



# Höhere deutsche Inflation: Mission impossible?

29. Oktober 2014

**Autor**

Stefan Schneider  
+49 69 910-31790  
stefan-b.schneider@db.com

**Editor**

Bernhard Gräf

Deutsche Bank AG  
Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)  
Fax: +49 69 910-31877

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

**DB Research Management**  
Ralf Hoffmann

Dieser Bericht basiert auf den Global Economic Perspectives vom 23. Oktober 2014 und wurde übersetzt am 28. Oktober 2014.

Angesichts der massiven Unterauslastung der Produktionskapazitäten im Euro-Raum ist die Preisstabilität ernsthaft gefährdet. Abgesehen von den Einmaleffekten bei Energie- und Nahrungsmittelpreisen bedarf es nur noch eines weiteren Schocks, um die Verbraucherpreise sinken zu lassen. Daher ist es richtig, dass die EZB dieses Szenario mit allen ihr zur Verfügung stehenden Mitteln bekämpft.

Normalerweise würden dadurch die Inflationsrisiken in Ländern mit Vollbeschäftigung, wie Deutschland, weiter befeuert. Allerdings sind in Deutschland derartige Konsequenzen bis dato nicht festzustellen. Trotzdem überrascht, dass mittlerweile selbst Notenbankvertreter – von denen man dies eigentlich nicht erwarten sollte – die Tarifpartner zu höheren Lohnsteigerungen ermutigen (obwohl die tatsächlichen Aussagen wesentlich differenzierter als das öffentliche Echo waren).

Warum reagieren die deutschen Löhne und Preise so wenig? Wichtige Gründe sind kulturelle Faktoren und sogar individuelle Charaktereigenschaften, die zu einer hohen Inflationsaversion führen und damit zum Entstehen der speziellen deutschen Institutionen beigetragen haben. Im Kern scheint die deutsche Gesellschaft mit Verteilungskonflikten und Zeitinkonsistenzproblemen besser umzugehen als viele andere Länder.

Nahezu alle die Inflationsneigung beeinflussenden Faktoren haben in Deutschland eine Ausprägung, die für eine hohe Inflationsaversion spricht. In zwei Schlüsselbereichen für die Inflationsneigung – dem Kreditprozess und der Lohnbildung – finden wir quantitative Evidenz für die begrenzte Inflationsanfälligkeit Deutschlands.

Einerseits erschweren die deutschen Besonderheiten den Rebalancing-Prozess im Euroraum sowie das Wiederanspringen des Kreditmultiplikators. Andererseits verschaffen sie der EZB mehr Spielraum für ihre expansive Geldpolitik, ohne damit neue Probleme in der größten EWU-Volkswirtschaft zu kreieren.

Insgesamt zeigt aber die Diskussion über die Aufgaben und Grenzen der Geldpolitik der EZB – wie auch die entsprechenden Verfassungsklagen in Deutschland –, dass die Auffassungen innerhalb der Eurozone noch sehr unterschiedlich sind. In diesem Zusammenhang ist es beunruhigend, dass die demographische Alterung und die Vorliebe der Deutschen für risikoarme, verzinsliche Anlagen die deutsche Inflationsaversion tendenziell erhöhen wird, während andersorts hohe Arbeitslosigkeit, steigende Staatsverschuldung und Deleveraging-zwänge im privaten Sektor in die entgegengesetzte Richtung wirken.

Obwohl der Inflationszyklus in der EWU seinen Tiefpunkt demnächst durchschritten haben sollte, dürften die anhaltende wirtschaftliche Schwäche und die geopolitischen Unsicherheiten keinen nennenswerten zyklischen Inflationsdruck erzeugen – und dies wahrscheinlich über Jahre hinaus nicht. Daher kann die EZB ihre Bilanz durch privates und sehr wahrscheinlich auch bald öffentliches QE – d.h. den Ankauf von Staatsanleihen – ausweiten.



