

Sonderbericht

Langfristiger Inflationsausblick für Deutschland: Mit „6 Ds“ zu höheren Inflationsraten?



Das Wichtigste in Kürze: Die deutsche Inflationsrate hat sich von ihrem Höchststand im Jahr 2022 bei 11,6% (bei Betrachtung des EU-harmonisierten Verbraucherpreisindex) in den letzten Monaten deutlich zurückbewegt. Mit 2,6% lag die Inflationsrate aber auch im Juli 2024 noch spürbar über dem Inflationsziel der EZB.

10. September 2024

In diesem Sonderbericht gehen wir der Frage nach, ob es strukturelle Faktoren gibt, die verhindern, dass die Inflation auf absehbare Zeit wieder nachhaltig auf das EZB-Zielniveau sinken wird. Dabei konzentrieren wir uns auf den Einfluss von

- Demografie
- Digitalisierung/Produktivität
- Deglobalisierung
- Dekarbonisierung
- Dovishness der EZB
- Definition (bzw. Berechnung) der Inflationsrate.

Angesichts dieser strukturelle Faktoren, die als die „6 Ds“ zusammengefasst werden können, ist es unwahrscheinlich, dass die Inflation mittel- bis langfristig wieder auf das sehr tiefe Vor-Corona-Niveau zurückkehren wird, als zeitweise sogar deflationäre Entwicklungen befürchtet wurden. Selbst ein nachhaltiges Absinken auf das Inflationsziel der EZB in Höhe von 2% erscheint angesichts dieser strukturellen Einflussfaktoren nicht selbstverständlich.

- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

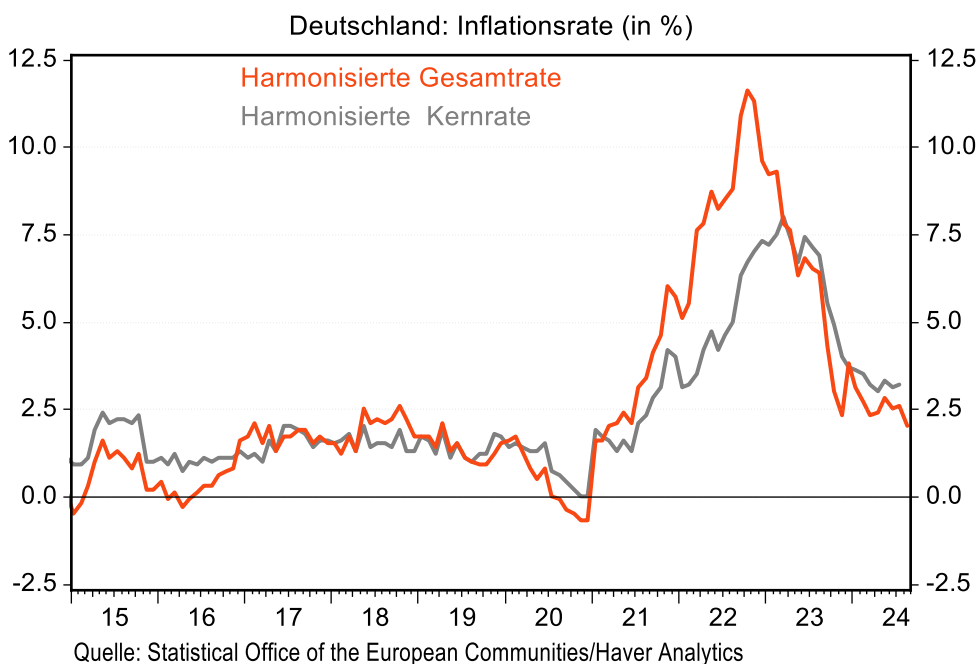
1. Inflationsentwicklung: Historische Betrachtung

Über viele Jahrzehnte bereitete die Inflation den wenigsten Menschen Kopfzerbrechen. Eine günstige demographische Entwicklung in Deutschland und auch weltweit in Verbindung mit der zunehmenden Globalisierung sorgte für ein nahezu unbegrenztes Angebot an Gütern und Dienstleistungen und verhinderte, dass weder zyklische Nachfrageschübe, noch die massive Ausweitung der Geldmenge durch die Europäische Zentralbank (EZB) die Inflation nennenswert beschleunigten. Stattdessen belief sich die deutsche Inflation im Zeitraum zwischen 1994 und 2019 auf eine im historischen Durchschnitt niedrige Rate von rund 1,5%.

Die Phase niedriger Inflation zwischen 1994 und 2019 ...

Die Corona-Pandemie beendete diese Phase relativ stabiler Preise. Mit der Wiederöffnung der Wirtschaft trafen eine hohe Ausgabenbereitschaft der Haushalte, die nach den Lockdowns über eine hohe aufgestaute Nachfrage und gleichzeitig die nötige Kaufkraft in Form hoher, erzwungener Ersparnisse verfügten, auf gestörte Lieferketten. Das daraus resultierende Ungleichgewicht von hoher Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen auf der einen Seite, bei gleichzeitig verknapptem Angebot auf der anderen Seite wurde durch die Geldschwemme der EZB, sowie fiskalische Maßnahmen zur Konjunkturstützung verschärft, und sorgten für einen sehr raschen Anstieg der Inflation.

...wurde durch die Pandemie unterbrochen.



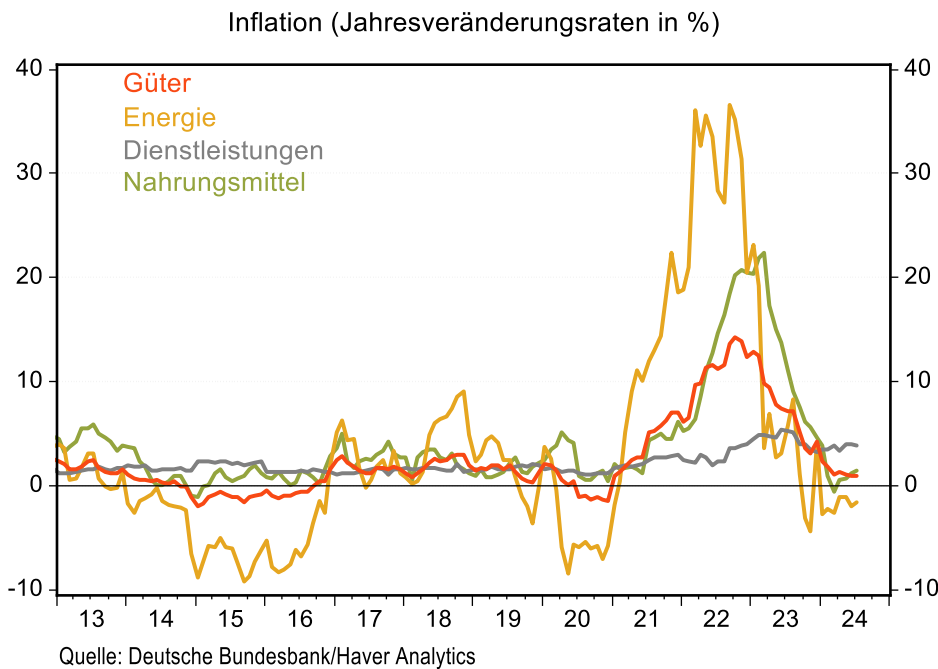
Mit dem russischen Einmarsch in die Ukraine und die in der Folge gegenüber Russland verhängten Sanktionen verschlimmerte sich das Inflationsproblem, insbesondere bei den Energie- und Lebensmittelpreisen, sodass die Jahresveränderungsrate des Verbraucherpreisindex im Oktober 2022 einen Rekordwert von 11,6% erreichte. Selbst im Jahresdurchschnitt 2022 belief sich die Inflation in Deutschland auf völlig ungewohnte 8,4% und damit auf dem höchsten Stand seit der Wiedervereinigung. Energie verteuerte sich sogar um durchschnittlich 30%, die Lebensmittelpreise stiegen um 13%. Nachdem sich die Preissteigerungen

Ukraine-Krieg verschärfte Inflationsproblem.

anfänglich auf Güter konzentriert hatten, erfasste der Inflationsschub nach und nach auch den Dienstleistungsbereich, begünstigt durch einen robusten Arbeitsmarkt, der es Arbeitnehmern ermöglichte, Lohnerhöhungen durchzusetzen.

