

Tober, Silke; Theobald, Thomas

**Research Report**

## Keine Rückkehr des Schreckgespenstes Inflation: Geldpolitische Herausforderungen 2021

IMK Report, No. 166

**Provided in Cooperation with:**

Macroeconomic Policy Institute (IMK) at the Hans Boeckler Foundation

*Suggested Citation:* Tober, Silke; Theobald, Thomas (2021) : Keine Rückkehr des Schreckgespenstes Inflation: Geldpolitische Herausforderungen 2021, IMK Report, No. 166, Hans-Böckler-Stiftung, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), Düsseldorf

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/237602>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

# KEINE RÜCKKEHR DES SCHRECKGESPENSTES INFLATION

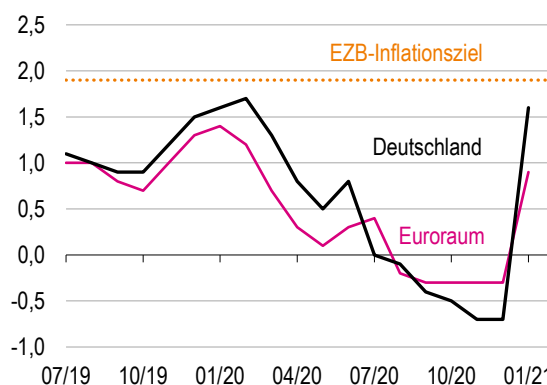
## Geldpolitische Herausforderungen 2021

Silke Tober, Thomas Theobald

### AUF EINEN BLICK

- Der Sprung der Inflationsrate zu Jahresbeginn ist – wie die sehr schwache Inflationsentwicklung 2020 – auf Sonderfaktoren wie die vorübergehende Mehrwertsteuersenkung, die Achterbahnfahrt des Ölpreises und die Pandemie zurückzuführen.
- Eine Diskussion über einen Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik wäre gänzlich verfrüht. Die Kerninflation im Euroraum liegt bereits seit Anfang 2014 bei durchschnittlich nur 0,9 %. Diese zu geringe Grunddynamik der Inflation spiegelt eine deutliche Unterauslastung der Wirtschaft wider und dürfte sich infolge des Wirtschaftseinbruchs im vergangenen Jahr noch weiter abgeschwächt haben.
- Die Unterbeschäftigungsquote – ein breiteres Maß für die Arbeitslosigkeit – deutet mit 16 % im Euroraum und knapp 9 % in Deutschland eine ausgeprägte Unterauslastung der Wirtschaft an.
- Aktuell besteht die Chance, dass die europäische Wirtschaft mithilfe der stark expansiven Geld- und Fiskalpolitik und begünstigt durch ein positives internationales Umfeld einen kräftigen Erholungskurs einschlägt, in der die Angebotskapazitäten durch Investitionen ausgeweitet und Weichen für die sozial-ökologische Transformation gestellt werden.
- Im Zuge eines kräftigen Aufschwungs würde sich die Inflation in Richtung des Inflationsziels entwickeln und es bestünde mittelfristig die Aussicht auf einen behutsamen Ausstieg aus der langwährenden Niedrigzinspolitik.

**Inflation in Deutschland und im Euroraum, in %**



Quelle: Eurostat.



### PODCAST

Silke Tober zu den geldpolitischen Herausforderungen 2021

<https://bit.ly/3bqP2zD>

## **INHALT**

<b>Einleitung</b> .....	3
<b>Merklicher Preisanstieg zu Jahresbeginn 2021</b> .....	3
<b>HVPI reagiert stärker auf Angebotsschocks</b> .....	5
<b>Schwache Inflationsdynamik im Euroraum</b> .....	5
<b>Hohe Unterbeschäftigung im Euroraum</b> .....	7
<b>Infobox 1: Zu den Determinanten der Inflationserwartung</b> .....	8
<b>Aktuelle Inflationsdiskussion in den USA</b> .....	11
<b>Inflationsängste überzogen</b> .....	11
<b>Impressum</b> .....	14

## **AUTORENSCHAFT**



**Dr. Silke Tober**

Referatsleitung Geldpolitik  
silke-tober@boeckler.de



**Dr. Thomas Theobald**

Referatsleitung Finanzmärkte und Konjunktur  
thomas-theobald@boeckler.de

## EINLEITUNG

Die Teuerungsrate hat im Januar 2021 einen deutlichen Sprung nach oben gemacht: Während sie im vergangenen Jahr durchschnittlich 0,5% betrug und ab August 2020 sogar negativ war, stiegen die Verbraucherpreise im Januar 2021 um 1% gegenüber dem Vorjahr, die für alle Euroländer nach derselben Methode berechneten harmonisierten Verbraucherpreise sogar um 1,6%. Bundesbankpräsident Weidmann erwartet gegen Jahresende Preissteigerungsraten von rund 3% (Weidmann 2021) und einer Untersuchung der Bundesbank zufolge erwarten Befragte in Deutschland eine Inflationsrate um durchschnittlich 3,1% in diesem Jahr (Deutsche Bundesbank 2021).

Tatsächlich dürfte die Inflationsrate in diesem Jahr etwas höher ausfallen als noch vor wenigen Monaten vielfach erwartet. Ausschlaggebend hierfür sind vor allem drei Faktoren: der deutlich gestiegene Ölpreis, die Verlängerung der Beschränkungen zur Eindämmung von Sars-Cov-2 und die stärkere globale Erholung. Von diesen Faktoren gehen temporäre Einflüsse auf die Inflationsrate aus, die ähnlich wie die stark dämpfenden Effekte der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in der zweiten Jahreshälfte 2020 und der Ölpreisverfall im Frühjahr 2020 kaum Auswirkung auf die mittelfristige Inflationsentwicklung haben dürften.

Ein theoretisch denkbare Schreckensszenario wäre eine Kombination aus hoher Inflation und wirtschaftlicher Stagnation (Stagflation), da die Geldpolitik dann die Zinsen erhöhen und wirtschaftlich dämpfend wirken müsste, wodurch auch die während der Coronakrise nennenswert gestiegenen Staatsschulden in allen Euroländern zu einer größeren Belastung würden. Auszuschließen ist ein solches Szenario zwar nicht; wesentlich wahrscheinlicher ist allerdings das Szenario einer durch die expansive Geld- und Fiskalpolitik ausgelösten kräftigen wirtschaftlichen Erholung, in der die Angebotskapazitäten durch Investitionen ausgeweitet und Weichen für die sozial-ökologische Transformation gestellt werden. Ein für die deutsche Wirtschaft wichtiges Beispiel ist die Automobilindustrie. Diese leidet aktuell unter Engpässen, insbesondere bei Mikrochips aus Asien und Zulieferungen aus anderen EU-Ländern. Sie ist aber mithilfe des Instruments der Kurzarbeit gut durch die Krise gekommen – Daimler etwa konnte seinen Gewinn gegenüber 2019 um knapp 50% steigern – und erhöht aktuell das Investitionstempo deutlich, auch um angesichts der unter Biden verschärften klimapolitischen Vorgaben aus den USA und der Konkurrenz aus Asien Marktanteile zu verteidigen.

Aus heutiger Sicht besteht die größte Gefahr darin, dass die aktuellen, primär temporären Preisschübe fälschlicherweise als zunehmende Inflation gewertet werden mit der Folge, dass die Fiskalpolitik in Deutschland ihre stabilisierende Unterstützung zurückfährt und eine kräftige wirtschaft-

liche Erholung ausbleibt. So wertet die Deutsche Bundesbank bereits den Anstieg von 1,6% als „stark“ und fordert ein Festhalten an der Schuldenbremse (Deutsche Bundesbank 2021). Der zugrundeliegende Inflationsdruck im Euroraum wird aber zurzeit von temporären Effekten überlagert und bleibt angesichts der nach wie vor hohen Unterbeschäftigung insgesamt verhalten.