## Höhere deutsche Inflation: Mission impossible?

---

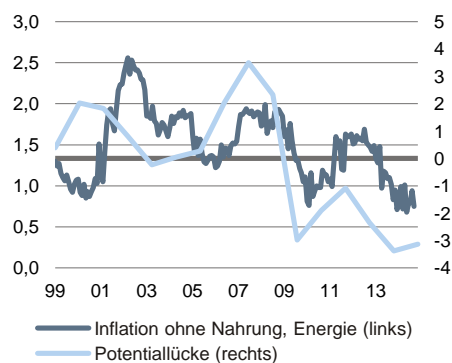


## EZB-Politik und überraschende Inflationsentwicklung in EWU-Ländern

EWU: Gesamtwirtschaftliche Auslastung & Kerninflation

1

% gg. Vj. (links),  
Trend-BIP-akt.BIP, % Trend-BIP (rechts)



Quellen: Eurostat, OECD

Seit Beginn der europäischen Staatsschuldenkrise war offensichtlich, dass die konjunkturellen Auswirkungen sowie die durch die Krise ausgelösten angebotsseitigen Reformen einen erheblichen Abwärtsdruck auf die Inflationsrate in der Eurozone auslösen würden, und dies ungeachtet der Vorhersagen der Schwarzseher, die davon ausgingen, dass die in einem solchen Ausmaß noch nie da gewesene Lockerung der Geldpolitik die Inflation in allen großen Volkswirtschaften kräftig anheizen würde.<sup>1</sup> In den Jahren 2011 und 2012 jedoch lag die Inflationsrate erheblich höher, als von der EZB oder der EU-Kommission zuvor angenommen. So entsprach die Teuerung im Jahr 2013 den gegen Ende 2011 und Ende 2012 erstellten Prognosen; die zunächst errechneten Annahmen für das BIP-Wachstum (1,3% im Dezember 2011) erwiesen sich jedoch als viel zu optimistisch (tatsächlicher Wert: -0,4%). Seit 2014 sieht sich die EZB jedoch mit dem gegenteiligen Problem konfrontiert. Ihre Prognose für den harmonisierten Verbraucherpreisindex 2014 und 2015 musste sie bereits mehrfach nach unten anpassen. Natürlich ist dies vermutlich nicht nur die Folge des Trade-offs zwischen BIP-Wachstum und Inflation im Euro-Währungsraum, da hier auch Faktoren wie Energiepreise und Wechselkurse eine Rolle spielen. Dennoch spricht die Tatsache, dass die EZB mittlerweile nur noch von einer Teuerung in Höhe von 1,5% im 4. Quartal 2016 ausgeht, dafür, dass hier andere Faktoren als konjunkturelle oder vorübergehende Einflüsse am Werk sind. Die Erklärung der EZB für ihre Entscheidungen der letzten Monate hinsichtlich des Risikos einer zu lang anhaltenden Phase niedriger Inflation und EZB-Präsident Draghis explizierter Hinweis auf die aus dem 5J/5J-Swap abgeleiteten mittelfristigen Inflationserwartungen können sicherlich dahingehend interpretiert werden.

Zudem deuten die Kommentare von Zentralbankvertretern wie dem Chefvolkswirt der EZB, Peter Praet, oder Bundesbankpräsident Jens Weidmann, der in äußerst ungewöhnlicher Weise Lohnsteigerungen in Deutschland befürwortete, darauf hin, dass selbst die Notenbanken hinsichtlich der deutschen Inflationsresistenz allmählich ungeduldig werden, obwohl die Aussagen in ihrer Formulierung deutlich weniger den Überzeugungen eines Zentralbankers widersprachen, als die anschließende öffentliche Diskussion suggerierte. So sagte Peter Praet, dass in Ländern mit guter Arbeitsmarktentwicklung (wie in Deutschland) höhere Verdienststeigerungen angemessen seien (im Gegensatz zu den EU-Krisenstaaten). Konkreter wurde die Bundesbank mit ihrer Berechnung eines Lohnanstiegs von ca. 3%, da dies mittelfristig den verteilungsneutralen Spielraum ausschöpfen würde, der durch Produktivität und Inflationstrend entsteht, was angesichts der Arbeitsmarktsituation angemessen wäre.