In den vergangenen Monaten hat der Einfluss wichtiger Treiber für die hohen Inflationswerte nachgelassen. So hat sich die Energie- und Lebensmittelteuerung recht rasch von ihren Höchstständen zurückgebildet, und auch für Güter insgesamt erfolgte dank der Auflösung der Lieferkettenverzerrungen eine Inflationsentspannung. Außerdem hat die EZB damit begonnen, ihre Bilanz zu verkürzen, sodass sich der Geldmengenüberhang reduziert hat. Andere Treiber der Inflationsentwicklung wirken dagegen immer noch. Der Arbeitsmarkt präsentiert sich weiterhin in einer ausgesprochen robusten Verfassung und führt zu hohen Lohnforderung der Gewerkschaften. Sollte sich die wirtschaftliche Schwäche in Deutschland fortsetzen oder verschärfen, dürfte dies das Lohnwachstum zwar möglicherweise vorübergehend dämpfen, mittel- bis langfristig spricht die demografische Entwicklung in Deutschland aber für einen anhaltenden Mangel an Arbeitskräften und ein daraus resultierend erhöhtes Lohnwachstum.

Von ihrem Höhepunkt im Jahr 2022 hat sich die Inflation wieder deutlich zurückbewegt.



Die demografische Entwicklung in Deutschland ist nicht der einzige strukturelle Treiber der Inflation in der mittleren und langen Frist. Daneben dürften auch die Deglobalisierung, die Dekarbonisierung, die Dovishness der EZB und die Definition der Inflationsrate in der Tendenz inflationserhöhend wirken. Auch wenn andere Faktoren wie die Digitalisierung inflationsdämpfend wirken könnten, ist es mittel- bis langfristig unwahrscheinlich, dass die Inflation auf das sehr niedrige Vor-Corona-Niveau zurückkehren wird. Eine genauere Betrachtung der Einflüsse durch die strukturellen Faktoren in den nächsten Kapiteln zeigt, dass auch das mittel- bis langfristige Erreichen des EZB-Zielwertes nicht selbstverständlich sein wird.

Strukturelle Faktoren dürften dazu führen, dass die Inflation nicht auf ihr Vor-Corona-Niveau zurückkehren wird.

Die Corona-Pandemie und der Ukraine-Krieg haben die Phase relativ niedriger Inflationsraten seit Ende der neunziger Jahre abrupt beendet. Von den Höchstständen im Jahr 2022 hat sich die Inflation inzwischen zwar

wieder deutlich zurückbewegt, ein nachhaltiges Absinken der Inflation auf das von der EZB angestrebte Ziel von 2% oder sogar auf das vor der Pandemie bestehende Niveau dürfte in der mittleren und langen Frist aber durch den Einfluss einer Reihe von strukturellen Einflussfaktoren (insbesondere Demografie, Dekarbonisierung, Deglobalisierung, Dovishness der EZB, Definition der Inflationsrate) verhindert werden.

2. Einflussfaktor Demografie

Einer der wichtigsten Inflationstreiber in der mittleren und langen Frist dürfte die demografische Entwicklung werden. Eine alternde Bevölkerung senkt – bei unveränderter Produktivität (das Thema Produktivität wird im nächsten Kapitel behandelt) – nicht nur die Produktionskapazitäten und damit das gesamtwirtschaftlichen Angebot an Gütern und Dienstleistungen, sondern stärkt darüber hinaus durch eine verringerte Zahl an Arbeitskräften die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer und führt damit tendenziell zu höheren Lohnzuwächsen. Die Wirkung höherer Löhne auf die Verbraucherpreise könnte zwar durch die Unternehmen kompensiert werden, indem sinkende Gewinnmargen in Kauf genommen werden. Hierzu sind Firmen jedoch üblicherweise nicht dauerhaft bereit. Daher lässt sich in der Realität meistens beobachten, dass Firmen ihre Verkaufspreise zumindest auf mittelfristige Sicht im Einklang mit den gestiegenen Löhnen erhöhen.

Während der negative Einfluss einer alternden Bevölkerung auf das Produktionspotenzial recht unstrittig ist, gehen Studien davon aus, dass die Wirkung auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage weitestgehend neutral ausfällt. Die Nachfrage der arbeitenden Bevölkerung sollte angesichts niedriger Arbeitslosigkeit und steigender Löhne zwar etwas zunehmen, dies dürfte aber durch eine sinkende Nachfrage durch Rentner kompensiert werden. Lediglich einige wenige sehr vermögende Rentner dürften in den Zeit nach ihrem Renteneintritt mehr konsumieren, da sie nun Zeit haben, ihr Geld auszugeben. Aber je inaktiver und weniger vermögend ein Renter ist, desto niedriger wird die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen ausfallen. Insbesondere spielt beim Ausgabeverhalten im Ruhestand auch das Vorsichtsmotiv eine wichtige Rolle. Da man nicht weiß, wie lange man durch sein Ersparnis seinen Lebensstandard noch finanzieren muss (falls durch das Ruhestandseinkommen die Ausgaben nicht vollständig gedeckt sind), dürfte man eher zu einem zurückhaltenderen Ausgabeverhalten neigen. Besteht erst gar nicht die Möglichkeit auf Kapitalrücklagen zurückzugreifen, erzwingt das niedrigere Alterseinkommen gegebenenfalls sogar einen Konsumverzicht.

Über viele Jahrzehnte war eine alternde Bevölkerung kein Thema. In Deutschland (und anderen Industrienationen) haben die Babyboomer und die zunehmende Beschäftigung von Frauen dazu geführt, dass die Erwerbstätigkeit spürbar zugenommen hat. Während 1970 etwa 26,8 Mio. Personen in Deutschland im erwerbsfähigen Alter zwischen 14 und 65 Jahren waren, lag deren Zahl 2021 bei knapp 46 Mio., wobei durch die Wiedervereinigung über neun Millionen Arbeitskräfte dazu kamen. Weltweit hat die Zahl der verfügbaren Arbeitskräfte ebenfalls stark zugenommen, begünstigt durch den Zusammenbruch der Sowjetunion und die Öffnung Chinas. China beispielsweise konnte für seine wirtschaftliche Entwicklung auf seine Landbevölkerung bauen und integrierte

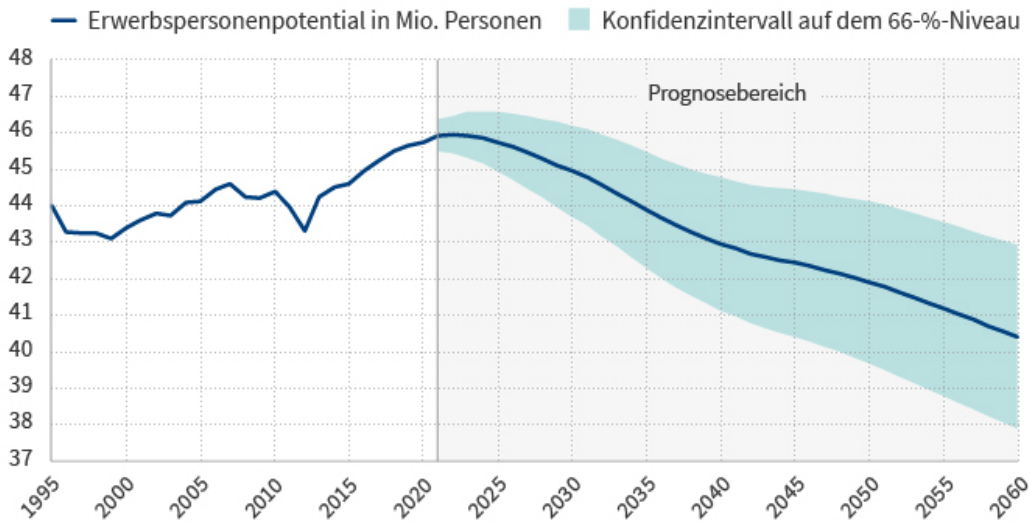
Alternde Bevölkerung führt zu höheren Löhnen, sowie einem Rückgang des gesamtwirtschaftlichen Angebots...

