinbar ist. Im Euroraum wurde das Inflationsziel bis Juli 2021 als mittelfristig knapp unter zwei Prozent definiert. Seitdem strebt die EZB ein symmetrisches mittelfristiges Inflationsziel von zwei Prozent an, was bedeutet, dass negative und positive Abweichungen der Inflation von diesem Ziel nun gleichermaßen unerwünscht sind.

Die Entwicklung der Inflationserwartungen wird im Survey of Professional Forecasters (SPF) detailliert erfasst. Seit 1999 befragt die EZB vierteljährlich rund 60 ExpertInnen, die bei Finanz- oder anderen Institutionen, wie zum Beispiel Wirtschaftsforschungsinstituten, beschäftigt sind, nach ihrer Einschätzung der Inflationsentwicklung in den nächsten ein bis fünf Jahren. Die TeilnehmerInnen werden jeweils nach ihrer Punktprognose, also ihrer Inflationserwartung in Form einer einzigen Zahl, sowie nach den Wahrscheinlichkeiten gefragt, mit denen die Inflation innerhalb bestimmter vordefinierter Intervalle liegt. Aus den daraus berechneten individuellen Dichteprognosen der UmfrageteilnehmerInnen lassen sich drei verschiedene Maße für die Prognoseunsicherheit bestimmen (Kasten). Analysiert werden in erster Linie die Inflationserwartungen mit einem Prognosehorizont von

¹⁵ IHS Markit (2021): Global manufacturing supply constraints continue to develop at record rate (online verfügbar).

¹⁶ Europäische Zentralbank (2021): Recent developments in pipeline pressures for non-energy industrial goods inflation in the euro area. Economic Bulletin 5, 63–67.

Kasten

Indikatoren für Inflationsunsicherheit

Auf der Grundlage der Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters (SPF), einer von der Europäischen Zentralbank seit 1999 vierteljährlich durchgeführten Umfrage unter rund 60 TeilnehmerInnen, können statistische Unsicherheitsfaktoren berechnet werden. Dabei steht n für die Anzahl der befragten ExpertInnen. ExpertIn i gibt eine Wahrscheinlichkeit p_{kit} an, mit der er oder sie erwartet, dass die Inflation zum Zeitpunkt t im Intervall k liegt.

Statische Unsicherheit:

Die statische Unsicherheit θ_t ist gleich der Quadratwurzel aus der durchschnittlichen Varianz σ_i^2 der einzelnen Wahrscheinlichkeitsverteilungen zu einem bestimmten Zeitpunkt:

$$\theta_t = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \sigma_{it}^2}, \quad t = 1, \dots, T.$$

Wenn die individuelle Wahrscheinlichkeitsverteilung im Durchschnitt breit gestreut ist, ist die allgemeine Unsicherheit bezüglich des erwarteten Inflationsniveaus hoch.

Dynamische Unsicherheit:

Die dynamische Unsicherheit ϑ_t misst die durchschnittliche Standardabweichung der Punktschätzungen der Experten $\hat{\pi}_{it}$ über ein Zeitfenster von zwei Jahren:

$$\vartheta_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left(\frac{1}{8} \sum_{\tau=t-4}^t (\hat{\pi}_{i+\tau} - \bar{\pi}_t)^2 \right), \quad t=1, \dots, T$$

wobei $\bar{\pi}_t$ die durchschnittliche Punktschätzung eines Experten i bezeichnet. Dieser Indikator zeigt an, wie stark die Punktschätzungen der ExpertInnen über einen Zweijahreshorizont schwanken. Wenn der Indikator niedrig ist, sind die Inflationserwartungen relativ stabil.

Uneinigkeit:

Die Uneinigkeit ρ_t misst die durchschnittliche Standardabweichung der Punktschätzungen $\hat{\pi}_t$ zu einem bestimmten Zeitpunkt:

$$\rho_t = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (\hat{\pi}_{it} - \bar{\pi}_{t,t})^2}, \quad t = 1, \dots, T$$

wobei $\bar{\pi}_{t,t}$ der Mittelwert der aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilung ist und somit die durchschnittliche Inflationsprognose aller ExpertInnen angibt. Je weiter die Inflationsprognosen auseinander liegen, desto größer ist die Abweichung und desto größer ist der Indikator.

einem und zwei Jahren, was der Definition der kurzen und mittleren Frist entspricht.

