

## Deutschland: Infiziert Corona die Inflation?

### Kurz & klar

- Mittelfristig resultieren aus der Corona-Pandemie sowohl Aufwärtsrisiken als auch Abwärtsrisiken für die Inflation.
- Für Deutschland dominiert für uns insgesamt auch mittelfristig die schwache Nachfrage und die Pandemie dürfte die Inflationsentwicklung tendenziell belasten.
- Kurzfristig dürfte die temporäre Mehrwertsteuersenkung die Inflation in der zweiten Jahreshälfte sogar unter null sinken lassen. Eine anhaltende Deflation erwarten wir aber nicht.

Das Inflationsziel der EZB wird weiterhin weder in der Währungsunion noch in Deutschland erreicht. Vielmehr ist die Kerninflationsrate ohne die volatilen Komponenten (Nahrungsmittel und Energie) in 2020 tendenziell rückläufig gewesen und lag in der Bundesrepublik im Juni bei 0,9%. Der Ölpreisverfall nach dem Zerwürfnis der OPEC in Verbindung mit der Corona-Rezession hat zudem die Gesamtrate unter die Kernrate sinken lassen. Hieran konnte auch der zuletzt vereinzelt zu beobachtende verstärkte Preisauftrieb bei einzelnen Lebensmitteln nichts ändern. Alles in allem hat die Corona-Krise bislang keinen Anstieg der Inflation zu Tage gefördert. Mit Ausnahme einzelner, teils aufmerksamkeitswirksamer Ausnahmen (z.B. Nudeln, Toilettenpapier) scheinen kurzfristig weiter disinflationäre Tendenzen dominierend.

### Die Treiber der Inflation: Auf welche Faktoren muss man (jetzt) achten?

- Faktoren auf Angebots- und Nachfrageseite

Bei einer Analyse, welche Treiber zu Inflation führen können, ist zwischen Faktoren auf Angebotsseite und Faktoren auf Nachfrageseite zu unterscheiden. Erste sind primär gestiegene Produktionskosten, die von den Unternehmen auf die Verbraucher überwältigt werden. Beispiele hierfür sind steigende Löhne, höhere Steuern oder höhere Importkosten (bspw. durch Währungsbewegungen oder gestiegene Rohstoffpreise). Nachfrageseitig wird Inflationsdruck ausgelöst, wenn eine steigende Nachfrage auf ein wenig flexibles Angebot trifft. Hier ist ein Rückgang der Sparneigung, sinkende Zinsen, exogene Einkommenserhöhungen (durch z.B. Transfers) oder eine höhere Geldmenge zu nennen.

- Inflationserwartungen entscheidend für die Preisbildung

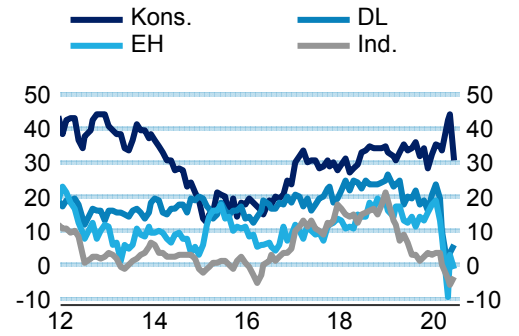
Entscheidend für einen tatsächlich nachhaltigen Inflationsanstieg sind aber in beiden Fällen die Inflationserwartungen, denn erst wenn die Wirtschaftsakteure eine gestiegene Inflationserwartung in ihre Entscheidungen (z.B. Lohnverhandlungen, Preisberechnung) mit einbeziehen, verfestigen sich diese auch in der Realwirtschaft. Ein Blick auf die Statistiken in der folgenden Abbildung zeigt zuletzt weder am Finanzmarkt (links), noch auf Seiten von Haushalten und Unternehmen (rechts) einen Anstieg der Inflationserwartungen.