... bei vermutlich neutralen Nachfrageeffekten.

Demografie hat über viele Jahrzehnte die Preise gedrückt.

diese in seinen formellen Arbeitsmarkt. Über viele Jahre ließ sich so der steigenden Bedarf an Arbeitskräften decken und ermöglichte – über die internationalen Handelsbeziehungen – auch in anderen Ländern niedrigere Güterpreise.

Erwerbspersonenpotenzial: Entwicklung bis 2021 und Prognose bis 2060



Quelle: IAB

Die günstige demografische Entwicklung wird sich voraussichtlich jedoch nicht fortsetzen. Für Deutschland ist damit zu rechnen, dass die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter bereits in wenigen Jahren beginnen wird, zu schrumpfen. Die einheimische Bevölkerung nimmt bereits seit einigen Jahre ab, der Rückgang konnte jedoch bislang durch die Zuwanderung ausgeglichen werden. Den Renteneintritt der zahlreichen Babyboomer in den kommenden Jahren kann die Zuwanderung aber vermutlich nicht mehr auffangen. So ist die gesellschaftliche Aufnahmebereitschaft nach den Flüchtlingsströmen der vergangenen Jahre stark eingeschränkt und andere Länder kämpfen ebenfalls um qualifizierte Zuwanderer. Das Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung schätzt daher, dass die Zahl der Erwerbspersonen bis 2050 auf knapp 42 Mio. sinken wird. Verschäfft wird der Arbeitskräfteschwund durch eine mangelhafte Integration der Zuwanderer in den Arbeitsmarkt. Denn selbst wenn die Zuwanderung hoch bleibt, trägt sie nicht zu einer Erhöhung der Produktionskapazitäten bei, solange Migranten keiner Arbeit nachgehen.

Die günstige demografische Entwicklung wird sich aber nicht fortsetzen.

Das Angebot an Waren und Dienstleistungen wird durch demografische Effekte also wahrscheinlich schrumpfen, während sich die Nachfrage nicht wesentlich ändern sollte. Gleichzeitig werden die Löhne angesichts der verringerten Zahl von Arbeitskräften voraussichtlich stärker steigen als in den letzten Jahren und Jahrzehnten. In der Folge gehören die inflationsdämpfenden Effekte durch die Demografie der Vergangenheit an. Stattdessen ist mittel- bis langfristig ein inflationstreibender Einfluss durch die Demografie zu erwarten.

3. Einflussfaktor Digitalisierung (Produktivität)

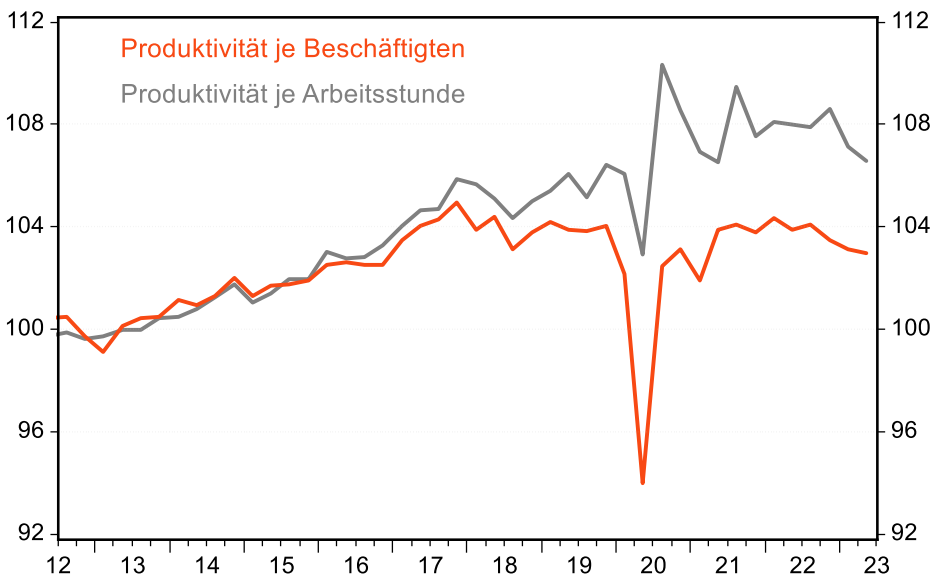
Die mit der demografischen Entwicklung einhergehende schrumpfende Zahl von Erwerbstätigen muss in der mittleren und langen Frist jedoch nicht zwangsläufig zu einer verringerten Produktionskapazität und höheren Löhnen führen. Produktivitätssteigerungen durch verbesserte Organisationsstrukturen, den vermehrten Einsatz von Maschinen im weitesten Sinne oder technologisch verbesserte Hilfsmittel (wie beispielsweise Maschinen, Computer oder Software) könnten die Auswirkungen der alternden Bevölkerung kompensieren und dazu beitragen, die Inflation zu dämpfen. Denn durch eine höhere Produktivität kann das Angebot an Gütern und Dienstleistungen mit gleichem Einsatz von Arbeitskräften ausgeweitet werden und so bei gleichbleibender Nachfrage zu niedrigeren Preisen führen.

Produktivitätssteigerungen könnten inflationstreibende Wirkung der alternden Bevölkerung kompensieren.

Allerdings liefert die wissenschaftliche Literatur Hinweise darauf, dass mit dem Alter die individuelle Arbeitsproduktivität tendenziell abnimmt. Dazu kommt, dass Ressourcen als Folge der demografischen Veränderungen vermutlich vermehrt in Wirtschaftsbranchen mit einer unterdurchschnittlichen Produktivität (wie Betreuungs- und Pflegedienstleistungen) gelenkt werden. Die Produktionskapazitäten werden also auch durch eine mit dem Alter sinkende Produktivität eher verringert. Eine recht aktuelle Studie mehrerer US-Wirtschaftswissenschaftler (Maestas et al, 2024), die sich auf die USA bezieht, kommt zu dem Ergebnis, dass ein um 10% erhöhter Anteil der über 60-jährigen das Pro-Kopf-BIP um 5,5% verringert. Ein Drittel der Produktionseinbußen sind dabei auf eine geringere Beschäftigung und zwei Drittel auf die niedrigere Produktivität zurückzuführen.

Allerdings sinkt in einer alternden Bevölkerung die Produktivität tendenziell...

Deutschland: Produktivität (Index: 2013 = 100)



Quelle: Federal Statistical Office/Haver Analytics

Berechnungen zufolge müsste die Produktivität pro Erwerbstätigem um jährlich durchschnittlich etwa 3,3% bis 2030 steigen, um die schwindende Zahl von Erwerbstätigen auszugleichen. In den letzten Jahren konnten jedoch in Deutschland keine nennenswerten Produktivitätssteigerungen erzielt werden. Die Produktivität je Beschäftigtem befindet sich aktuell auf dem Niveau von 2017 und

...und zuletzt stagnierte die Produktivität in Deutschland.

die Produktivität je Arbeitsstunde auf dem Niveau von 2021. Bei der Betrachtung eines längeren Zeitraum seit 2013 konnte die Produktivität lediglich um per Saldo 3% (Produktivität je Beschäftigtem) bzw. 7% (je Arbeitsstunde) zunehmen. Sofern der Produktivitätszuwachs in Deutschland auch in den nächsten Jahren derart schwach bleibt, kann der Inflationsdruck, der vom Beschäftigungsrückgang und höheren Löhnen ausgeht, kaum gebremst werden.