## MERKLICHER PREISANSTIEG ZU JAHRESBEGINN 2021

Nachdem die Inflationsrate im Jahresdurchschnitt 2020 mit 0,5% (VPI) bzw. 0,3% (HVPI) in Deutschland sehr niedrig und ab August sogar negativ war, machte sie im Januar 2021 einen regelrechten Sprung nach oben: Gegenüber Dezember 2020 schnellten die Verbraucherpreise in Deutschland saisonbereinigt nach nationaler Berechnung um 1,3% empor, nach harmonisierter Berechnung um 1,7%. In der üblichen Vorjahresmonatsbetrachtung, also gegenüber Januar 2020, ergab sich eine Inflationsrate von 1% auf Basis des Verbraucherpreisindex (VPI) und 1,6% auf Basis des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), im Februar von 1,3% bzw. 1,6% (Abbildung 1).

Die Inflation im Euroraum insgesamt fiel im Januar 2021 und im Februar 2021 mit 0,9% um 0,7 Prozentpunkte niedriger aus als in Deutschland (Abbildung 2). Eine Diskussion über einen Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik wäre daher gänzlich verfrüht.

Zudem gibt es für Deutschland keine Anzeichen dafür, dass die Inflation nach Auslaufen der aktuellen Preisschocks und Basiseffekte das Inflationsziel der EZB überschreiten wird. Wie Bundesbankpräsident Weidmann richtig betont, ist es in erster Linie die Kombination aus Lohn- und Produktivitätsentwicklung, die für die zugrundeliegende Inflationsdynamik entscheidend ist (Weidmann 2021). Bei einem Inflationsziel von knapp 2% und eines (hier geschätzten) mittelfristigen Produktivitätsanstiegs von rund 1% liegt die nachhaltige Zunahme der Stundenlöhne in Deutschland bei etwa 3%. Im Jahr 2020 betrug der Anstieg in Deutschland 3,4%, nach 3,1%. Dabei dürfte es im vergangenen Jahr zu Sonderentwicklungen bei den Stundenlöhnen gekommen sein, insbesondere infolge von im Unternehmen verbleibenden Lohnkosten bei Kurzarbeit (Remanenzkosten) sowie Corona-Sonderzahlungen im vierten Quartal.

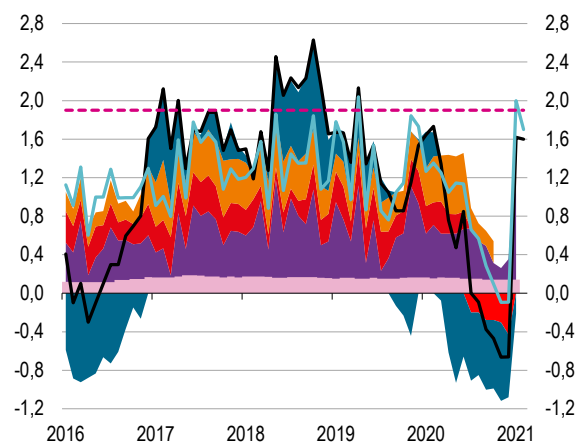
Ebenso wie der Rückgang der Inflationsrate von 1,4% im Jahr 2019 auf 0,5% im Jahr 2020 auf Sonderfaktoren zurückzuführen war, resultiert der wieder höhere Wert überwiegend aus einer Umkehr eben dieser Sonderfaktoren.

Zum Teil lässt sich der deutliche Anstieg der – zuvor rückläufigen – Verbraucherpreise dadurch

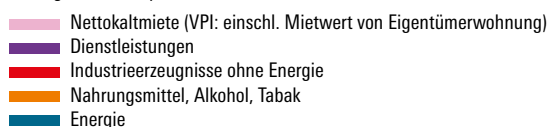
## Inflation und Inflationsbeiträge

in % bzw. Prozentpunkten

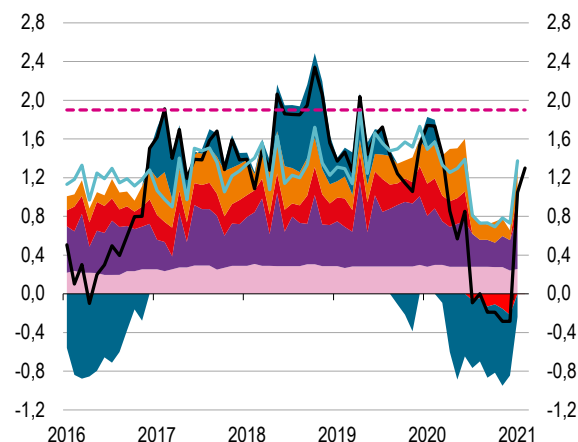
a) Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI)



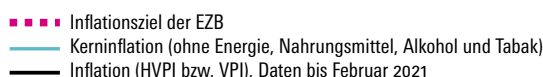
Beiträge in Prozentpunkten



b) Verbraucherpreisindex (VPI)



Raten in %



Quellen: Eurostat; Statistisches Bundesamt; Berechnungen des IMK.

**IMK**

erklären, dass die regulären Mehrwertsteuersätze außer für Restaurant- und Verpflegungsdienstleistungen wieder in vollem Umfang gelten.<sup>1</sup> Dadurch entfällt der dämpfende Effekt der Absenkung in der zweiten Jahreshälfte 2020. Der Mehrwertsteuer-Effekt wird im Juli ein zweites Mal auf die Inflationsrate wirken, da die regulären Sätze dann gegenüber dem Vorjahresmonat eine Erhöhung darstellen.

Zudem dämpften die Energiepreise die Inflation zu Jahresbeginn weniger stark als im Dezember; sie sanken im Vorjahresvergleich nur noch um 2,3% verglichen mit 6% zuvor. Neben dem Mehrwertsteuer-Effekt wirken sich hier die Einführung der CO<sub>2</sub>-Steuer und der wieder deutlich höhere Rohölpreis preissteigernd aus. Der Anstieg des Ölpreises wird in den kommenden Monaten infolge von Basiseffekten immer stärker auf die Inflationsrate durchschlagen. Lag der Ölpreis im Januar 2021 noch unter dem Niveau von Januar 2020, so dürfte er bereits im Februar über dem Vorjahresniveau liegen. Sollte der Ölpreis auf dem aktuell relativ hohen Niveau von 60 US-Dollar verharren, so wird er sein Vorjahresniveau im April 2021 um 263% übersteigen; im April 2020 hatte der Ölpreis der Sorte Brent mit durchschnittlich 16,55 US-Dollar pro Tonne seinen Jahrestiefpunkt erreicht.

Engpässe bei Schiffscontainern und Mikrochips als Folge veränderter Konsummuster in der Pande-

mie und im Zuge des klimabedingten Strukturwandels haben ebenfalls zu dem Preisschub zu Jahresbeginn beigetragen. So waren die Importe aus China bereits im Dezember 2020 um nominal 15,7% höher als ein Jahr zuvor (Destatis 2021), während die Transportkapazitäten infolge geringerer Passagierflüge und während der Pandemie in Europa gestrandeter Container begrenzt waren. Infolge der Beschränkungen zur Eindämmung von Sars-CoV-2 ist die Nachfrage nach elektronischen Geräten, insbesondere Laptops und Smartphones für Homeoffice, Homeschooling und virtuelle Treffen, massiv gestiegen. Zugleich ist der Bedarf an Mikrochips und Sensoren in der Autoindustrie mit der anziehenden Nachfrage und auch infolge der Verlagerung hin zu elektrischen Fahrzeugen deutlich gestiegen.

Im weiteren Verlauf des Jahres dürfte es zumindest bei den Transportpreisen zu einer Entspannung kommen. Demgegenüber wird sich der Preisschub infolge der Mehrwert- und CO<sub>2</sub>-Steuern sowie des Ölpreises erst 2022 nicht mehr in der Inflationsrate niederschlagen.

## HVPI REAGIERT STÄRKER AUF ANGEBOSSCHOCKS

Im harmonisierten Verbraucherpreisindex schlagen sich die Sonderfaktoren rund um die Pandemie aktuell stärker nieder als in dem Verbraucherpreisindex des Statistischen Bundesamts. So betrug die deutsche HVPI-Inflation im Januar und Februar

<sup>1</sup> Zwischen 1. Juli und 31. Dezember 2020 wurde der normale Satz auf 16% statt 19% und der reduzierte Satz auf 5% statt 7% gesenkt.

2021 1,6%, die Inflation auf Basis des VPI nur 1% bzw. 1,3% (Abbildung 1).