EZB: Makroökonomische Projektionen für den Eurowährungsraum

2

	2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016	
	HCPI	BIP	HCPI	BIP	HCPI	BIP	HCPI	BIP	HCPI	BIP	HCPI	GDP	HCPI	GDP
Dez 10	1,6	1,7	1,8	1,4	1,5	1,7								
Dez 11	1,6	1,8	2,7	1,6	2	0,3	1,5	1,3						
Dez 12			2,7	1,5	2,5	-0,5	1,6	-0,3	1,4	1,2				
Dez 13					2,5	-0,6	1,4	-0,4	1,1	1,1	1,3	1,5		
Mrz 14							1,4	-0,4	1,0	1,2	1,3	1,5	1,5	1,8
Jun 14									0,7	1,0	1,1	1,7	1,4	1,8
Sep 14											1,1	1,6	1,4	1,9

Blaue Zellen beinhalten die aktuellen Ergebnisse.  
Quelle: EZB

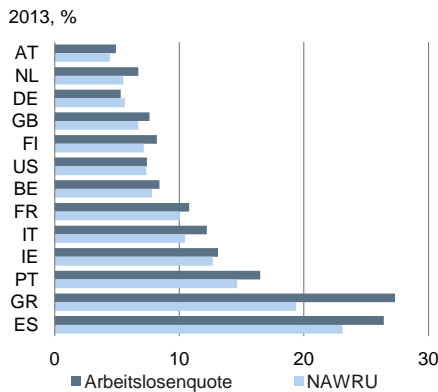
<sup>1</sup> Gräf, Bernhard und Stefan Schneider (2009). Wie bedrohlich sind die mittelfristigen Inflationsrisiken? Deutsche Bank Research, April 2009.



## Höhere deutsche Inflation: Mission impossible?

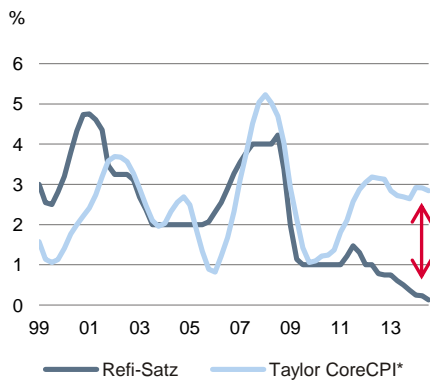
Arbeitslosenquote & NAWRU

3



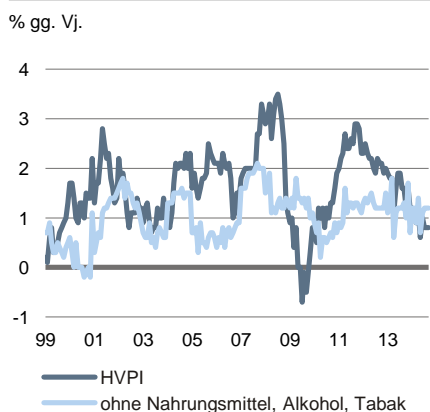
Deutschland: Leitzins & Taylorsatz

4



Deutschland: HVPI & Kerninflation

5



Die Analyse einzelner Länderprognosen der EU-Kommission zeigt, dass die tatsächliche Inflationsentwicklung in jüngster Zeit in denjenigen Ländern überschätzt wurde, in denen große und aber kaum zu quantifizierende Output-Lücken und angebotsseitige Reformen das Potential für Prognosefehler sicherlich erhöht haben. Aber auch in Deutschland wurde die Teuerung zu hoch geschätzt. Dies kann nicht auf die gleiche Art von Unsicherheiten zurückgeführt werden, da sich die deutsche Wirtschaft in einer günstigeren und sehr stabilen konjunkturellen Situation befindet, während die inflationsverlangsamenden Auswirkungen der vor 10 Jahren eingeführten angebotsseitigen Reformen mittlerweile nicht mehr spürbar sein dürften.

## Widerspricht die derzeitige Inflationsentwicklung der ökonomischen Lehrmeinung?

Aus angelsächsischer Perspektive war es spätestens seit 2010 ausgemachte Sache, dass die Inflationsrate in Deutschland deutlich steigen würde. Da Deutschland eines der wenigen Industrieländer war, in dem die aktuelle Arbeitslosenquote in 2010 unter die NAWRU, die Schwelle, ab der ein weiterer Rückgang der Arbeitslosenquote zu einem Anstieg der Löhne/Inflationsrate führt, gefallen war, mussten – quasi qua Definition – die Löhne deutlich steigen und damit Inflationsdruck ausüben. Dieses Argument war umso überzeugender, da die Geldpolitik der EZB ein Zinsniveau ansteuerte, das zwar adäquat für die gesamte Eurozone, für Deutschland allerdings viel zu locker war. Seit 2010 liegt das aktuelle Zinsniveau in Deutschland um rund 2 Prozentpunkte unter dem sich aus der Taylorregel ergebenden Gleichgewichtszins.