Die Produktivitätsentwicklung muss sich in ihrer schwachen Form der vergangenen Jahre natürlich nicht fortsetzen. Der sich verschärfende Arbeitskräftemangel könnte für Unternehmen ein Anreiz sein, verstärkt in produktivitätsverbessernde Maßnahmen wie Robotik und die sogenannte „Künstliche Intelligenz“ zu investieren. Gerade in die KI werden große Erwartungen hinsichtlich ihres Einflusses auf die Produktivität gesetzt. Gita Gopinath, die Vize-Chefin des Internationalen Währungsfonds, erklärte jüngst in einer Rede, dass KI ähnlich disruptiv sein könnte wie die Industrielle Revolution. Somit könnte eine Phase wieder stärkerer Produktivitätssteigerungen bevorstehen.

Die bisherigen Studienergebnisse über Produktivitätssteigerungen durch den Einsatz von KI-Assistenzen sind vielversprechend. So ließ sich in einer Untersuchung von Ökonomen um Erik Brynjolfsson (2023) die Produktivität von Beschäftigten im Kundendienst durch KI-Anwendungen um beinahe 14% steigern. Bei den Geringqualifizierten lag die Produktivitätsverbesserung sogar bei 35%. Es spricht also einiges dafür, dass die Produktivität in einigen Jahren dank der KI wieder stärker zulegen wird, auch wenn auf gesamtwirtschaftlicher Ebene Produktivitätssprünge wie in der Studie von Erik Brynjolfsson nur schwer zu erreichen sein werden. In einer makroökonomischen Modellierung kommt der einflussreiche MIT-Ökonom Daron Acemoglu beispielsweise nur auf Produktivitätsgewinne in Höhe von 0,7 Prozentpunkten und der Produktivitätsschub durch die Fortschritte in der IT Ende des letzten Jahrhunderts beliefen sich nur auf rund 1,5 Prozentpunkte.

Mit der KI als voraussichtlich wichtigste technologische Neuerung der letzten Jahrzehnte besteht die Möglichkeit, dass die Produktivität in den kommenden Jahren deutlich dynamischer steigen wird als dies in der jüngeren Vergangenheit der Fall war. Da eine höhere Produktivität das gesamtwirtschaftliche Angebot an Gütern und Dienstleistungen steigert, dürfte die Produktivitätsentwicklung dämpfend auf die Inflation wirken. Ob die Produktivitätssteigerungen jedoch ausreichen werden, um den inflationären Einfluss der Demografie zu kompensieren, ist unklar. Bisherige Studienergebnisse sind vielversprechend, liegen bisher allerdings nur in beschränkter Zahl vor und konzentrieren sich meistens auf konkrete Fallbeispiele. Weitere Untersuchungen sind notwendig, um festzustellen, ob der in einzelnen Studien festgestellte stark-positive Einfluss von KI-Anwendung auf die Produktivität allgemein gültig ist und sich auf andere Branchen übertragen lässt.

KI als Produktivitätsbooster?

Studien stellen leicht- bis stark-positiven Einfluss von KI auf Produktivität fest.

4. Einflussfaktor Deglobalisierung

Neben der demografischen Entwicklung gibt es auch noch andere strukturelle Faktoren, die – für sich genommen – die Inflation mittel- bis langfristig erhöhen

könnten. So nehmen weltweit die Bestrebungen zu, die Globalisierung zurückzudrehen. Bereits vor der Corona-Pandemie gab es Kritik an den zunehmenden Handelsverflechtungen. Die Pandemie und der russische Angriffskrieg auf die Ukraine haben die (geopolitischen) Bedenken hinsichtlich der etablierten Lieferketten noch einmal verstärkt. In der Folge haben mehr und mehr Länder Maßnahmen zur Steuerung der Lieferketten ergriffen, die entweder auf "Reshoring" (Verlagerung der Produktion ins eigene Land) oder auf "Friendshoring" (Beschaffung von Inputs bei Lieferanten in verbündeten Ländern) abzielen. So soll der Zugang zu kritischen Produktionsinputs gesichert werden. Die Europäische Union setzt dabei auf eine „offene strategische Autonomie“, deren Ziel „die Stärkung des Multilateralismus und Verteidigung des regelbasierten, offenen Handels bei gleichzeitiger Wehrhaftigkeit gegenüber geökonomischen oder wettbewerbsverzerrenden Maßnahmen Dritter ist“.

Bestrebungen, die Globalisierung zurückzudrehen, nehmen zu.

Das Mittel der Wahl zur Steuerung der Lieferketten dürften dabei – wie bisher – nicht-tarifäre Maßnahmen sein (beispielsweise durch Regulierung oder Implementierung von bestimmten Standards). Zölle dürften dagegen eine untergeordnete Rolle spielen. Zwar werden sie oft medienwirksam angekündigt (und teilweise auch eingeführt), stehen jedoch nicht selten im Widerspruch zu den Regeln der Welthandelsorganisation und provozieren Vergeltungsmaßnahmen. Letztlich spielt es für die Verbraucher aber auch keine Rolle, ob sich Importe durch Zölle oder durch nicht-tarifäre Maßnahmen verteuern.

Tarifäre und nicht-tarifäre Maßnahmen erhöhen Importpreise...

Aus Sicht der Unternehmen dürfte ein möglichst günstiges Preis-Leistungsverhältnis zukünftig ebenfalls nicht mehr immer das entscheidende Kriterium beim Bezug von zahlreichen Produkten sein. Stattdessen könnten zunehmend auch höhere Preise in Kauf genommen, wenn dadurch die Verlässlichkeit der Lieferkette verbessert und der Import aus bestimmten Ländern vermieden werden kann.

...ebenso wie die Verlagerung der Lieferketten.

Unter Ökonomen herrscht weitestgehend Einigkeit darüber, dass ein Zurückdrehen der Globalisierung die Inflation antreiben würde, quantitative Aussagen darüber sind jedoch selten. Die EZB hat sich aber mithilfe eines modellgestützten Ansatzes an diese komplexe Untersuchung herangewagt. Sie betrachtet dabei eine theoretische Entkopplung der Weltwirtschaft in einen östlichen und in einen westlichen Block und geht davon aus, dass der Handel mit Vorleistungsgütern zwischen den Blöcken wieder auf das Niveau von Mitte der 1990er Jahre zurückgeht – also die Zeit bevor eine umfassende Handelsliberalisierung betrieben wurde. In diesem recht extremem Szenario schätzt die EZB die Preiserhöhungen auf 0,8% bis 3,9%, je nach Flexibilität der Löhne und Substituierbarkeit von Inputs. Tatsächlich könnten die Verbraucherpreise sogar noch deutlich stärker steigen, da das Modell nicht alle Wirkungskanäle berücksichtigt. Inflationserwartungen sind beispielsweise nicht berücksichtigt. Stattdessen wird angenommen, dass die Zentralbank auf die inflationären Effekte eines Handelsschocks mit restriktiven Maßnahmen reagieren würde, um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu dämpfen. Da sich die Europäische Zentralbank in der jüngeren Vergangenheit bei der Inflationsbekämpfung nicht gerade mit Ruhm bekleckert hat, kann für die Eurozone also durchaus angenommen werden, dass restriktive geldpolitische Maßnahmen gering ausfallen (oder komplett ausbleiben) und die Preise stattdessen stärker steigen.

Modellbasierte Analysen...