Besonders markant war der Unterschied bei den Dienstleistungspreisen: Gemessen am HVPI lagen diese im Januar 2021 um 2,5% höher als im Vorjahresvergleich, gemessen am VPI nur um 1,4%. Obwohl ihr Gewichtsanteil mit aktuell 44% im HVPI niedriger ist als beim VPI (53%), war der Beitrag der Dienstleistungspreise zur HVPI-Inflation mit 1,1 Prozentpunkten daher deutlich höher als bei der VPI-Inflation (0,7 Prozentpunkte).

Der deutsche HVPI wird aus der gleichen Datenbasis abgeleitet wie der VPI, so dass die unterschiedlichen Preissteigerungen nur auf die unterschiedliche Gewichtung der einzelnen Waren und Dienstleistungen zurückzuführen sein kann. So berücksichtigt der HVPI anders als der VPI selbstgenutztes Wohneigentum nicht.<sup>2</sup> Für den VPI werden die Nettokaltmieten als Grundlage für den Mietwert selbstgenutzten Wohneigentums verwendet.<sup>3</sup> Da in Deutschland knapp die Hälfte aller Haushalte Wohneigentum selbst nutzen, ergibt sich für die Mieten im VPI ein Anteil von knapp 20% verglichen mit nur knapp 11% im HVPI. Durch den höheren Anteil an den Dienstleistungen dämpfen daher die Mieten mit einem Anstieg von nur 1,3% im VPI stärker als im HVPI, während im HVPI stärker zunehmende Preise von Dienstleistungen wie Friseur- und Körperpflege, Rechtsberatung und Kfz-Reparaturen aufgrund des höheren Gewichts mehr zu Buche schlagen.

Besonders stark wirkt sich aktuell die Veränderung der Gewichte aus, die im HVPI jährlich an das Konsumverhalten angepasst werden, beim VPI aber nur alle fünf Jahre. Sehr deutlich zeigt sich dies am Beispiel der Pauschalreisen.<sup>4</sup> Bei unveränderten Gewichten hätten die Preise für Pauschalreisen im Januar 2021 bei einer Änderungsrate von -3,5% einen Beitrag zur Inflationsrate von -0,1 Prozentpunkten geleistet. Tatsächlich ist ihr Inflationsbeitrag aber mit 0,5 Prozentpunkten merklich positiv, weil das Gewicht von Pauschalreisen am Warenkorb infolge des coronabedingt veränderten Konsummusters von 3% 2020 auf 1% 2021 gesenkt wurde. Daher konnte der geringer gewichtete Rückgang zur Jahreswende den stärker gewichteten Anstieg im Verlauf von 2020, der für sich genommen mit 0,8 Prozentpunkten zu Buche schlägt, nicht aufwiegen.

<sup>2</sup> Im HVPI ebenfalls nicht erfasst werden die Preise für Glücksspiel sowie die Kraftfahrzeugsteuer und -zulassungsgebühren, die allerdings im Januar 2021 überdurchschnittlich stark zulegten.

<sup>3</sup> Die Frage, ob selbstgenutzte Wohneigentum beim HVPI berücksichtigt werden sollte und, wenn ja, auf welche Weise, wird derzeit im Rahmen der Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB kontrovers diskutiert und ist nicht trivial, da selbstgenutzte Immobilien nicht nur das Konsumgut Wohnen darstellen, sondern auch einen Vermögenswert wie Aktien (Dullien und Tober 2021).

<sup>4</sup> Auf die Bedeutung der Gewichtsänderungen und speziell der Preise für Pauschalreisen wies jüngst auch die Bundesbank hin (Deutsche Bundesbank 2021, S. 66).

## SCHWACHE INFLATIONSDYNAMIK IM EURORAUM

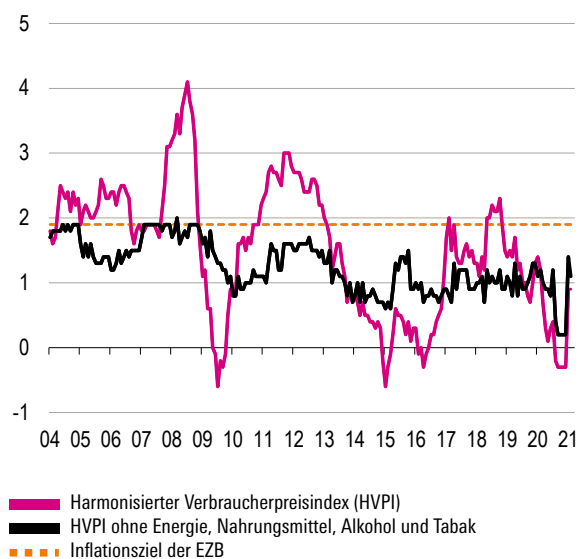
Mit Ausnahme der Mehrwertsteuereffekte wirken die oben beschriebenen temporären Preisschocks infolge pandemiebedingter Engpässe und hygienischer Zusatzkosten sowie des Anstiegs der Ölpreise auch in den anderen Euroländern. Trotz der deutlichen Zunahme der deutschen harmonisierten Verbraucherpreise um 1,6% im Januar 2021 und im Februar 2021 fiel die Euroraum-Inflationsrate mit 0,9% in beiden Monaten weiterhin schwach aus. Betrachtet man den Euroraum ohne Deutschland, so lag die Inflationsrate sogar nur bei 0,6%. Anders als in Deutschland unterzeichnet die Inflation im Euroraum allerdings tendenziell die zugrundeliegende Inflationsdynamik, weil die Preise für Energie (Haushaltsenergie und Kraftstoffe) noch dämpfend wirken. Die üblicherweise aufschlussreichere Kerninflationsrate ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak liegt mit 1,4% im Januar bzw. 1,1% im Februar 2021 höher, überzeichnet aber die Grunddynamik wegen des deutschen Mehrwertsteuereffekts und der pandemiebedingten Preissteigerungen bei Dienstleistungen (Abbildung 2).

Die Kerninflation im Euroraum liegt bereits seit dem Jahre 2008 deutlich unter dem Inflationsziel der EZB und seit Anfang 2014 sogar nur bei durchschnittlich 0,9%. Diese zu geringe Grunddynamik der Inflation spiegelt eine deutliche Unterauslastung der Wirtschaft wider und dürfte sich infolge des massiven Wirtschaftseinbruchs im vergangenen Jahr noch weiter abgeschwächt haben.

Abbildung 2

### Inflation und Kerninflation im Euroraum,

Veränderungen der Indizes gegenüber Vorjahresmonat, Januar 2004 bis Februar 2021, in %



Quelle: Eurostat.



Die Kerninflation ist dabei eine von mehreren Indikatoren für die zugrundeliegende Inflationsdynamik, die für die Geldpolitik von entscheidender Bedeutung ist. Eine geldpolitische Reaktion auf kurzfristige Preisschocks, wie steigende Lebensmittelpreise aufgrund von Ernteaussfällen oder höhere Ölpreise, hätte, wenn überhaupt, nur minimale Auswirkungen auf die betreffenden Preise. Stattdessen würde die allgemeine Inflationsdynamik eingedämmt, was zu einer niedrigeren Inflation führt, sobald der vorübergehende Preisschock ab-

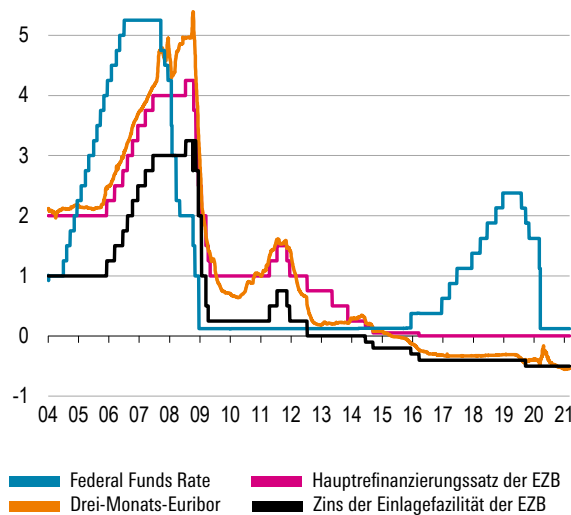
klingt. Einmalige Preisschocks erfordern daher keine geldpolitische Reaktion (Tober und Zimmermann 2009), was sich in der Definition des Inflationsziels der EZB als mittelfristiges Ziel widerspiegelt.