Die aus den Wahrscheinlichkeitsverteilungen der einzelnen ExpertInnen berechnete Inflationserwartungen (MEX) für ein Jahr im Voraus weisen eine etwas höhere Volatilität auf als die Inflationssschätzungen in zwei Jahren (Abbildung 7). Seit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise im vierten Quartal 2008 lagen die Umfrageerwartungen für die Inflation beider betrachteter Zeithorizonte trotz einer ultralockeren Geldpolitik mit wenigen Ausnahmen durchweg unter dem Zielbereich der EZB.

Seit Ende 2013 haben die ExpertInnen mit wenigen Ausnahmen gemittelt eine höhere Wahrscheinlichkeit angegeben, dass die Inflation eher unter als über dem Inflationsziel liegen wird (Abbildung 8). Dies hat sich trotz steigender Gesamtinflation seit Anfang dieses Jahres noch nicht geändert.

Betrachtet man die Entwicklung der drei Messgrößen für die Inflationsunsicherheit im Zeitverlauf, so fällt auf, dass die Unsicherheit in allen drei betrachteten Dimensionen bei einem Prognosehorizont von einem Jahr volatiler ist als bei einem zweijährigen Prognosehorizont. Daraus lässt sich folgern, dass die Inflationserwartungen mittelfristig stärker verankert sind als kurzfristig, was ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit der EZB zum Ausdruck bringt.

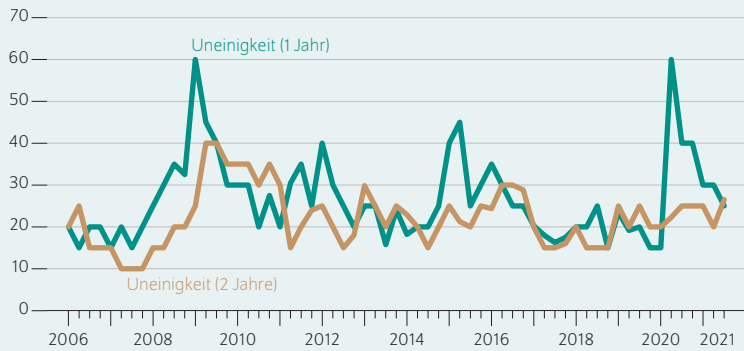
Ähnlich wie während der globalen Finanzkrise 2008/09 gingen die Einschätzungen der Befragten über die Entwicklung der Inflation in einem Jahr in der ersten Welle der Pandemie weit auseinander (Abbildung 9). Ein hohes Maß an Uneinigkeit deutet darauf hin, dass auch die Entscheidungen der einzelnen Wirtschaftsakteure über Preise, Löhne und Konsum erheblich voneinander abweichen können. Diese unterschiedlichen Inflationsprognosen können auch regionale Unterschiede widerspiegeln, die es der EZB erschweren, eine einheitliche optimale Geldpolitik für den gesamten Euroraum festzulegen. Im Gegensatz dazu hat sich die Streuung der zweijährigen Inflationsprognosen der ExpertInnen während der Covid-19-Krise nicht wesentlich erhöht. Offensichtlich haben diese erwartet, dass die Pandemie die Wirtschaft hauptsächlich kurzfristig beeinflussen würde.

Die Pandemie scheint dagegen keinen nennenswerten Einfluss auf diese Unsicherheit der einzelnen Inflationsprognosen (die sogenannte statische Unsicherheit) gehabt zu haben. Im Gegensatz dazu ist der Umfang der Revisionen der Inflationserwartungen einzelner ExpertInnen über ein Zeitfenster von zwei Jahren (die so genannte dynamische Unsicherheit) seit ihrem Höchststand während der globalen Finanzkrise tendenziell zurückgegangen. Dies bedeutet, dass die befragten ExpertInnen ihre Inflationserwartungen im Zeitverlauf immer seltener revidieren. Diese Entwicklung spiegelt den Erfolg einer auf Forward Guidance ausgerichteten Kommunikationsstrategie

Abbildung 9

Uneinigkeit bei den Inflationserwartungen

Standardabweichung der Inflationsschätzungen



Anmerkung: Die Uneinigkeit umfasst die Standardabweichung bei der durchschnittlichen Inflationsprognose aller befragten ExpertInnen.

Quelle: Survey of Professional Forecasters (EZB), eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2021

Für das kommende Jahr sind sich die ExpertInnen uneiniger als für das Jahr 2023.

wider, wie sie die EZB seit Juli 2013 verfolgt. Und auch dieses Unsicherheitsmaß hat sich während der aktuellen Pandemie nicht merklich erhöht.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass der derzeit zu beobachtende Anstieg der Inflation im Euroraum noch keine Auswirkungen auf die mittelfristigen Inflationserwartungen hat und von diesem Aspekt bisher kein nennenswerter Inflationsdruck ausgeht. Lediglich im Hinblick auf die kurzfristige Inflationsentwicklung hat die Uneinigkeit der Experteneinschätzungen zugenommen, was eher auf die hohe Unsicherheit über den Verlauf der Pandemie als auf die Glaubwürdigkeit der EZB zurückzuführen sein dürfte.