Finanzmarkt erwartet keine hohe Inflation  
5Y5Y Inflationsswaps



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Nur Verbraucher mit etwas Sorgen  
Preiserwartungen v. Konsumenten u. Unternehmen in Dienstleistungssektor, Einzelhandel und Industrie, Befragungssalden



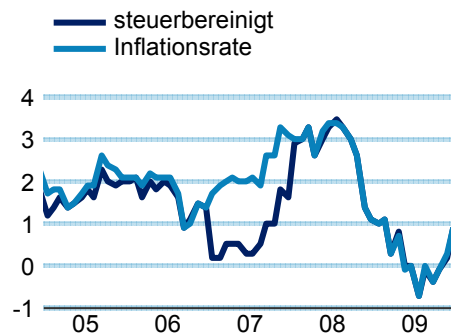
Quelle: EU-Kommission, BayernLB Research

**Kurzfristiger Sondereffekt: Versenkt die MwSt-Senkung die Inflation endgültig?**

► Inflationsrate unter der Nulllinie wahrscheinlich

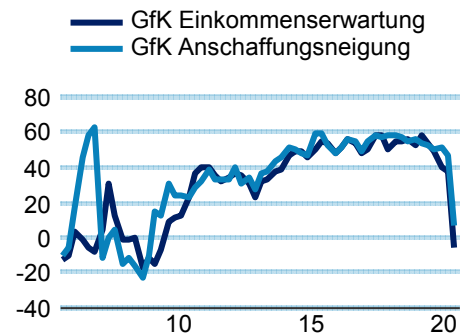
In den nächsten Monaten scheint der dominierende Effekt ohnehin klar. Denn die beschlossene Mehrwertsteuersenkung von Juli bis Jahresende wird die Inflationsrate drücken. So führt die Absenkung im normalen Satz von 19% auf 16% rechnerisch zu einer Preissenkung der Produkte um 2,5%. Bei der Senkung des reduzierten Satzes von 7% auf 5% ergibt sich analog eine Preissenkung um 1,9%. Angesichts des bereits schwachen Preisauftriebs könnte Deutschland somit sogar recht tief in die Deflation zu fallen. Zum Vergleich: Die Mehrwertsteueranhebung 2007 (von 16 auf 19%) hatte die Preise in diesem Jahr um durchschnittlich etwa 1,6% erhöht. Rechnerisch maximal wären 1,9% möglich gewesen (der reduzierte Satz war hiervon ausgenommen). Studien weisen bei Steueranpassungen auf eine Durchleitung bis zum Verbrauchen zu etwa 75% hin. Allerdings sind solche Studien sehr rar, die sich mit temporären Steuersenkungen beschäftigen.

Steueranhebung 2007 hat Inflation erhöht  
DE: HVPI gesamt und zu konstanten Steuersätzen, Vj. in %



Quelle: destatis, BayernLB Research

Einkommenserwartungen deutlich gesunken  
GfK Konsumklima, Salden



Quelle: GfK, BayernLB Research

Vieles spricht dafür, dass die temporäre Steuersenkung nur unvollständig an die Verbraucher weitergegeben wird. So dürften vor allem die in der Krise stark gebeutelten Branchen die Senkung des Steuersatzes eher zur Vergrößerung ihrer Marge nutzen, um ihr Überleben zu sichern. Angesichts der zeitlich befristeten Senkung sind auch alternative Mechanismen wie Gutscheine in Höhe der Steuerersparnis für den nächsten Einkauf zu erwarten.

- Preise für die Verbraucher nicht der einzige Faktor

Schließlich sind die Preise aktuell bei den Kaufentscheidungen der Kunden eher sekundär. Entscheidender für größere Anschaffungen sind in der Phase der erhöhten Unsicherheit die Einkommenserwartungen. Und diese haben in der Pandemie angesichts der höheren Arbeitslosigkeit und Einkommenseinbußen durch Kurzarbeit deutlich gelitten. Hierauf weisen auch aktuelle Umfragen hin, wonach eine überwältigende Mehrheit der Verbraucher aufgrund der Steuersenkung ihre Anschaffungspläne nicht ändern will. Sobald die Verbraucher ihre Kaufentscheidung aber weniger stark vom Preis abhängig machen, fällt ein großer Grund für Preissenkungen weg, bzw. dürften die Unternehmen schnell zu dem Schluss kommen, dass durchgeführte Preissenkungen nicht zu einer höheren Nachfrage führen. Hierauf weist auch der Blick auf die zeitlich befristete Steuersenkung in Großbritannien 2009 hin. Nach schnellen und medienwirksamen Preissenkungen kehrten die Waren teilweise schon nach einem Monat wieder zu den ursprünglichen Preisen zurück.