Ein weiterer Indikator für die künftige Inflationsentwicklung sind die kurz- und längerfristigen Inflationserwartungen. Eine Verankerung der längerfristigen Inflationserwartungen am Inflationsziel ist dabei wichtig für die Wirksamkeit der Geldpolitik (► **Infobox 1: Zu den Determinanten der Inflationserwartung auf Seite 8**).

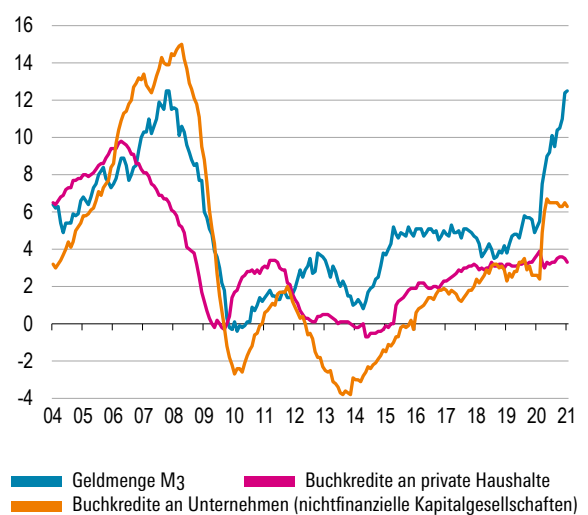
Abbildung 3

### Wirkung der Geldpolitik auf Zinsen, Wechselkurse und Kredite

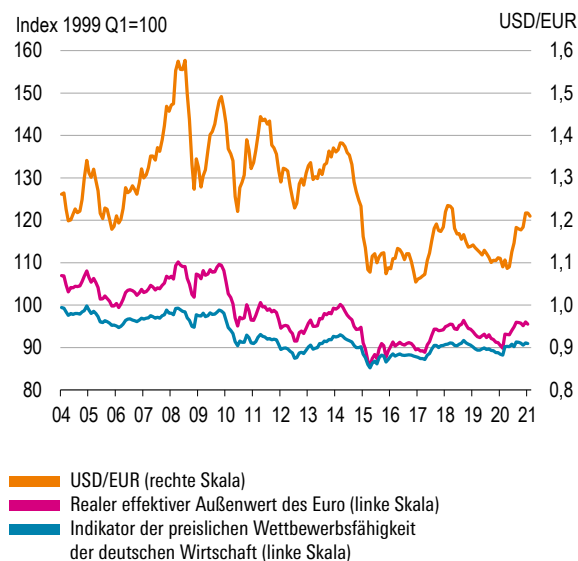
a) Leitzinsen im Euroraum und in den USA in %



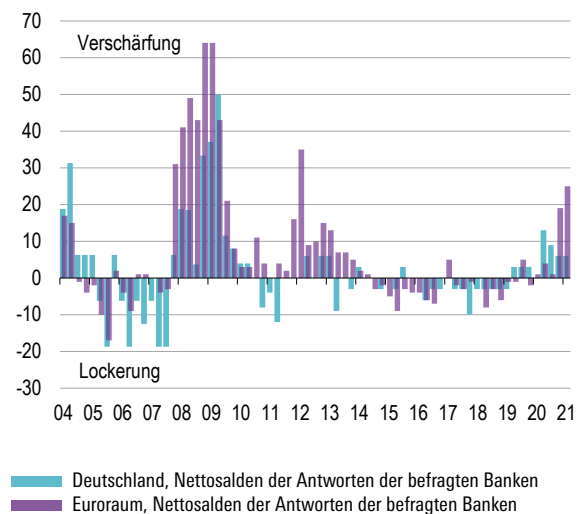
b) Geldmenge M3 und Kreditvolumen Veränderung gegenüber Vorjahr in %



c) Wechselkurse und realer effektiver Außenwert<sup>1</sup>



d) Kreditvergabestandards (Bank Lending Survey)



<sup>1</sup> Auf Basis der Verbraucherpreise, gegenüber 42 Ländern (Euroraum) bzw. 60 Ländern (Deutschland). Sinkende Werte bedeuten eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit.

Quellen: Deutsche Bundesbank; Europäische Zentralbank; Federal Reserve.

Aktuell besteht die Chance, dass die europäische Wirtschaft mithilfe der stark expansiven Geld- und Fiskalpolitik und begünstigt durch ein positives internationales Umfeld einen kräftigen Erholungskurs einschlägt. Dann würde sich die mittelfristige Inflation in Richtung des Inflationsziels entwickeln. Eine kräftige Erholung wäre zudem eine wichtige Voraussetzung für eine Verringerung der weiterhin hohen Unterbeschäftigung im Euroraum und für einen reibungslosen Strukturwandel in Richtung Klimaneutralität.

## HOHE UNTERBESCHÄFTIGUNG IM EURORAUM

Ein baldiges Zurückdrehen der geld- und fiskalpolitischen Impulse würde die konjunkturelle Erholung gefährden. Die EZB ist daher richtigerweise bestrebt, frühestens dann die Zinsen zu erhöhen, wenn sich abzeichnet, dass sich die Inflationsdynamik stabil auf dem Niveau des Inflationsziels einpendelt (Abbildung 3). Sie plant, bis mindestens März 2022 Wertpapiere im Rahmen des Pandemie-Notfall-Kaufprogramms zu erwerben, wobei sie bis Ende Februar 2021 ein Volumen von rund 867 Mrd. Euro der insgesamt veranschlagten 1850 Mrd. Euro zur Stabilisierung der Zinsen auf niedrigem Niveau ausgeschöpft hat. Die langfristigen Refinanzierungsprogramme, die den Banken teilweise Negativzinsen bescherten, haben gegenwärtig eine Laufzeit bis Mitte 2022.

Die vergangenen Jahre haben gezeigt, dass die EZB bei fiskalpolitischem Gegenwind in einem Umfeld niedriger Zinsen und schwacher Investitionsneigung nicht in der Lage ist, ihr primäres Ziel der Preisstabilität zu erreichen. Die makroökonomische Stabilisierung erfordert gegenwärtig, dass Geld- und Fiskalpolitik an einem Strang ziehen.

Das Ausmaß der derzeitigen Unterauslastung im Euroraum wird deutlich, wenn man berücksichtigt, dass der Euroraum vor der Corona-Krise vor allem deshalb etwas besser dastand als vor der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise, weil das BIP Deutschlands – der mit Abstand größten Volkswirtschaft des Euroraums (BIP-Anteil 2019: 28,5%) – den Vorkrisenstand 2008 im Jahr 2019 um 14,2% überschritt. Unter den am schwersten von der damaligen Krise getroffenen Euroländern hatte Spanien das BIP-Niveau von 2008 zwar im Verlauf des Jahres 2016 wieder erreicht und Portugal im Jahresverlauf 2017, aber in Italien und in Griechenland war das Bruttoinlandsprodukt auch 2019 noch um 2,9% bzw. 23,2% niedriger als vor der Krise elf Jahre zuvor.<sup>5</sup> Als Folge war die Arbeitslosigkeit

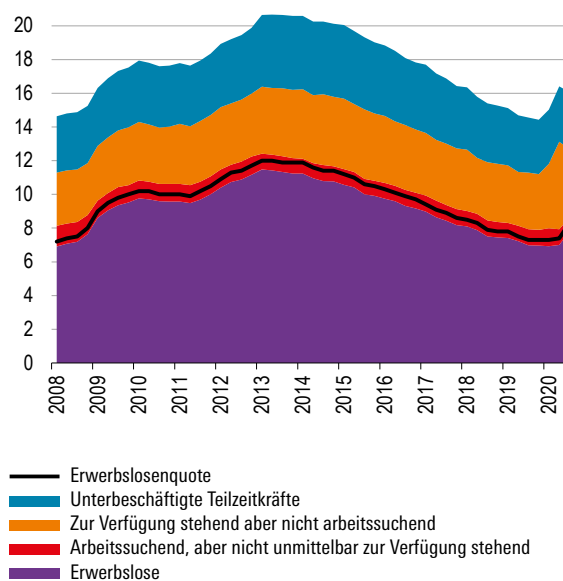
im Euroraum auch vor der Corona-Krise mit 7,2% hoch; Ende 2020 lag sie bei 8,3% bzw. 13,7 Millionen Erwerbspersonen.