Tatsächlich ist eine Inflationsbeschleunigung in Deutschland während der letzten 4 Jahre ausgeblieben. Selbst in den Jahren 2010 und 2011, in denen die Energiekomponente um 10% bzw. 6% gegenüber Vorjahr stieg, haben die Verbraucherpreise (nationale Definition) die 2%-Marke kaum überschritten. In 2013 – bei nahezu stabilen Energiepreisen – hat sich die Inflationsrate auf 1,5% abgeschwächt. Für das laufende Jahr erwarten wir lediglich 1,1%. Das verhaltene Preisklima zeigt sich auch an der Kernrate der Inflation (ohne Energie und Nahrungsmittel). Diese liegt seit über drei Jahren bei knapp 1 ¼%.

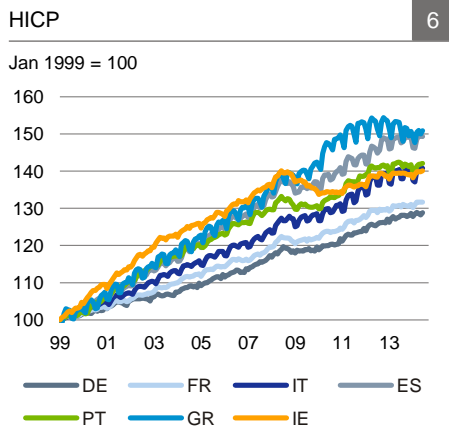
Natürlich ist eine derart niedrige Inflationsrate per se kein Problem, es sei denn, sie läge erheblich unter der von den ökonomischen Akteuren – insbesondere den Kreditnehmern – erwarteten. Im Gegenteil, sie verbesserte die reale Kaufkraft der Konsumenten. Für die Peripherieländer der Eurozone stellen niedrige deutsche Inflationsraten allerdings ein erhebliches Problem dar, da der durch die höhere Inflation erlittene Verlust an bilateraler preislicher Wettbewerbsfähigkeit (in den vier Programmländern seit 1999 in der Spitze mehr als 20%) durch einen stärkeren und/oder längeren disinflationären Prozess in den Ländern selbst korrigiert werden muss.

## Ist Deutschland anders?

Die den eingangs diskutierten Erwartungen steigender Inflationsraten zugrundeliegenden theoretischen Überlegungen (Phillips-Kurve und Taylor-Regel) legen nahe, dass die Funktionsweise des Arbeitsmarktes und die Bestimmungsgründe für das Kreditwachstum wohl die Schlüsselbereiche für die Inflationsanfälligkeit einer Volkswirtschaft sind. In der Literatur werden aber ein ganzer Strauß von Faktoren aus dem ökonomisch-institutionellen, politischen, kulturellen Umfeld



## Höhere deutsche Inflation: Mission impossible?



Quelle: Eurostat

sowie individuelle Eigenschaften diskutiert<sup>2</sup>. Allerdings sind die Befunde bezüglich der Relevanz einzelner Faktoren in den ländervergleichenden Studien nicht immer eindeutig. Dies kann an Methodik und Zeitraum, aber wohl vor allem an den vielschichtigen Interdependenzen zwischen den Faktoren liegen. So werden die individuellen Präferenzen erheblich durch das kulturelle Umfeld geprägt, beide wiederum beeinflussen, welche Institutionen sich in einer Gesellschaft herausbilden. Dies wird eindrucksvoll am Beispiel der Unabhängigkeit der Notenbank deutlich. Studien zeigen einen engen Zusammenhang zwischen dem Grad ihrer Unabhängigkeit und der Vermeidung von Inflation. Theoretisch ergibt sich dieser Zusammenhang aus in den der Geldpolitik inhärenten Zeitinkonsistenzproblemen für einen politischen Akteur, der wiedergewählt werden möchte. Erweitert man die Analyse allerdings um andere politische Aspekte, bei denen Zeitinkonsistenz auch eine Rolle spielt, wie z.B. wirtschaftliche Offenheit, politische Stabilität, Effizienz der Besteuerung, so relativiert sich die Einfluss der Notenbankunabhängigkeit stark, und es wird deutlich, dass die Inflationsneigung einer Gesellschaft letztlich von der Effizienz der Mechanismen zur Lösung innergesellschaftlicher Verteilungskonflikte abhängt, die wiederum von dem in der Gesellschaft vorhandenen Vertrauen (interpersonell und in Institutionen), der Risikoaversion und den Zeitpräferenzen abhängt.