Empirische Untersuchungen haben sich vor allem auf den Einfluss einer zunehmenden Globalisierung auf das Preisniveau konzentriert. So kommt die OECD 2006 in einer Studie zu dem Ergebnis, dass der direkte Effekt günstigerer Importe aus China und anderen asiatischen Staaten die Inflation in der Eurozone von 2000 bis 2005 um durchschnittlich 0,3 Prozentpunkte pro Jahr verringert hat. Eine Untersuchung der EZB aus dem Jahr 2007 ergab, dass der direkte Effekt steigender Anteile von Importen aus Niedrigkostenländern auf die Teuerungsrate der Eurozone bei -0,05 Prozentpunkten lag. Werden die indirekten Effekte – vor allem in der Form eines erhöhten Wettbewerbs, der Druck auf die im Inland erzeugten Güter ausübt – dazugerechnet, erhöht sich der Wert auf 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte für den Zeitraum zwischen 1995 bis 2004. Sollte die Globalisierung nun zurückgedreht werden, spricht einiges dafür, dass die Inflation dadurch einen spürbaren, umgekehrten Schub erhält.

...und empirische Analysen zeigen inflationstreibende Effekte von Deglobalisierung.

In den vergangenen drei Jahrzehnten haben vor allem ökonomische Überlegungen die Standort- und Lieferkettenentscheidungen von Unternehmen bestimmt und die Verfügbarkeit günstiger Importe wirkte dämpfend auf die Inflation. Die Corona-Pandemie und der Ukraine-Krieg haben jedoch die Anfälligkeit der Lieferketten offengelegt und die geopolitische Bedenken hinsichtlich einiger Handelspartner verstärkt. Das Zurückdrehen der Globalisierung, sei es durch staatliche Maßnahmen (Zölle, Regulierung etc.) oder durch Unternehmen, die der Verlässlichkeit von Lieferungen dem ökonomischen Kalkül den Vorrang geben, dürfte mittel- bis langfristig zu einem Anstieg der Güterpreise führen.

5. Einflussfaktor Dekarbonisierung

Im Rahmen der UN-Klimakonferenz in Paris hat sich Deutschland 2015 – genauso wie viele andere Länder – ehrgeizigen Klimaschutzziele verpflichtet. Das Ziel ist die Eindämmung des globalen Temperaturanstiegs auf nicht mehr als 1,5 Grad Celsius, indem die CO₂-Emission verringert werden. Der dafür notwendige Umbau der Wirtschaft wird gewaltige Investitionen erfordern. Die Klimaexpertin Claudia Kemfert vom Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung geht davon aus, dass die Kosten für die Transformation ähnlich hoch sein werden wie für den Wiederaufbau Deutschlands nach dem Zweiten Weltkrieg oder die Wiedervereinigung (Kemfert et al, 2020). Die Transformation erfordert Investitionen in allen Bereichen der Wirtschaft, vor allem aber in die Energieversorgung, den Verkehrssektor, die Abfallentsorgung, den Bausektor und die Landwirtschaft. Zusätzlich zu den direkten inflationstreibenden Effekten, z.B. höheren Energiesteuern, dürften dabei steigende Investitionen die Güternachfrage erhöhen und, wenn das Angebot nicht Schritt halten kann, preistreibend wirken.

Dekarbonisierung erfordert massive Investitionen...

Die wissenschaftlichen Belege deuten tatsächlich mehrheitlich darauf hin, dass die ökologische Transformation zumindest vorübergehend einen inflationären Effekt haben wird. Allerdings gibt es nur wenige Studie zu diesem komplexen und umfangreichen Thema. Der Internationale Währungsfonds hat im World Economic Outlook von Oktober 2022 die Auswirkungen auf die globale Wirtschaft untersucht, wenn staatliche Maßnahmen ergriffen werden, die CO₂-Emission bis 2030 um 25% zu senken. Die Autoren des Berichts schätzen in zwei Szenarien, dass die Inflationsrate in der Eurozone in den Jahren bis 2030 jährlich um 0,1 bis

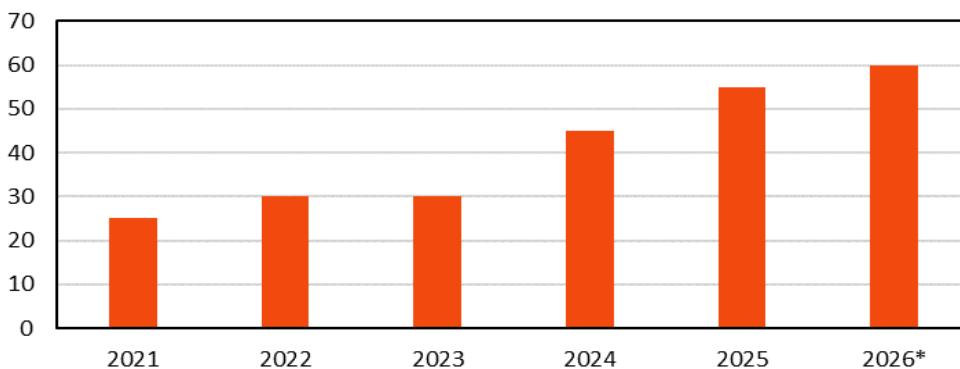
... die zumindest vorübergehend inflationär wirken dürften.

0,2 Prozentpunkte höher ausfallen wird als im Basis-Szenario ohne staatliche Maßnahmen zur Emissionsreduktion.

Während der IWF die Auswirkungen einer Emissionsreduktion auf die Inflation untersucht, gibt es einige Studien, die sich auf den Einfluss einzelner klimapolitischer Maßnahmen konzentrieren. Eine der wichtigsten staatlichen Maßnahmen zur Verringerung der Emission ist eine Steuer auf den Ausstoß von CO₂. Diese Steuer wird auf den Verbrauch von fossilen Brennstoffen erhoben und soll die tatsächlichen Kosten des CO₂-Ausstoßes widerspiegeln. Damit – so das Ziel – werden Anreize für einen zügigen Dekarbonisierungsprozess geschaffen. Die Anreizsystem wurde bereits vor einigen Jahren eingeführt und wird sukzessive verschärft. Aktuell liegt der Preis für die Emission einer Tonne CO₂ bei 45 Euro und damit 50% höher als noch im vergangenen Jahr. Bis 2026 soll der Preis bis auf 65 Euro klettern. Durch diese Steuer werden Brennstoffe teurer, aber auch die Preise von Gütern, die in ihren Produktionsprozessen auf Brennstoffe angewiesen sind, dürfen signifikant steigen.

CO₂-Steuer soll sukzessive steigen,...

CO₂-Preis pro Tonne in Euro



(*für das Jahr soll eine Untergrenze von 55 Euro und eine Obergrenze von 65 Euro gelten)

Quelle: Brennstoffemissionsgesetz

Die Inflationsentwicklung in den vergangenen Jahren hat den massiven Einfluss der Energiepreise auf den Warenkorb der Verbraucher eindrucksvoll demonstriert. Der Einfluss eines Energiepreisschocks kann aber nicht mit dem einer CO₂-Steuer gleichgesetzt werden. Zunächst sind die Preisbewegungen bei einem typischen Ölpreisschock deutlich stärker als bei einer CO₂-Steuer – selbst wenn diese sehr hoch angesetzt würde. Konradt und Weder di Mauro (2022) gehen davon aus, dass eine CO₂-Steuer bei 268 U-Dollar für Rohöl und 862 US-Dollar für Erdgas liegen müsste, wenn damit Preissteigerung von Energieprodukten im Zeitraum zwischen Januar und August 2022 nachgebildet werden sollen. Damals hatten sich die Preise für Öl um 34% und für Erdgas um 280% erhöht. Weiterhin werden die Energiepreisschocks üblicherweise durch ein plötzliches, unerwartetes Ereignis ausgelöst, während die CO₂-Steuer mit langer Vorlaufzeit eingeführt wird, sodass Unternehmen und Haushalte Zeit haben, sich darauf einzustellen und entsprechend zu reagieren (beispielsweise durch den Kauf von Substituten, die von der Steuer nicht betroffen sind).

... verteuert Energieträger...