Erste Indizien bestätigen bereits, dass nur ein kleiner Teil der Steuersenkungen tatsächlich ihren Weg zum Kunden findet. Eine Auswertung der 100 umsatzstärksten Onlineshops in Deutschland zeigt, dass im Juli die Preise im Durchschnitt zwar gesunken sind, aber lediglich um 0,8%. Es ist daher zwar zu erwarten, dass die Inflationsrate in Deutschland in der zweiten Jahreshälfte in den negativen Bereich absinkt. Bereits für die Juli-Daten, die in dieser Woche (Do.) veröffentlicht werden, erwarten wir eine Inflationsrate auf der Nulllinie. In eine anhaltende Deflation dürfte Deutschland aber nicht fallen. Hierfür dürfte zum einen die Durchleitung der Steuersenkungen zum Verbraucher zu gering ausfallen. Zum anderen spielen für eine längerfristige und damit besorgniserregende Deflation vor allem die Inflationserwartungen eine entscheidende Rolle. Und diese dürften angesichts der zeitlichen Begrenztheit der Steuersenkungen kaum absinken. Vielmehr werden auch die Verbraucher bereits in 2021 wieder steigende Preise antizipieren.

### Corona-Effekte in der mittleren Frist

Die Corona-Pandemie hat zweifelsohne das Potenzial, die Inflation in mittlerer Frist deutlich zu beeinflussen. Sie nimmt beispielsweise Einfluss auf bereits langlaufende Megatrends wie Globalisierung oder Digitalisierung, die auf die Inflation wirken. Es stehen sich viele Argumente für eine höhere und eine niedrigere Inflation gegenüber:

#### Wie Corona die Inflation mittelfristig befeuert:

- Globalisierung nimmt ab

So könnte eine Re-Nationalisierung von Produktion in wichtigen Sektoren (bspw. Pharma) zu steigenden Produktionskosten und damit angebotsseitiger Inflation führen. Insgesamt würde eine Umkehr des Globalisierungstrends, der in den letzten Jahrzehnten durch die Steigerung von verfügbaren Produktionskapazitäten und höherem Wettbewerb preisdämpfend gewirkt hat, inflationstreibend wirken. Sinkt dazu noch die Arbeitnehmermobilität könnte das nötige Humankapital regional knapp werden und die Lohnkosten steigen.

- Humankapital belastet

Auf das Humankapital könnte die Pandemie ebenfalls mittelfristig eine bremsende Wirkung entfalten, denn Weiterqualifizierungen bleiben derzeit aus, der Ausfall von Schulunterricht muss nach der Krise inhaltlich aufgeholt werden und längere Perioden ohne Arbeit lassen die Fähigkeiten der Arbeiter schrumpfen. Damit schrumpft mittelfristig die Produktivität.

- Infektionsschutzmaßnahmen senken Produktivität

Auch Infektionsschutzmaßnahmen verringern das gesamtwirtschaftliche Angebot und können somit die Inflation befeuern, denn durch die Abstandsregeln können in vielen Branchen weniger Produkte produziert bzw. weniger Kunden bedient werden. So dürften einige Unternehmen (bspw. in der Gastronomie oder Hotellerie) durch die Vorgaben deutlich weniger produktiv werden und einige gar insolvent werden, was das Angebot zusätzlich reduziert und die Preise tendenziell erhöht.

- ▶ **Schulden und hohe Liquidität wirken inflationstreibend**  
Die in der Krise steigenden Schulden durch die expansive Geld- und Fiskalpolitik wirken über eine höhere Nachfrage inflationstreibend. Zudem könnte die Geldpolitik ihre Normalisierung aufgrund der hohen Schuldenlast im privaten und öffentlichen Sektor zeitlich verzögern, womit die Inflation das EZB-Ziel überschießen könnte. Schließlich kann eine höhere Liquiditäts- und Geldmenge inflationär wirken und angesichts der aktuellen Geldpolitik der EZB wird dieser Faktor wohl in Zukunft noch deutlich an Bedeutung gewinnen. (siehe hierzu auch unseren [Research-Call](#) vom 15.7.)
  
- ▶ **Digitalisierung schaltet in den Turbo**  
Dem gegenüber steht allerdings der wohl durch die Pandemie verstärkte Trend zur Digitalisierung, womit die Produktivität steigt, und damit angebotsseitig die Inflation senkt. Im Gegensatz zu einer Naturkatastrophe oder einem Krieg hat die Pandemie zudem kaum physisches Produktionskapital vernichtet, womit die Aussicht auf ein wieder steigendes Angebot erhalten wird. Das spricht bei einer deutlich gesunkenen Nachfrage für stark unterausgelastete Kapazitäten und niedrige Inflation.
  