Im Folgenden stellen wir zunächst die in der Literatur zu findenden wichtigsten ökonomischen/institutionellen Einzelfaktoren vor, wie z.B. Inflationserfahrung, Wechselkursregime, Offenheit usw., die die Inflationsneigung eines Landes beeinflussen, und diskutieren ihre spezifischen Ausprägungen in Deutschland. Danach stehen der Arbeitsmarkt sowie der Kreditprozess im Mittelpunkt unserer Untersuchung – beide Faktoren sind u.E. von zentraler Bedeutung für die Inflationsentwicklung und wohl auch die wichtigsten Gründe für die von vielen Beobachtern ursprünglich erwartete Inflationsbeschleunigung. Im dritten Teil gehen wir dann der Frage nach, ob die Deutschen anders sind. Dabei zeigt sich, dass die Deutschen mit Blick auf die historischen Erfahrungen, aber auch aufgrund von kulturellen Unterschieden eine höhere Inflationsaversion aufweisen als andere Völker. Auf Basis dieser Eigenschaften haben sich die deutschen Institutionen herausgebildet und sich die deutsche „Stabilitätskultur“ entsprechend entwickelt. Den Abschluss der Untersuchung bilden die sich daraus für Europa und die EZB ergebenden Implikationen.

### Brotpreise 7

Monat	Jahr	Preis 1 Pfd. Brot (RM)	Preis 1. Pfd. Butter (RM)
Jun.	1914	0,13	1,20
Jun.	1916	0,19	2,00
Jun.	1918	0,22	2,40
Jun.	1919	0,26	4,00
Jun.	1920	1,20	15,00
Jun.	1921	1,35	18,00
Jun.	1922	3,50	70,00
Jan.	1923	700,00	5.400,00
Mai	1923	1.200,00	10.000,00
Aug.	1923	100.000,00	1.400.000,00
Sep.	1923	2.000.000,00	50.000.000,00
Okt.	1923	670.000.000,00	5.800.000.000,00
Nov.	1923	0,50	3,00
Dez.	1923	0,35	2,30

Quelle: Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich

<sup>2</sup> Schmidt, Paul-Günther. Institutionelle Strukturen und makroökonomische Stabilität.