Die wissenschaftliche Literatur zum Einfluss einer CO₂-Steuer auf die Inflation teilt sich ein in modell-basierte Studien und solche, die das Thema empirisch

untersuchen. In einer empirischen Untersuchung von 18 internationalen Fällen einer CO₂-Steuereinführung finden Konradt und Weder di Mauro (2022) nur einen geringen Einfluss auf die Inflation. Innerhalb von fünf Jahren nach Einführung ist die kumulierte Inflation lediglich um 0,5% höher als ohne die Einführung einer CO₂-Steuer bei sonst gleichen (oder ähnlichen) Bedingungen.

... und dürfte vorübergehend zu etwas höherer Inflation führen.

Auch Studien, die einen modellbasierten Ansatz wählen, kommen zu einem überschaubaren Einfluss auf die Inflation durch die CO₂-Steuer. Moessner beispielsweise ermittelte 2022, dass eine Erhöhung des CO₂-Preises um 10 US-Dollar pro Tonne die Gesamtinflation um lediglich 0,08% erhöht. Zudem zeigen Studien wie Kaenzig (2022) keinen nennenswerten Einfluss auf die Kerninflation. McKibbin et al. (2021) finden sogar eine leicht negative Tendenz der Kerninflation. Dazu kommt, dass wissenschaftliche Untersuchungen die preistreibende Wirkung der CO₂-Steuer vor allem in einer Übergangsphase feststellen. Mit der Zeit sollte der Preisdruck demnach nachlassen. In den ökonomischen Modellen scheint also ein nachfragesenkender Einfluss der durch die Steuer erhöhten Energiepreise eine relevante Rolle zu spielen. Dabei sollte der Nachfragerückgang umso größer ausfallen, je stärker die Überzeugung der Haushalte ist, dass die Steuer ihren zukünftigen Ausgabenspielraum einschränken wird. Einerseits drückt dies in einigen Modellen die Kernrate nach unten. Andererseits kompensiert dies auch den inflationären Einfluss der Steuer auf die Gesamtinflation in der langen Frist (z.B. Metcalf und Stock (2020)). Andersson et al. (2020) ermitteln in der sehr langen Frist sogar einen dämpfenden Preiseffekt, wenn Innovationen im Bereich der Erneuerbaren Energien die Stromerzeugung verbilligt haben.

Langfristig sollte die inflationäre Wirkung nachlassen.

Die Dekarbonisierung, zu der sich Deutschland verpflichtet hat, macht eine tiefgreifende Umstrukturierung der Wirtschaft notwendig. Dies erfordert massive Investitionen, was die Nachfrage ankurbeln sollte. Sofern sich das Angebot nicht entsprechend erhöht, wäre zusätzlich zu den direkten Inflationseffekten höherer Energieabgaben eine höhere Preissteigerungsrate zu erwarten. Und tatsächlich prognostiziert der Internationale Währungsfonds eine um 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte erhöhte Inflation bis 2030, wenn Europa den Weg in Richtung Emissionsreduzierung rasch beschreitet.

6. Einflussfaktor Dovishness der EZB

Als Zwischenfazit lässt sich festhalten, dass die Inflation mittel- bis langfristig vermutlich höher ausfallen wird als dies in den Jahren vor der Corona-Pandemie der Fall war. Die zu erwartenden Produktivitätssteigerungen durch den Einsatz von Künstlicher Intelligenz dürften nicht ausreichend sein, um den inflations-treibenden Einfluss der Demografie, der Deglobalisierung und der Dekarbonisierung zu kompensieren. Wie hoch die Inflation tatsächlich ausfallen wird, dürfte aber auch entscheidend von der Geldpolitik abhängen.

Eigentlich soll der Fokus der EZB auf der Inflation liegen...

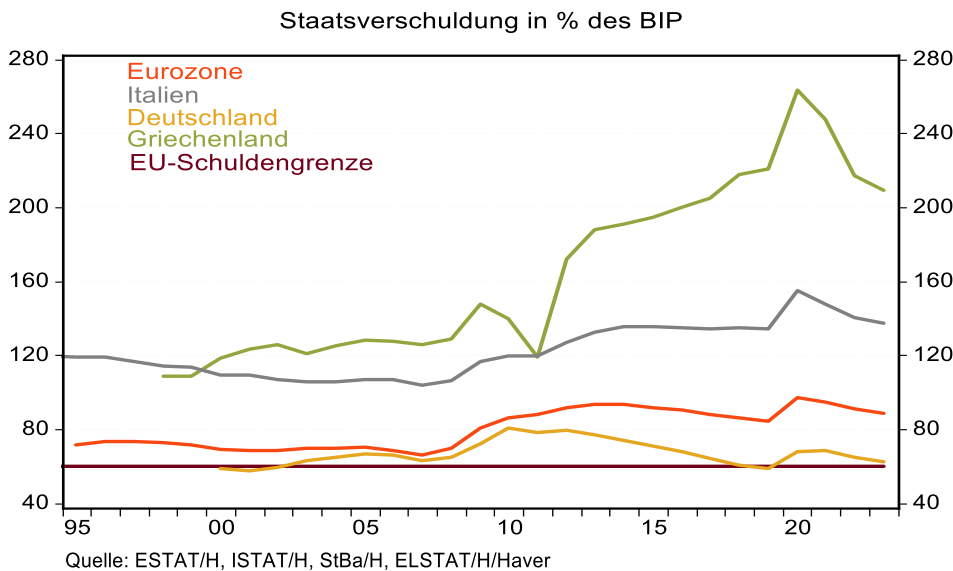
Sofern die Inflation über 2% liegt – und bis zum Ende des Prognosehorizonts voraussichtlich nicht darunter fallen wird – müsste die Europäische Zentralbank (EZB) gemäß Statut mit einer restriktiven Geldpolitik reagieren. Durch eine restriktive Geldpolitik wird die Nachfrage gedämpft, sodass sich Angebot und Nachfrage annähern und die Inflation dadurch sinkt. Die Preisstabilität ist gemäß ihres Auftrags das einzige Ziel der EZB. In den letzten Jahren war jedoch sehr

...aber sie schielt auch auf die Staatsfinanzen.

klar zu erkennen, dass EZB-Präsidentin Christine Lagarde (und ihre Vorgänger) bei ihren geldpolitischen Entscheidungen auch auf die Staatsfinanzen der Mitgliedstaaten schielten. In einem extremen, von Ökonomen als „Fiskalische Dominanz“ bezeichneten Fall kann die Zentralbank die Leitzinsen nicht auf das für die Preisstabilität notwendige Niveau anheben, ohne eine Staatsschuldenkrise zu provozieren und toleriert daher eine höhere Inflationsrate.

Die Anfälligkeit der Eurozone für eine Staatsschuldenkrise wurde 2010 deutlich, als Griechenland vor dem Staatsbankrott stand und das Land mit mehreren Rettungspaketen über insgesamt 278 Mrd. Euro und einem Schuldenschnitt gerettet werden musste. Inzwischen stellt sich die Lage für Griechenland deutlich besser dar und die Staatsschuldenquote bewegt sich seit längerem zurück. Größere Sorgen bereitet dagegen die Entwicklung der Staatsschuldenquote in Italien, die inzwischen mit beinahe 140% des BIP mehr als doppelt so hoch liegt wie es der Maastricht-Vertrag erlaubt (60%). Mit staatlichen Schulden in Höhe von 2.920 Mrd. Euro ist es aus heutiger Perspektive unklar, ob Italien bei einer Schieflage von anderen Euro-Ländern gerettet werden könnte.

Eurozone ist anfällig für Schuldenkrisen.



Immerhin haben die raschen und umfassenden Leitzinserhöhungen der EZB in den vergangenen Jahren keine größeren Turbulenzen am europäischen Rentenmarkt ausgelöst und die geldpolitische Verschärfung wurde durch die Staatsverschuldung nicht verhindert. Die Schaffung des Transmission Protection Instrument (TPI), mit dem mittels Anleihekäufen durch die EZB eine fundamental ungerechtfertigte Spread-Ausweitung bei einzelnen EWU-Emittenten vermieden werden soll, deutet aber darauf hin, dass der EZB die Gefahr der „Fiskalischen Dominanz“ durchaus bewusst ist. Mit dem TPI könnte sie auch zukünftig zumindest in der Theorie die Leitzinsen erhöhen und gleichzeitig durch (unbegrenzte) Anleihekäufe im Rahmen des TPI einen starken Renditeanstieg bei den Staatsanleihen bestimmter Länder verhindern.