Die Unterbeschäftigung, die auch jene Personen berücksichtigt, die unfreiwillig Teilzeit arbeiten, die Suche nach einem Arbeitsplatz aufgegeben haben oder kurzfristig nicht zur Verfügung stehen, war im dritten Quartal 2020, dem aktuellsten Datenstand, mit 16% sogar fast doppelt so hoch (Abbildung 4). In Deutschland lag die Unterbeschäftigungsquote im 3. Quartal 2020 bei 8,9%, verglichen mit 16,8% im ersten Quartal 2008.

Die entscheidende Frage für die EZB ist, inwieweit sich die zu erwartende steigende Nachfrage auf die Lohnsteigerungen auswirkt. Eine Inflation kann nur in Gang gehalten werden, wenn sich Löhne und Preise aufschaukeln (Riese 1986; Robinson 1938). Die hohe Unterbeschäftigung im Euroraum deutet darauf hin, dass die Wirtschaft noch über mehrere Jahre mit einer überdurchschnittlichen Rate inflationsfrei wachsen könnte: Nimmt mit steigender Produktion die Erwerbsbeteiligungsquote zu, weil zuvor Desillusionierte die Arbeitssuche wieder aufnehmen, so verschiebt sich die Grenze des inflationsfreien Wachstums nach oben (Blanchard und Summers 2017; Logeay und Tober 2006).

Abbildung 4

Unterbeschäftigungsquote im Euroraum in % der erweiterten Erwerbspersonen



Quellen: Eurostat, Erwerbslosenstatistik nach dem ILO-Konzept.



<sup>5</sup> Berechnet auf Basis der Daten zum Bruttoinlandsprodukt zu konstanten Preisen in der AMECO-Datenbank der EU-Kommission mit Stand 5. November 2020.





## Infobox 1: Zu den Determinanten der Inflationserwartung

Um dem Ziel, die Preisstabilität zu wahren, gerecht zu werden, achten Zentralbanken insbesondere auf die Verankerung der mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen am Inflationsziel. Langfristige Inflationserwartungen reagieren nur insoweit auf aktuelle gesamtwirtschaftliche Entwicklungen, wie diese das Potential permanenter Inflationsänderungen in sich bergen. Eine geringe Reaktion der langfristig am Inflationsziel verankerten Erwartungen auf realisierte Inflationsraten ist also gleichbedeutend damit, dass die Wirtschaftsakteure aktuelle Abweichungen zur Zielinflation nicht als dauerhaft ansehen, sondern vielmehr mit einer Rückkehr zum Zielinflationwert von unter, aber nahe 2 % in absehbarer Zeit rechnen (Deutsche Bundesbank 2015).

In diesem Kontext untersuchen wir die Determinanten der langfristigen Inflationserwartungen im Euroraum. Dabei stehen folgende Fragen im Vordergrund:

- Welche Makrovariablen sind grundsätzlich relevant für Bewegungen der Inflationserwartungen?
- Findet sich ein robuster Zusammenhang zwischen den Inflationserwartungen und der Lohnentwicklung oder der Arbeitslosigkeit wie theoretisch zu erwarten wäre?

Datengrundlage für die vorliegende Analyse bilden langfristige Inflationserwartungen, die sich aus am Finanzmarkt gehandelten Inflationsswaps bestimmen lassen. Dabei zielt das liquideste solcher Instrumente auf die sogenannte 5y5y-Breakeven-Rate und gibt die Markterwartung bezüglich der durchschnittlichen Höhe der Inflation in der 5-Jahresperiode wieder, die in 5 Jahren beginnt. Verwendet werden Daten von Januar 2008 (Finanzmarktkrise als Strukturbruch) bis September 2020 (letztverfügbarer Datenpunkt der als erklärende Variable verwendeten Stundenlöhne). Auf Basis dieser Stichprobe kann mit Hilfe des KPSS-Einheitswurzeltests die Stationarität der Inflationserwartungen (abhängige Variable), wie auch der als erklärende Variablen benutzten Makrozeitreihen (Abbildung 5), bei einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 5 % nicht ausgeschlossen werden.<sup>1</sup> Als erklärende Variablen werden die Veränderung der harmonisierten Konsumentenpreise ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak gegenüber dem Vorjahresmonat (Kerninflation), die entsprechende Veränderung der Ölpreise, des Geschäftsklimas im Euroraum (Indika-

tor der EU-Kommission), der Stundenlöhne im Privatsektor und der Erwerbslosigkeit berücksichtigt. Alle Daten bis auf die vierteljährlichen Stundenlöhne liegen auf Monatsfrequenz vor. Letztere werden für die Analyse interpoliert.

Tabelle 1 zeigt fünf verschiedene Spezifikationen, bei denen jeweils ein zeitverzögerter Wert der Inflationserwartungen als zusätzliche erklärende Variable verwendet wird. Auf Basis dieses Spezifikationsdesigns kann in allen Fällen Autokorrelation der Residuen ausgeschlossen werden (BG-LM-Test). Der Koeffizient der verzögerten Inflationserwartungen zeigt jeweils einen Wert nahe 1, was einer hohen Persistenz der Inflationserwartungen entspricht. Ist es der Zentralbank durch einen geldpolitischen Eingriff (Schock) einmal gelungen, die Inflationserwartungen in die Nähe des Inflationsziels zu schieben (zu verankern), so kann sich die Verankerung nur langsam lösen. Temporäre Einflüsse, wie sie derzeit in der Covid-19-Krise zu beobachten sind, sind im Spezifikationsdesign eher durch Veränderungen von exogenen Variablen wie der Kerninflation und der Ölpreise berücksichtigt. Wie die Tabelle der Regressionsergebnisse zeigt, sind die Einflüsse der exogenen Variablen auf die Inflationserwartungen grundsätzlich deutlich schwächer als der Einfluss der verzögerten endogenen Variable. Dies wird hier als Verankerung der Inflationserwartungen gewertet.

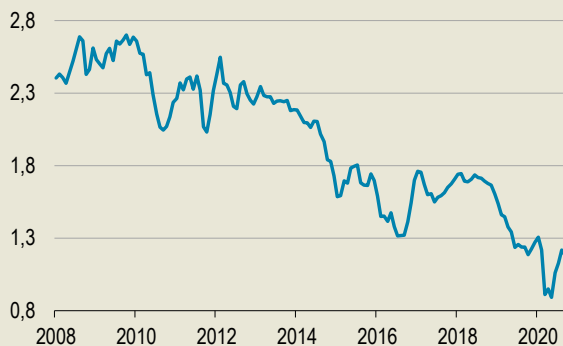
In Spezifikation (1) werden die Inflationserwartungen auf die aktuelle Kerninflation sowie die aktuellen Veränderungen des Ölpreises regressiert. Veränderungen des Ölpreises sind in dieser Spezifikation zwar nicht signifikant; der p-Wert für den Koeffizienten übertrifft die Irrtumswahrscheinlichkeit von 10 % aber nur leicht. In den anderen Spezifikationen ist der Koeffizient der Ölpreise signifikant. Vorsicht ist geboten bei dem betragsmäßig kleinen Koeffizienten, weil die beobachteten Schwankungen des Ölpreises deutlich größer sind als bei den anderen erklärenden Variablen. Wie schon erwähnt, sind grundsätzlich die Einflüsse der exogenen Faktoren auf die Inflationserwartungen gering; im Vergleich zu den übrigen Variablen zeigen die Schätzungen aber keinen deutlich schwächeren Einfluss des Ölpreises. Dies lässt sich am Beispiel der signifikanten Wirkung der realisierten Kerninflation auf die Erwartungen in Spezifikation (1) illustrieren. Eine Veränderung um einen Prozentpunkt geht demnach nur mit einer Veränderung der Inflationserwartungen von 0,04 Prozentpunkten einher. Der Koeffizient der Ölpreise unterscheidet sich zwar erst auf der vierten Nachkommastelle von 0. Betrachtet man aber die standardisierten Koeffizienten, die einen Vergleich der Einflussstärke erlauben, so beträgt dieser bei der Kerninflation 0,028 und beim Ölpreis 0,027.