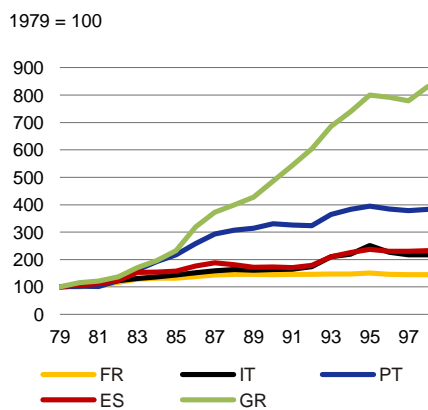


## Inflationserfahrung: Hyperinflation und Währungsreform

Die dramatische Erfahrung Deutschlands mit der Hyperinflation in den zwanziger Jahren und der Währungsreform nach dem zweiten Weltkrieg werden häufig als Begründung für die Inflationsaversion der Deutschen angeführt. Wie solche kollektiven Erfahrungen die Präferenzen des Einzelnen beeinflussen können, werden wir später genauer betrachten. Allerdings zeigen Analysen, die auf einer größeren Zahl von Ländern basieren, nicht, dass hohe Inflationsraten der Vergangenheit – sofern es sich nicht um Hyperinflationen handelt – zu entsprechenden Lerneffekten führen, diese in Zukunft zu vermeiden. Im Gegenteil, Schätzungen zufolge erhöht eine in der Vergangenheit um 1 Prozentpunkt höhere Inflationsrate die aktuelle Inflationsrate um rund 0,6 Prozentpunkte<sup>3</sup>. Als Begründung wird angeführt, dass insbesondere in hoch entwickelten Ländern Instrumente gefunden werden, um sich gegen Inflation zu schützen, so zum Beispiel Finanzprodukte (Index-Linker) oder eine Indexierung von beispielsweise Mieten oder gar Löhnen. Vor dem Beginn der EWWU waren solche Indexklauseln in Deutschland größtenteils verboten (§ 3 Abs. 2 Währungsgesetz), die Deutsche Bundesbank hatte einen Genehmigungsvorbehalt. Allerdings könnte eine hohe Persistenz der Inflationsrate auch an anderen Faktoren liegen, die in den Studien nur unzureichend erfasst wurden.

Wechselkurse gegenüber der DEM 1979-1998

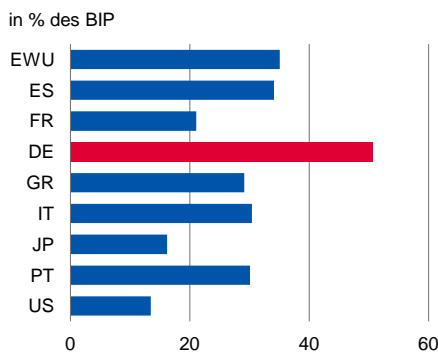
8



Quellen: Global Insight, Deutsche Bank Research

Exportanteile in 2013

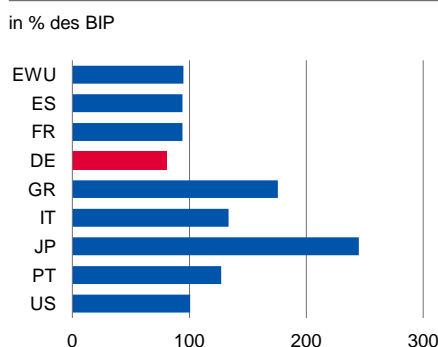
9



Quellen: WEFA, Deutsche Bank Research

Staatsschuldenquoten in 2013

10



Quellen: WEFA, Deutsche Bank Research

## Wechselkursregime: Feste Wechselkurse = stabile Preise?

Bei einer stabilen Ankerwährung sollte die Mitgliedschaft in einem System fester Wechselkurse die Inflationsanfälligkeit einer Volkswirtschaft reduzieren, da eine hohe Inflationsrate zusätzliche politische Kosten verursacht. Diese Art der Selbstbindung spielte sicherlich eine erhebliche Rolle im EWS. Allerdings zeigten die häufigen Abwertungen, dass deren politische Kosten letztlich nicht prohibitiv waren. Außerdem könnte die Kausalität auch in die andere Richtung wirken: Ein Land wie beispielsweise Österreich konnte ruhigen Gewissens einen festen Wechselkurs zur D-Mark eingehen, da es sicher war, den notwendigen Grad an Preisstabilität erreicht zu haben. In Deutschland war die Entscheidung, die Bindungen an den USD im Mai 1971 aufzugeben, andererseits gerade Ausdruck der Präferenz für eine niedrige Inflation. Die Einführung des EUR kann auch als System fester Wechselkurse unter kompletter Aufgabe nominaler externer Anpassungsflexibilität verstanden werden. Allerdings haben Institutionen und Verhaltensweisen insbesondere in den Peripherieländern (aber auch die Investoren) diese Restriktion nicht beachtet und damit zum Entstehen der europäischen Staatsschuldenkrise beigetragen. Die Mechanik des Systems hätte entsprechende Strukturreformen in den Problemländern erfordert, um die Aufwertungen der realen Wechselkurse durch niedrige Inflationsraten umzukehren.