Mit dem TPI schafft die EZB ein Instrument, um eine „Fiskalische Dominanz“ zu verhindern...

Allerdings ist der TPI höchst umstritten und die EZB wird den Einsatz dieses Instruments vermeiden wollen, schon alleine, um keine Krisensignale auszusenden. Um gleichzeitig möglichst wenig zu einer Verschlechterung der Staatsfinanzen der Mitgliedstaaten beizutragen, könnte sie stattdessen geneigt sein, eine Inflation zuzulassen, die sich über dem Inflationsziel bewegt, solange

...aber die EZB dürfte lieber eine moderat über ihrer Zielrate liegende Inflation tolerieren, als den TPI einzusetzen.

die Inflationserwartungen stabil bleiben und sie Argumente vorlegen kann, die dafür sprechen, dass die Inflation zum Ende ihres Prognosehorizonts wieder bei 2% liegen wird. Dabei sind Inflationsraten vorstellbar, die zwischen 2,0% und 3,0% liegen. Bei höheren Inflationsraten gefährdet die EZB ihre Glaubwürdigkeit und die Entankerung der Inflationserwartungen.

Einer der wichtigsten Einflussfaktoren für die Inflationsentwicklung ist die Geldpolitik. Der EZB ist es zuletzt zwar gelungen, sich erfolgreich gegen einen historischen Inflationsanstieg zu stemmen, die vergangenen Jahrzehnte haben jedoch auch gezeigt, dass die EZB bei ihren geldpolitischen Entscheidungen nicht nur die Inflation, sondern auch die Staatsfinanzen im Blick hat. Durch die Einführung des TPI (und andere Maßnahmen) hat sich die EZB jüngst etwas mehr Spielraum für ihre Zinspolitik geschaffen. Um die besorgniserregende Entwicklung der öffentlichen Finanzen in einigen Mitgliedstaaten nicht zusätzlich zu belasten, dürfte die EZB aber zukünftig keinen allzu restriktiven Kurs fahren. Sofern keine Entankerung der Inflationserwartungen droht, dürfte sie somit auch Inflationsraten über 2% zulassen. Da bei Inflationsraten über 3,0% die Glaubwürdigkeit der Notenbank gefährdet wird, erscheint es am wahrscheinlichsten, dass die EZB mittel- bis langfristig Raten zwischen 2,0% und 3,0% tolerieren wird.

7. Einflussfaktor Definition bzw. Berechnungsmethodik der Inflation

Der Preisschub der letzten Jahre hat die Inflation als wichtige volkswirtschaftliche Kennzahl wieder stärker ins Blickfeld der Öffentlichkeit gerückt. Deren Berechnungsmethodik hat aber kaum Aufmerksamkeit erhalten. Dabei hat sie das Potenzial, die Höhe der Inflation spürbar zu beeinflussen und im internationalen Vergleich unterscheidet sich die von Statistikämtern angewandte Messmethodik teilweise erheblich voneinander. So gehen Statistiker bei der Preiserfassung nicht immer einheitlich mit Qualitätsveränderungen um. Die EZB blendet beispielsweise aus, dass zahlreiche langlebige Produkte inzwischen eine kürzere Lebensdauer aufweisen als dies früher der Fall war. Andererseits berücksichtigt die EZB Qualitätsverbesserungen bei Produkten (sog. hedonistische Verfahren). Beide Maßnahmen wirken sich in der Tendenz preisdämpfend aus.

Statistische Ämter gewichten Wohnkosten unterschiedlich hoch.

Der wichtigste Unterschied im internationalen Vergleich ist jedoch die Berücksichtigung der Wohnkosten. Für den harmonisierten europäischen Verbraucherpreisindex (HVPI) sind nur die Mieten relevant. Gemeinsam mit den laufenden Betriebskosten wie Energie, Wasser oder Reparaturen liegt das Gewicht der Wohnkosten in Deutschland bei 17% und in der Eurozone bei unter 15%. Für sich genommen werden die Mieten lediglich mit 7,3% (Deutschland) bzw. 5,6% (Eurozone) gewichtet. Damit ist der Ausgabenanteil, der im Durchschnitt für „Wohnen“ verwendet wird, bei der Inflationsmessung unterrepräsentiert. Dies liegt daran, dass die Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum (KsW) bislang nicht berücksichtigt werden. Da aber viele Menschen Wohneigentum besitzen, enthalten die Verbraucherpreisindizes anderer Länder daher häufig auch die mit der Selbstnutzung von Wohneigentum verbundenen Kosten und kommen so auf ein deutlich höheres Gewicht für die Wohnkosten. Die USA gewichten ihre Wohnkosten, bestehend aus Mieten und Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum, beispielsweise mit nahezu 40%.

Berechnungsmethodik hat Einfluss auf Höhe der Inflation.

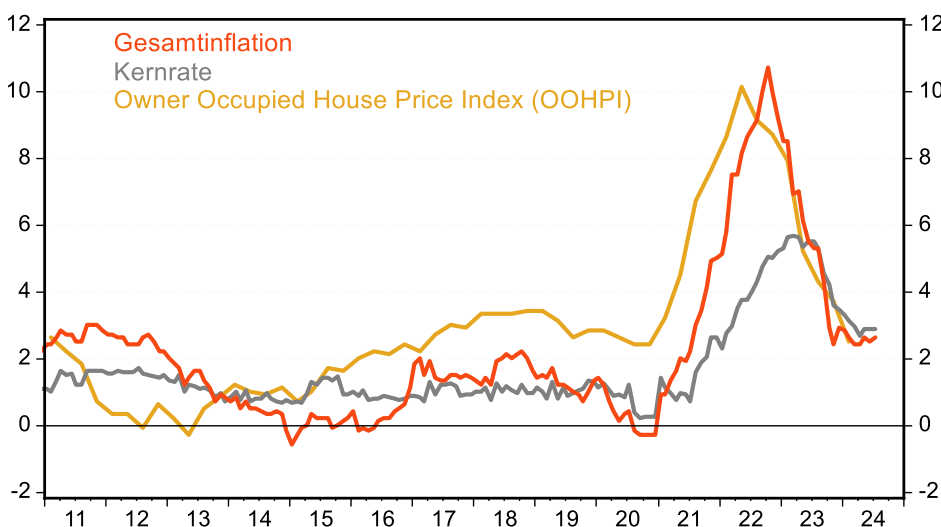
Lange haben sich die europäischen Institutionen dagegen gesträubt die KsW in den Verbraucherpreisindex einzubeziehen. Noch im Jahr 2018 hat die Europäische Kommission diese Praxis bestätigt und dabei vor allem zwei Gründe genannt. Einerseits soll der harmonisierte Verbraucherpreisindex lediglich die Preise von konsumierten Waren und Dienstleistungen berücksichtigen. Bei selbstgenutztem Wohnraum gibt es neben dem Konsummotiv aber auch noch ein Investitionsmotiv. Gemäß ihres Auftrags sollte für die EZB jedoch nur die Entwicklung der Konsumentenpreise eine Rolle spielen und nicht die Kosten für die Vermögensbildung. Andererseits weist die EU-Kommission darauf hin, dass die verfügbaren Daten zu den KsW nicht die von Eurostat geforderten Voraussetzungen hinsichtlich der Häufigkeit und Aktualität der Veröffentlichung erfüllen. Auf der Webseite der EZB wird zusätzlich noch darauf verwiesen, dass der Anteil der Menschen mit Wohneigentum von Land zu Land unterschiedlich hoch ausfällt und es darum schwierig sei, eine für alle Länder der Eurozone vergleichbare Messgröße festzulegen.