In Spezifikation (2) wird die Regressionsgleichung um die Veränderungen des Geschäftsklimas als Einflussfaktor ergänzt. Bei Berücksichtigung des kontemporären Geschäftsklimas ergibt sich ein

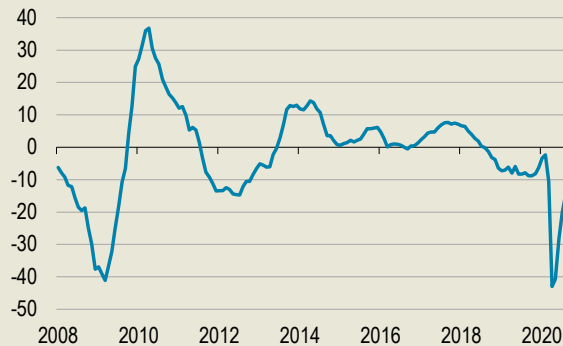
<sup>1</sup> Resultate der Integrationstests und der Berechnung standardisierter Koeffizienten in der Schätzung sind auf Anfrage erhältlich. Bei den Integrationstest ist die Ergebnislage nicht eindeutig. Der ADF-Test lehnt entgegen dem KPSS-Test für die Inflationserwartungen und die Erwerbslosenquote die Nullhypothese einer Einheitswurzel unter Berücksichtigung einer fünfprozentigen Irrtumswahrscheinlichkeit nicht ab.

## Inflationserwartungen und ihre Determinanten

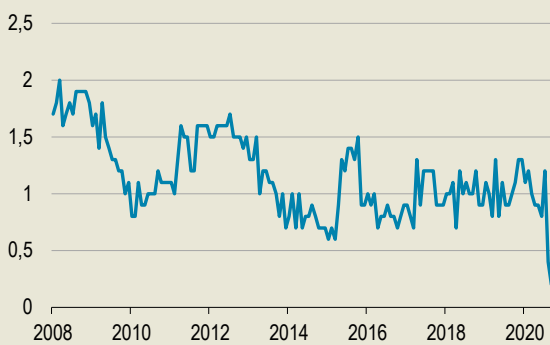
a) Euroraum Inflationserwartung berechnet aus Swap Forward 5Y5Y in %



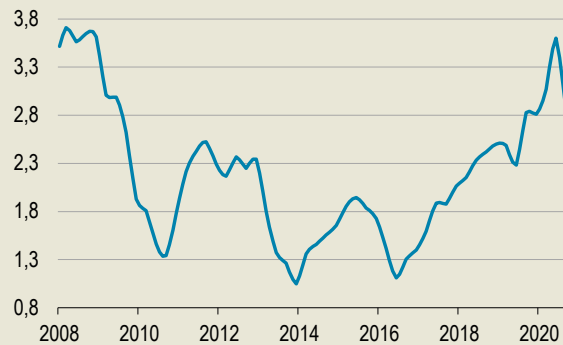
b) Euroraum Geschäftsklima Veränderung in % gegenüber Vorjahresmonat



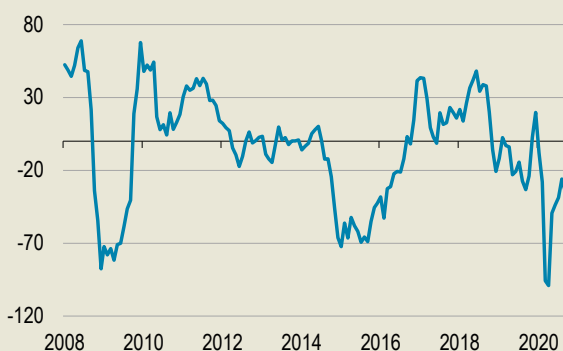
c) Konsumentenpreise ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol, Tabak, Veränderung in % gegenüber Vorjahresmonat



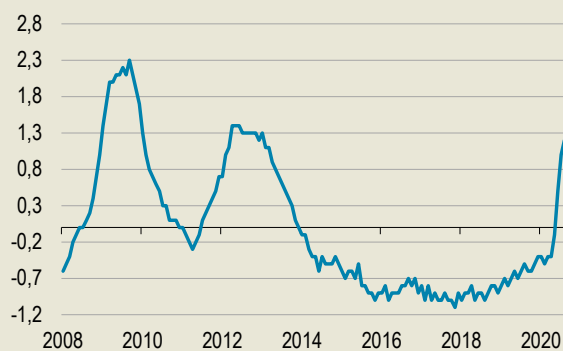
d) Euroraum Stundenlöhne im Privatsektor, Veränderung in % gegenüber Vorjahresmonat



e) Ölpreis, Veränderung in % gegenüber Vorjahresmonat



f) Euroraum Erwerbslosenquote, Veränderung in % gegenüber Vorjahresmonat



Die Darstellung zeigt die Inflationserwartungen (oben links) und ihre möglichen Determinanten (oben rechts bis unten rechts) für die Zeit zwischen Januar 2008 und September 2020. Zur Vermeidung von Multikollinearität liegen den Jahresveränderungen in der Regression entgegen der Darstellung reale Ölpreise und reale Stundenlöhne zu Grunde.

Quellen: Macrobond; Reuters; Berechnungen des IMK.

IMK

zwar signifikanter, aber kleiner und negativer Koeffizient. Da eine negative Wirkung einer sich aufhellenden Stimmung auf die Inflationserwartungen aus ökonomischer Sicht wenig plausibel erscheint, wird in den weiteren Spezifikationen auf das Geschäftsklima als erklärende Variable verzichtet. Spezifikation (3) ergänzt Spezifikation (1) stattdes-

sen um Veränderungen der realen Stundenlöhne. Zwar ist der sich ergebende schwach signifikante Koeffizient auch in diesem Fall klein, aber ein positiver Zusammenhang zwischen dem Wachstum der Stundenlöhne und den Inflationserwartungen ökonomisch plausibel. Der standardisierte Koeffizient der Lohnentwicklung übertrifft dabei denjenigen

der Kerninflation leicht (0,032 vs. 0,031). Das zeigt die Relevanz der Lohnentwicklung für die Inflationserwartungen. Eine stabilitätsgerechte Regel für den Anstieg der Nominallohne orientiert sich folgerichtig an der Summe aus durchschnittlichen Produktivitätsgewinnen und der Zielinflation der Zentralbank. In Spezifikation (4) wird zusätzlich die Erwerbslosenquote berücksichtigt, für die sich ein geringer, schwach signifikanter und positiver Koeffizient ergibt. Diese Spezifikation ähnelt auf den ersten Blick der um Erwartungen erweiterten Phillipskurve, die grundsätzlich einen negativen Zusammenhang zwischen Inflation und der Arbeitslosigkeit beschreibt (Spezifikation 5).<sup>2</sup> Bei genauerem Hinsehen ergeben sich aber wesentliche Unterschiede. In Spezifikation 5 dient die aktuelle Inflation,  $\pi$ , statt der

Inflationserwartungen,  $\pi^e$ , als abhängige Variable und die Erwerbslosigkeit erscheint im Niveau, was aber in Widerspruch zu den obengenannten Resultaten der KPSS-Integrationstests steht. Außerdem wirft das Vorzeichen des Koeffizienten der Erwerbslosenquote in Spezifikation (4) Fragen auf, da es ökonomisch, ähnlich wie bei der Phillipskurve, eher plausibel ist, wenn eine Zunahme der Erwerbslosigkeit mit nachgebenden Inflationserwartungen verbunden ist, d.h. ein negativer Zusammenhang geschätzt würde. Aufgrund der unklaren Rolle der Erwerbslosigkeit verbleibt Spezifikation (3) als bevorzugte Spezifikation, die neben der Kerninflation und der Veränderungen der Ölpreise die Lohnentwicklung als zentralen Einflussfaktor für die Inflationserwartungen identifiziert.

Insgesamt deutet die Analyse infolge der geringen Koeffizienten der exogenen Variablen auf grundsätzlich verankerte Inflationserwartungen hin. Allerdings spiegelt das in den vergangenen Jahren geringe Niveau der Inflationserwartungen die seit Jahren deutlich unter dem Inflationsziel liegende Inflationsrate wider und deutet auf die Erwartung einer niedrigen Inflation auch in den nächsten Jahren hin.