## Offenheit dämpft tendenziell Inflation

Je offener eine Volkswirtschaft, desto geringer ist der ohnehin nur kurzfristige Vorteil einer Überraschungsinflation, da er zu einer Abwertung der Währung und entsprechendem Kaufkraftverlust führt. Dieser Zusammenhang ist allerdings in den am höchsten entwickelten Volkswirtschaften schwächer ausgeprägt. Dies könnte daran liegen, dass diese Volkswirtschaften, die den Vertei-

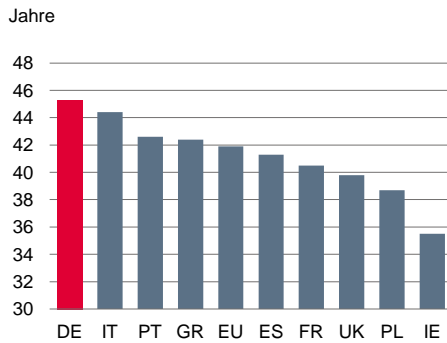
<sup>3</sup> Camillo, Marta und Jeffrey A. Miron. Why does inflation differ across countries?



## Höhere deutsche Inflation: Mission impossible?

Medianalter (2013)

11



Quelle: Eurostat

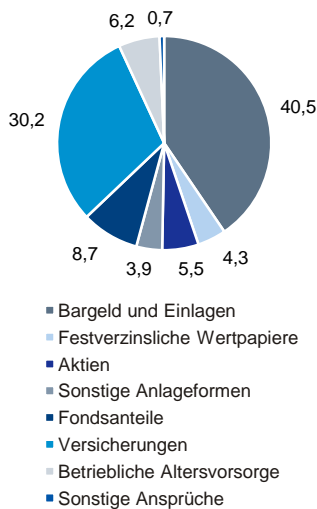
lungskonflikten inhärenten Probleme der Zeitinkonsistenz besser gelöst haben, und daher das „Ventil“ einer Abwertung nicht mehr gebraucht wird. Mit einem Exportanteil von 50% am BIP und einem Importanteil von rund 45% dürfte der inflationsdämpfende Effekt der Offenheit in Deutschland – obwohl es sich um ein hochentwickeltes Land handelt – von großer Bedeutung sein. Nicht zuletzt, da aufgrund globalisierter Wertschöpfungsketten die Lohn- und Preisentwicklung in vielen Branchen eine unmittelbare Auswirkung auf die Beschäftigung hat (mehr dazu weiter unten).

## Hohe Staatsausgaben und -schulden verleiten zu Inflation

Private Haushalte: Finanzvermögen

12

2013 Q3, Anteil in %



Quelle: Deutsche Bundesbank

Hohe Staatsschulden sind sicherlich auch Ausfluss des Versagens, Verteilungskonflikte in den Griff zu bekommen, indem die Belastungen zu Lasten Dritter in die Zukunft verschoben werden. Chronisch klamme Staaten haben bei ineffizienten Steuersystemen einen Anreiz, über höhere Inflation ihre Steuereinnahmen zu erhöhen. Studien zeigen einen negativen Zusammenhang zwischen der Höhe der Staatsausgaben/-Schulden und der Inflationsaversion der Bürger, d.h. je höher die Staatsschulden, desto eher wird eine höhere Inflation präferiert.

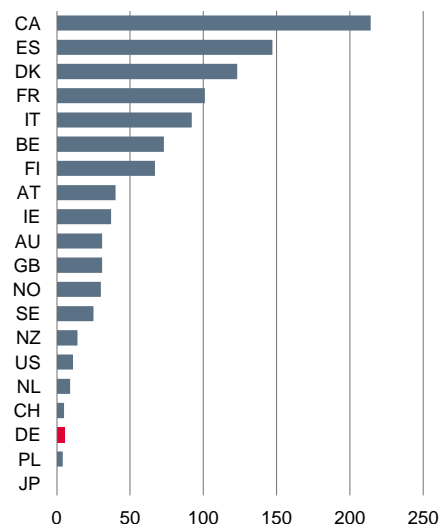
## Alter macht inflationsavers

Aus der Lebenszyklushypothese kann man ableiten, dass – ceteris paribus – ältere Menschen inflationsaverser als jüngere sind. Jüngere Haushalte weisen eine höhere Verschuldung (Immobilie, Auto, etc.) als ältere auf und sind daher – insbesondere bei langer Nominalzinsbindung – potentielle Gewinner eines überraschenden Inflationsanstiegs. Sie können auch aufgrund ihrer noch lange dauernden Erwerbsphase besser auf Veränderungen von relativen Preisen und des Preisniveaus insgesamt reagieren als Ältere, deren Flexibilität am Arbeitsmarkt geringer ist oder die gar schon im Ruhestand sind. Ältere Haushalte haben hingegen ihren Vermögensaufbau weitgehend abgeschlossen. In Deutschland geschieht das in weit höherem Maße als in anderen Ländern durch Sparverträge, Anleihen und Lebensversicherungen, deren realer Wert durch Inflation gemindert wird.