Gewicht der Wohnkosten im HVPI ist gering. Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum werden nicht berücksichtigt.

Inzwischen scheinen aber auch für die EZB die Nachteile, die sich aus einem Verzicht, die KsW zu berücksichtigen, ergeben, zu überwiegen. Diese Nachteile treten vor allem dadurch auf, dass die von den Haushalten wahrgenommene und die von Eurostat ausgewiesene Inflationsrate teilweise deutlich voneinander abweicht. Dies stellt einerseits die Verlässlichkeit der europäischen Statistiken in Frage, andererseits die Glaubwürdigkeit der EZB. Zudem kann sich die Geldpolitik nicht auf eine umfassende Abbildung der Preisentwicklung stützen. Die EZB hat daher im Rahmen ihrer Strategieüberprüfung 2021 entschieden, zukünftig neben den bestehenden Wohnkosten (vor allem Mieten) auch die mit dem Erwerb von selbstgenutztem Wohneigentum verbundenen Kosten im harmonisierten Verbraucherpreisindex abzubilden.

Dies soll sich aber gemäß EZB-Wunsch zukünftig ändern.

EWU: Inflation (in % ggü. Vorjahr)



Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

Bei der Integration der KsW kann die EZB und die mit ihr zu diesem Thema zusammenarbeitenden staatlichen Stellen auf den bereits existierenden Owner-occupied House Price Index (OOHPI) aufbauen. Dieser Index wird vierteljährlich erhoben und 100 Tage nach Ende des Quartals veröffentlicht. Er bildet die Kosten für den Kauf von Neu- und Bestandsimmobilien ab, für Dienstleistungen, die mit

dem Immobilienerwerb zusammenhängen (unter anderem die Grunderwerbsteuer, Notar- und Maklerkosten), für Instandhaltung und für Versicherungen. Um ihn in den harmonisierte Verbraucherpreisindex einzubeziehen, müssten die Daten jedoch häufiger ermittelt werden und eventuell müsste – analog zu anderen Wirtschaftsindikatoren – auf Datenstichproben zurückgegriffen werden, damit vorläufige Werte zum Monatsende vorliegen und gemeinsam mit den anderen HVPI-Daten veröffentlicht werden könnten.

Auch wenn noch nicht gesichert ist, wie die KsW in die Inflationsberechnung einfließen werden, lassen sich deren ungefähre Auswirkungen auf die Inflationsrate mit Hilfe des OOHPI bereits jetzt abschätzen. Das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) kommt in einer Publikation von 2020 zu dem Ergebnis, dass die Inflationsrate der Eurozone unter Einbeziehung der OOHPI im Durchschnitt der Jahre 2010 bis 2021 um 0,27 Prozentpunkte höher ausgefallen wäre als durch Eurostat tatsächlich ausgewiesen. Für die einzelnen Mitgliedstaaten weichen die geschätzten Inflationsraten teilweise noch deutlich stärker von den offiziellen Inflationsraten ab, wobei der Effekt bei den Ländern besonders ausgeprägt ist, die eine hohe Wohneigentumsquote aufweisen. Für Spanien mit einer Wohneigentumsrate von 78% hätte die Inflation beispielsweise 90 Basispunkte höher gelegen, für Deutschland mit einer Wohneigentumsquote von 46% lag das errechnete Inflationsplus bei lediglich 24 Basispunkten. Diese Unterschiede zwischen Verbraucherpreisindizes mit und ohne Berücksichtigung von selbstgenutztem Wohneigentum dürften allerdings zeitlich nicht unbegrenzt bestehen bleiben. Der vom DIW betrachtete Zeitraum war geprägt von einem Immobilienboom mit stark steigenden Preisen. In Phasen einer Abkühlung auf dem Immobilienmarkt dürfte der Einfluss der KsW deutlich unter den berechneten Werten liegen und könnte die Inflation sogar dämpfen.

Die Berechnungsmethodik der Inflationsrate ist international nicht einheitlich. Unterschiedliche Berechnungsmethoden können jedoch einen spürbaren Einfluss auf die Höhe der Inflation haben. Häufig ist die Verwendung einer bestimmten Methode gut nachvollziehbar. Bestimmte Konsumpräferenzen erfordern beispielsweise eine bestimmte Gewichtung des Warenkorb. Das geringe Gewicht der Wohnkosten und die Nicht-Einbeziehung der Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum im harmonisierten europäischen Verbraucherpreisindex ist jedoch nur schwer vermittelbar. Um die Glaubwürdigkeit der europäischen Daten und in die Geldpolitik nicht zu gefährden, hat die EZB bereits vor einigen Jahren beschlossen, die Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum zukünftig in den Verbraucherpreisindex aufzunehmen. Studien kommen zu dem Ergebnis, dass diese Kosten in den vergangenen Jahren zu einer spürbar höheren Inflation geführt hätten. Allerdings fällt der Untersuchungszeitraum in eine Zeit boomender Immobilienmärkte. Sollte sich der Immobilienmarkt abkühlen, dürfte auch der Einfluss der Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum schrumpfen. Zudem sollte der Einfluss in Ländern mit einer niedrigen Wohneigentumsquote – wie Deutschland – geringer ausfallen. Bei einem weiterhin knappen Angebot an Wohnraum in Deutschland und dem dadurch angespannten Wohnungsmarkt dürfte mittel- bis langfristig aber ein zumindest leicht inflationärer Effekt von der Berücksichtigung von selbstgenutztem Wohneigentum im HVPI ausgehen.

Mit dem OOHPI existiert bereits eine Datengrundlage, um die KsW zu berücksichtigen.

Inklusive der Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum wäre die Inflation in den letzten Jahren spürbar höher ausgefallen.

8. Fazit

Die mittel- bis langfristige Inflationsentwicklung wird durch eine Reihe von strukturellen Faktoren geprägt sein, die als die „6 Ds“ zusammengefasst werden können und deren wahrscheinlicher Einfluss auf die Inflation in diesem Bericht dargestellt wurde. Inwieweit die Inflation in der mittleren bis längeren Frist höher ausfallen wird, als wir dies durch die Vor-Corona-Zeit gewohnt sind, lässt sich natürlich nicht mit Sicherheit sagen. Es gibt jedoch einige strukturelle Faktoren, die für zukünftig durchschnittlich etwas höhere Preissteigerungsraten sprechen. So werden die Demografie und die Globalisierung, die in der Vergangenheit inflationsdämpfend gewirkt haben, zukünftig eher inflationstreibend wirken. Gleichzeitig nimmt der inflationserhöhende Einfluss anderer Faktoren, wie der Dekarbonisierung, zu. Diese dürften die inflationsdämpfenden Faktoren wie die zunehmende Implementation der sogenannten Künstlichen Intelligenz vermutlich dominieren. Mit der EZB existiert zwar eine Institution, deren oberste Priorität der Kampf gegen die Inflation ist. Die Zentralbank dürfte aber aus Rücksicht auf die Konjunktur, den Arbeitsmarkt sowie den hohen Schuldenstand innerhalb der Eurozone darauf verzichten, den Rückgang der Inflation auf ihre Zielrate zu forcieren. Stattdessen sind Inflationsraten zwischen 2% und 3% wahrscheinlich, solange die Inflationserwartungen fest verankert bleiben und die EZB Argumente für eine niedrigere Inflation bis zum Ende ihres Prognosehorizonts hat. Sollten die Marktteilnehmer durchschauen, dass die EZB nicht mehr ernsthaft bestrebt ist, die Inflation auf 2% zu zwingen, könnte die Notenbank ihr Inflationsziel anheben. Dass ein solcher Schritt recht problemlos und ohne größere Widerstände vonstatten gehen dürfte, belegt die historische Entwicklung der Zielrate, die 2003 von „unter 2%“ auf „unter, aber nahe 2%“ und 2021 schließlich auf „mittelfristig 2%“ erhöht wurde. Ernsthafte Glaubwürdigkeitsprobleme sind der EZB dadurch bislang nicht entstanden.