<sup>2</sup> Spezifikation (5) berücksichtigt keinen Gewinnaufschlag der Preise über die Löhne und keine zusätzlichen Faktoren, die die Lohnsetzung beeinflussen können. Die Inflationserwartungen in 5 Jahren über 5 Jahre erhalten Eingang über einen um 10 Jahre verzögerten Wert. Die Schätzung leidet unter Autokorrelation der Residuen; sie dient nur dem Zweck, den funktionalen Zusammenhang zu illustrieren.

Tabelle 1

#### Inflationserwartungen und ihre Determinanten

2008M1 – 2020M9	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Abhängige Variable:	$\pi^e$	$\pi^e$	$\pi^e$	$\pi^e$	$\pi$
Inflationserwartung 5Y5Y	0,975***	0,994***	0,968***	0,962***	
(-1)	(0,011)	(0,013)	(0,011)	(0,039)	
Kerninflation	0,037*	0,001***	0,041**	0,048**	
	(0,011)	0,023	(0,019)	(0,002)	
$\Delta \log$ Realer Ölpreis	0,000	0,001***	0,001**	0,001***	0,012***
	(0,000)	(0,001)	(0,000)	(0,000)	(0,093)
$\Delta \log$ Geschäftsklimaindex		-0,001**			
		(0,001)			
$\Delta \log$ Reale Stundenlöhne			0,014*	0,016*	
			(0,009)	(0,008)	
$\Delta$ Erwerbslosenquote				0,013**	
				(0,006)	
Erwerbslosenquote					-0,137***
					(0,025)
Inflationserwartung 5Y5Y					0,961***
(-120)					(0,093)
Adjustiertes R <sup>2</sup>	0,973	0,973	0,973	0,974	0,676
Schwarz-Bayes-Kriterium	-2,188	-2,189	-2,176	-2,167	1,190
BG-LM-Test (-1, ..., -12)	0,216	0,267	0,470	0,536	0,000
Breusch-Pagan-Godfrey-Test	0,022	0,044	0,017	0,044	0,046
Ramsey-Reset-Test	0,698	0,178	0,869	0,028	0,002

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse der Regression der langfristigen Inflationserwartungen auf ihre möglichen Determinanten. Standardfehler sind in Klammern angegeben. \*, \*\* und \*\*\* steht für Signifikanz basierend auf einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 10 %, 5 % und 1%. Für die Diagnosetests werden p-Werte angegeben. BG-LM Test (-1, ..., -12) steht für den Breusch-Godfrey-Lagrange-Multiplier-Test mit der Nullhypothese, dass die Residuen bis zur 12. Verzögerung keine Autokorrelation zeigen, Breusch-Pagan-Godfrey-Test für einen Test mit der Nullhypothese der Homoskedastizität und Ramsey-Reset-Test für einen Test mit der Nullhypothese, dass die lineare Spezifikation stabil ist.

## AKTUELLE INFLATIONSDISKUSSION IN DEN USA

In kürzlich erschienenen Beiträgen warnen die Ökonomen Olivier Blanchard und Larry Summers vor Inflationsrisiken, die von dem 1,9 Billionen US-Dollar schweren Konjunkturprogramm der neuen US-Regierung ausgehen würden (Summers 2021). Demgegenüber argumentiert der Nobelpreisträger Paul Krugman, dass die gegenwärtig geringe Auswirkung der Arbeitslosigkeit auf die Inflation – die flache Phillipskurve – zur Folge hat, dass „selbst eine heißlaufende Wirtschaft [derzeit] nur zu einem bescheidenen inflationären Druck führt“ (Krugman 2021).

Diese Debatte ist für die Gestaltung der Fiskal- und Geldpolitik nach der Covid-Krise von großer Bedeutung. Sowohl Summers als auch Blanchard stützen ihr Urteil auf die Größe des erwarteten Fiskalstimulus im Verhältnis zur bestehenden Produktionslücke, die den Abstand des BIP vom sogenannten Produktionspotenzial misst. Ein grundsätzliches Problem in diesem Kontext ist aber, dass sich das Produktionspotenzial weder empirisch noch theoretisch genau bestimmen lässt (Horn et al. 2007; Sahm 2021). Je nach Schätzung könnte der Biden-Plan Berechnungen von Olivier Blanchard zufolge das Drei- bis Fünffache der derzeit negativen Produktionslücke in den USA ausmachen. Die Wirkung könnte durch Aufholeffekte bei der Nachfrage noch verstärkt werden, sobald die Covid-Beschränkungen aufgehoben werden. Daraus könnte sich theoretisch ein hoher Inflationsdruck entwickeln. Obwohl sie die Phillips-Kurve nicht explizit erwähnen, scheinen Summers und Blanchard davon auszugehen, dass diese normal geneigt ist, wenn sich die Wirtschaft wieder einem höheren Beschäftigungsniveau nähert. Auch blendet eine solche Argumentationslinie die langfristigen Inflationserwartungen und deren Verankerung aus – ein Konzept, das aus dem Blickwinkel der Zentralbanken für die Inflation von zentraler Bedeutung ist. Das Fiskalpaket der Biden-Regierung enthält zudem zu einem erheblichen Teil Sonderausgaben, die in spezifischem Zusammenhang mit der Begrenzung der Covid-19-Pandemie stehen, wie beispielsweise die Impfgaben, und nur einen geringen Einfluss auf die Veränderungen der Inflation sowie der Inflationserwartungen haben dürften.

## INFLATIONSÄNGSTE ÜBERZOGEN

Es besteht inzwischen ein breiter Konsens darüber, dass der zu schnelle Umschwung hin zu einer restriktiv wirkenden Konsolidierungspolitik nach der internationalen Finanzkrise 2008/2009 entscheidend dazu beigetragen hat, dass sich der Euroraum auch 2019 noch nicht vollständig von der Finanzkri-

se und der anschließenden Euroraum-Krise erholt hatte (IWF 2020). Entsprechend schwach fielen die nominalen Lohnsteigerungen und die Inflation aus. In Deutschland liegen die Lohnsteigerungen infolge der besseren Arbeitsmarktlage seit einigen Jahren etwas über denen im Euroraum insgesamt. Dies ist jedoch keine ungleichgewichtige Entwicklung, sondern trägt zur makroökonomischen Stabilität des Euroraums bei. Gerade in Deutschland ist eine weitere Stärkung der Binnennachfrage erforderlich, um die hohen Leistungsbilanzüberschüsse – in Höhe von 7,2 % des BIP insgesamt und 2,2 % des BIP gegenüber den übrigen Euroländern im Jahr 2019 – zu verringern.

Aktuell besteht die Chance, dass die Wirtschaft im Euroraum – angeregt von niedrigen Zinsen, einer expansiven Fiskalpolitik und einer lebhaften Weltwirtschaft – einen kräftigen Erholungskurs einschlägt. Die großen Herausforderungen der sozial-ökologischen Transformation, der gestiegenen staatlichen Schuldenstände und der hohen Unterbeschäftigung wären im Zuge eines Aufschwungs einfacher zu bewältigen.

Befürchtungen einer bevorstehenden hohen Inflation sind aus mehreren Gründen wenig überzeugend. Erstens ist die Inflation im Euroraum noch weit vom Inflationsziel der EZB entfernt. Zweitens ist die aktuelle Erhöhung der Inflation teilweise auf temporäre Faktoren zurückzuführen, die spätestens Anfang 2022 auslaufen dürften. Drittens ist die EZB in der Lage, einer sich andeutenden mittelfristigen Überschreitung des Inflationsziels wirksam mit Zinserhöhungen zu begegnen. Das Risiko einer bewusst in Kauf genommenen hohen Inflation zur Entwertung der Staatsschulden ist gering, weil die Zentralbanker wissen, dass eine solche Strategie mittelfristig zum Scheitern verurteilt ist. Höhere Risikoprämien und der Verlust der längerfristigen Inflationserwartungen als Stabilitätsanker würden mittelfristig zu höherer Arbeitslosigkeit und steigenden Schuldenständen führen. Die folgenschwerere Gefahr bestünde also darin, dass sich diesseits und jenseits des Atlantiks kein selbsttragender Aufschwung etabliert.