Kerstin Bernoth ist stellvertretende Leiterin der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | kbernoth@diw.de

Fazit: Inflationserwartungen im Auge behalten

Es gibt mehrere Faktoren, die dafür sorgen, dass die Gesamtinflation im Euroraum auch in den kommenden Monaten erhöht bleiben wird, zumal diese alle gleichzeitig wirken: Neben den steigenden Energiepreisen, die sich aber auf dem nun erreichten höheren Niveau einpendeln dürften, sind dies auch der Lohndruck, die Effekte der fiskalpolitischen Maßnahmen, der Konsum und die Produktionskosten. Diese Faktoren werden sich höchstwahrscheinlich nur vorübergehend auf die Inflation auswirken oder, wie der Lohndruck, nicht so stark ins Gewicht fallen wie befürchtet.

Dennoch besteht das Risiko, dass sich auch die Inflationserwartungen der Märkte verändern, je länger die Inflation auf einem erhöhten Niveau bleibt, und diese dadurch selbst zu einem Treiber der Inflation werden, indem sie eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen. In diesem Fall könnte sich der vorübergehende Preisdruck verfestigen.

Eine Analyse der EZB-Surveydaten zeigt jedoch, dass der derzeit zu beobachtende Inflationsanstieg noch keine Auswirkungen auf die mittelfristigen Inflationserwartungen hat. Die EZB genießt also ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit, dass sie die Inflation im Zaum halten kann. Dennoch muss die EZB die Entwicklung der Inflationserwartungen nun weiter kritisch beobachten und gegebenenfalls ihre lockere Geldpolitik straffen, indem sie die Wertpapierkäufe reduziert oder sogar die Zinsen erhöht. Bis dahin sollten jedoch nicht nur die Zentralbanken, sondern auch Politik und Wissenschaft die Öffentlichkeit über die Ursachen der derzeitigen Inflation faktenbasiert informieren, um die Inflationserwartungen solange wie möglich auf einem angemessenen Niveau zu halten.

Gökhan Ider ist Doktorand in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | gider@diw.de

JEL: E31, E52, E58

Keywords: Inflation, inflation expectations, monetary policy

This report is also available in an English version as DIW Weekly Report 41+42/2021:

www.diw.de/diw_weekly



IMPRESSUM



DIW Berlin — Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e.V.

Mohrenstraße 58, 10117 Berlin

www.diw.de

Telefon: +49 30 897 89-0 Fax: -200

88. Jahrgang 20. Oktober 2021

Herausgeberinnen und Herausgeber

Prof. Dr. Tomaso Duso; Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.; Prof. Dr. Peter Haan;
Prof. Dr. Claudia Kemfert; Prof. Dr. Alexander S. Kritikos; Prof. Dr. Alexander
Kriwoluzky; Prof. Dr. Stefan Liebig; Prof. Dr. Lukas Menkhoff; Prof. Karsten
Neuhoff, Ph.D.; Prof. Dr. Carsten Schröder; Prof. Dr. Katharina Wrohlich

Chefredaktion

Sabine Fiedler; Dr. Anna Hammerschmid (Stellv.)

Lektorat

Jana Hamdan

Redaktion

Prof. Dr. Pio Baake; Marten Brehmer; Rebecca Buhner; Claudia Cohnen-Beck;
Dr. Hella Engerer; Petra Jasper; Sebastian Kollmann; Sandra Tubik;
Kristina van Deuverden

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice, Postfach 74, 77649 Offenburg

leserservice@diw.de

Telefon: +49 1806 14 00 50 25 (20 Cent pro Anruf)

Gestaltung

Roman Wilhelm, Stefanie Reeg, DIW Berlin

Umschlagmotiv

© imageBROKER / Steffen Diemer

Satz

Satz-Rechen-Zentrum Hartmann + Heenemann GmbH & Co. KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

ISSN 0012-1304; ISSN 1860-8787 (online)

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit
Quellenangabe und unter Zusendung eines Belegexemplars an den
Kundenservice des DIW Berlin zulässig (kundenservice@diw.de).

Abonnieren Sie auch unseren DIW- und/oder Wochenbericht-Newsletter
unter www.diw.de/newsletter