- ▶ **Verbraucher bleiben vorsichtig**  
Zu der niedrigen Nachfrage trägt auch bei, dass bis zu einer verlässlichen und breit verfügbaren Impfung wohl insbesondere die kaufkräftigen (älteren) Kundengruppen aus Vorsicht zu Hause bleiben und ihre Ausgaben einschränken. Zudem dürfte sich der aktuell zu beobachtende Anstieg der Sparneigung zunächst etablieren, denn angesichts der höheren Arbeitslosigkeit und der Unsicherheit über die künftige Einkommenssituation dürfte sich das Vorsichtssparen in fast allen Gesellschaftsgruppen verstärken. Hierdurch sinkt die Nachfrage und die Preise werden belastet. Verstärkt wird dieser Fakt durch die eingetrübten Einkommenserwartungen der Arbeitnehmer, solange die Arbeitslosigkeit erhöht bleibt und damit eine erhöhte Angst vor Arbeitsplatzverlust besteht. Damit treten bei Lohnverhandlungen Lohnsteigerungen gegen Arbeitsplatzsicherheit verstärkt in den Hintergrund.
  
- ▶ **Lohnforderungen dürften geringer ausfallen**  
Zwar wirken die expansiven Maßnahmen von Geld- und Fiskalpolitik zunächst inflationstreibend. Die Aussicht auf den künftigen Abbau der hohen Schulden und die damit einhergehende Haushaltskonsolidierung wirken mittelfristig aber deflationär. Vieles deutet darauf hin, dass die Fiskalpolitik den aktuell sehr hohen positiven Konjunkturimpuls in den kommenden Jahren wieder zurückfahren wird.
  
- ▶ **Haushaltskonsolidierung steht bevor**  
Geldpolitisch spricht zwar eine höhere Geldmenge per se für eine steigende Inflation, allerdings nur sofern sie auch in der Realwirtschaft ankommt. Dagegen spricht, dass von den Banken viel Liquidität direkt wieder bei der Zentralbank geparkt wird und gar nicht erst die Realwirtschaft erreicht. Auch die Realwirtschaft hat ihre Vorsichtskasse deutlich erhöht. Die hohe Liquidität fließt deshalb über zwei Kanäle primär in die Finanzmärkte und sorgt dort für eine Assetpreisinflation, was aber die Verbraucherpreise nicht unmittelbar erhöht.
  
- ▶ **Liquidität kommt nicht in den Preisen an**

### **Fazit: Kurzfristiger Dämpfer und mittelfristig kraftlos, aber keine Deflation**

Die Pandemie wirkt über viele Kanäle auf das gesamtwirtschaftliche Angebot und die Nachfrage. Zudem wird die Mehrwertsteuersenkung bis Jahresende die Preise belasten. Die Gefahr einer anhaltenden Deflation sehen wir aufgrund der nur temporären Steuersenkung nicht. Mittelfristig dürfte der Inflationsausblick aber trübe bleiben. Nach dem rechnerisch zunächst folgenden Preisauftrieb im nächsten Jahr, der aber lediglich auf das Auslaufen der Steuersenkung zurückzuführen ist wird das EZB-Ziel von 2% auf absehbare Zeit nicht erreicht werden. Wir sind der Überzeugung, dass die Unterauslastung in der Krise so stark gestiegen ist, dass angesichts der von uns prognostizierten zögerlichen Erholung, bei der das Vorkrisen-BIP-Niveau erst 2023 wieder erreicht wird, die schwache Nachfrage sowohl kurz als auch mittelfristig der dominierende Faktor bleiben wird. Der deutliche Anstieg der Geldmenge stellt v.a. mittelfristig bis langfristig ein Aufwärtsrisiko dar.

## Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 28.07.2020. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. **Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen.** Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**



**Dr. Stefan Kipar**  
Sen. Economist Euro-Raum/EZB  
Telefon: +49 89 2171-27346  
stefan.kipar@bayernlb.de

**Redaktion:**  
Bayerische Landesbank  
Unternehmensbereich 5700  
80277 München (=Briefadresse)  
research@bayernlb.de

**Geschäftsgebäude:**  
Bayerische Landesbank  
Brienner Straße 18  
80333 München (=Paketadresse)  
www.bayernlb.de