Das von der Biden-Regierung auf den Weg gebrachte massive Fiskalpaket in Höhe von 1,9 Billionen US-Dollar und die Aussicht auf ein zusätzliches transformatives Investitionsprogramm in den kommenden vier Jahren lassen einen kräftigen Aufschwung in den USA erwarten. Auch hier ist das Risiko einer aus dem Ruder laufenden Inflation gering, da die Federal Reserve ebenso wie die EZB über die stabilitätspolitisch erforderlichen Instrumente verfügt. In den Worten der ehemaligen Notenbankpräsidentin und aktuellen Finanzministerin Janet Yellen: „I’ve spent many years studying inflation and worrying about inflation. And I can tell you we have the tools to deal with that risk if it materializes“ (Yellen 2021).

Durch die internationale Verflechtung der Finanzmärkte würden steigende Zinsen in den USA

auch die langfristigen Zinsen in Europa steigen lassen, was das Wirtschaftswachstum im Euroraum belasten würde. So haben die besseren Konjunkturaussichten in den USA jüngst bereits zu einem Anstieg der langfristigen Zinsen um 0,5 Prozentpunkte in den USA und um 0,2 Prozentpunkte in Deutschland geführt. Die EZB kann mit ihren Wertpapierkäufen zwar den Anstieg der Zinsen mildern. Ein deutliches Wachstumsgefälle zwischen den USA und dem Euroraum würde zudem den Wechselkurs des Euro schwächen und die europäische Wirtschaft über die Exporte anregen. So könnte der Euroraum als Trittbrettfahrer von der Expansion in China und den USA profitieren. Allerdings würden

die dann steigenden Leistungsbilanzüberschüsse zu Recht internationale Konflikte provozieren. Wichtiger wäre es daher, dass die Fiskalpolitik in Deutschland und im Euroraum deutlich expansiv ausgerichtet bleibt und die Geldpolitik dabei unterstützt, die Wirtschaft anzuregen und auf einen höheren Wachstumspfad zu bringen. Die Fiskalpolitik kann durch öffentliche Investitionen und gezielte Förderungsmaßnahmen zudem den erforderlichen Transformationsprozess in Richtung Klimaneutralität vorantreiben (Dullien et al. 2021). Ein kräftiger Aufschwung würde in den kommenden Jahren dann auch ein behutsames Ende der langjährigen Niedrigzinspolitik ermöglichen.

**Blanchard, O. / Summers, L. (2017):** Rethinking Stabilization Policy – Evolution or Revolution? NBER Working Paper 24179.

**Deutsche Bundesbank (2015):** Inflationserwartungen: neuere Instrumente, aktuelle Entwicklungen und wesentliche Einflussfaktoren. In: Monatsbericht Juni, Jg. 67, Nr. 6, S. 45–60.

**Deutsche Bundesbank (2021):** Die Wirtschaftslage in Deutschland um die Jahreswende 2020/2021. In: Monatsbericht Februar, Jg. 72, Nr. 2, S. 5–11.

**Draghi, M. (2014):** Unemployment in the Euro Area. Speech by the President of the ECB, Annual Central Bank Symposium in Jackson Hole, 22.08.2014.

**Dullien, S. / Gechert, S. / Herzog-Stein, A. / Rietzler, K. / Stein, U. / Tober, S. / Watt, A. (2020):** Im Zeichen des Klimawandels. Wirtschaftspolitische Herausforderungen 2020. IMK Report Nr. 155.

**Dullien, S. / Rietzler, K. / Tober, S. (2021):** Öffentliche Investitionen im Konjunkturprogramm als Einstieg in die sozial-ökologische Transformation. In: Wirtschaftsdienst 2021/3, S. 12–15.

**Dullien, S. / Tober, S. (2021):** ECB Strategy: Best Practice and New Frontiers. IMK Policy Brief, im Erscheinen.

**Federal Reserve (2020):** Guide to changes in the Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 27.08.2021.

**Hagenkott-Rieger, S. (2020):** Wird die „wahre“ Inflationsrate gemessen? Praxis der Inflationsmessung vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie. In: Wirtschaftsdienst 22/11, S. 842–847.

**Horn, G. / Logeay, C. / Tober, S. (2007):** Methodische Fragen mittelfristiger gesamtwirtschaftlicher Projektionen am Beispiel des Produktionspotenzials, Forschungsbericht im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie. IMK Study 1/2007.

**Internationaler Währungsfonds, IWF (2020):** World Economic Outlook: A Long and Difficult Ascent. Washington D.C., Oktober.

**Krugman, P (2021):** Stagflation revisited. Did we get the whole macro story wrong? 05.02.2021.

**Logeay, C. / Tober, S. (2006):** Hysteresis and the Nairu in the Euro Area. In: Scottish Journal of Political Economy, Jg. 53, Nr. 4, S. 409–29.

**Mackinnon, J. G. / White, H. (1985):** Some heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimators with improved finite sample properties. In: Journal of Econometrics, Jg. 29, H. 3, S. 305–325.

**Riese, H. (1986):** Theorie der Inflation. Tübingen.

**Robinson, J. (1938):** Review of The Economics of Inflation by C. Bresciani-Turroni. In: Economic Journal Nr. 48 (September), S. 507–513.

**Sahm, C. (2021):** A Big Fiscal Push is Urgent, The Risk of Overheating Is Small. Institute for New Economic Thinking, März.

**Statistisches Bundesamt (2021):** Exporte im Dezember 2020: +0,1 % zum November 2020. Pressemitteilung Nr. 54, 09.02.2021.

**Statistisches Bundesamt (2021):** Exporte im Dezember 2020: +0,1 % zum November 2020. Pressemitteilung Nr. 54, 09.02.2021.

**Summers, L (2021):** The Biden stimulus is admirably ambitious. But it brings some big risks, too. In: Washington Post, 04.02.2021 (online Ausgabe).

**Tober, S. / van Treeck, T. (2010):** Inflation – Die überschätzte Gefahr im Euroraum. IMK Report Nr. 57.

**Tober, S. / Zimmermann, T. (2009):** Monetary Policy and Commodity Price Shocks. In: Intereconomics, Jg. 44, Nr. 4, S. 231–237.

**Yellen, J. (2021):** Yellen expects full employment next year with stimulus. CNN-Interview mit Jake Tapper, 07.02.2021.

**Weidmann, J. (2021):** Die Insolvenzzahlen werden deutlich steigen. Interview mit der Augsburger Allgemeinen, 12.02.2021.



Alle Links wurden zuletzt am 05.03.2021 geprüft



## ALLE IMK PUBLIKATIONEN

Reports, Working Paper, Studies und Policy Briefs.

<https://www.imk-boeckler.de/de/veroeffentlichungen-15375.htm>

## IMPRESSUM

### Herausgeber

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK)  
der Hans-Böckler-Stiftung  
Georg-Glock-Straße 18, 40474 Düsseldorf  
Telefon +49 (211) 77 78-31 2

imk-report@boeckler.de  
<http://www.imk-boeckler.de>

### Pressekontakt

Rainer Jung, +49 (211) 77 78-15 0  
rainer-jung@boeckler.de

### Autorenkontakt

silke-tober@boeckler.de

### Ausgabe

IMK Report Nr. 166 (abgeschlossen am 5. März 2021)

Redaktionsleitung: Peter Hohlfeld  
Satz: Sabine Kurzböck

ISSN 1861-3683



„Keine Rückkehr des Schreckgespenstes Inflation - Geldpolitische Herausforderungen 2021“ von Silke Tober und Thomas Theobald ist unter der Creative Commons Lizenz Namensnennung 4.0 International lizenziert (BY).

Diese Lizenz erlaubt unter Voraussetzung der Namensnennung des Urhebers die Bearbeitung, Vervielfältigung und Verbreitung des Materials in jedem Format oder Medium für beliebige Zwecke, auch kommerziell.

Den vollständigen Lizenztext finden Sie hier:  
<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode.de>

Die Bedingungen der Creative Commons Lizenz gelten nur für Originalmaterial. Die Wiederverwendung von Material aus anderen Quellen (gekennzeichnet mit Quellenangabe) wie z. B. von Abbildungen, Tabellen, Fotos und Textauszügen erfordert ggf. weitere Nutzungsgenehmigungen durch den jeweiligen Rechteinhaber.