Streiks und Aussperrungen:  
Ausgefallene Arbeitstage

13

Durchschnitt je 1000 Beschäftigte (2001-2010)



Quellen: ILO, IW Köln

## Finanzsektor: Wenig Appetit auf Inflation

Für Sparkassen und Kreditgenossenschaften, die in Deutschland einen Marktanteil von 55% besitzen (gemessen an den Forderungen gegen Nichtbanken), und über einen erheblichen Einfluss in Gesellschaft und Politik verfügen, sind die Erträge aus Fristentransformation eine wichtige Einnahmequelle. Dieses Geschäftsmodell ist sehr anfällig für unerwartete Inflationsbeschleunigungen. Daher dürfte dieser Sektor ein erhebliches Interesse an stabilen Preisen haben.

## Arbeitsmarkt – Lohnzurückhaltung institutionell bedingt

Löhne und Sozialbeiträge machen in Deutschland – wie in anderen industrialisierten Ländern – rund die Hälfte des Bruttoinlandsproduktes aus. Die Lohnentwicklung ist damit die entscheidende Größe für die Inflationsentwicklung in der gesamten Volkswirtschaft. Aufgrund des zumindest kurzfristigen Trade-offs zwi-



## Höhere deutsche Inflation: Mission impossible?

Gewerkschaftsmitglieder in % der Beschäftigten

14

2013\*

AU	17
AT	27,4
BE	55
CA	27,2
DK	66,8
EE	6,4
FI	68,6
FR	7,7
DE	17,7
GR	21,3
IT	36,9
JP	17,8
KR	9,9
NL	17,6
PT	20,5
ES	17,5
SE	67,7
CH	16,2
GB	25,4
US	10,8

\* Oder letztes verfügbares Jahr  
Quelle: OECD

schen Arbeitslosigkeit und Inflation, sinkt die Präferenz für stabile Preise mit steigender Arbeitslosigkeit sowie bei individueller Betroffenheit. Aber auch die Höhe der NAIRU bzw. NAWRU selbst, d.h. die Arbeitslosenquote, deren Unterschreiten zu einem Anstieg der Inflation führt, beeinflusst die Inflationspräferenzen. Eine hohe NAIRU bzw. NAWRU aufgrund eines zu stark regulierten und ineffizienten Arbeitsmarkts, führt dazu, dass eine größere Zahl von Personen direkt von den Kosten von Arbeitslosigkeit betroffen ist und die Sorgen über Inflation in den Hintergrund treten.

Die deutsche Ausgestaltung der Tarifautonomie hat – zusammen mit der speziell geprägten mittelständischen Wirtschaft – traditionell zu einem vergleichsweise kooperativen Verhältnis von Gewerkschaften und Arbeitgebern beigetragen. Aufgrund der informellen Tarifführerschaft von IG-Metall und IG-Chemie, die beide klassische Exportbranchen repräsentieren, haben Aspekte der internationalen Wettbewerbsfähigkeit schon immer eine wichtige Rolle bei der Lohnsetzung gespielt. Vor diesem Hintergrund war die Reaktion von Gewerkschaftsvertretern auf die jüngsten Vorschläge in Deutschland besonders vielsagend. Diese hatten die Vorstöße bezüglich höherer Lohnabschlüsse mehr oder weniger mit dem Hinweis abgelehnt, dass der verteilungsneutrale Spielraum für Lohnzuwächse (der durch Produktivitätszuwächse und Inflationsentwicklung entsteht) in den letzten Jahren ausgeschöpft wurde. Diese Ausrichtung auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit wurde durch den Fall des Eisernen Vorhangs und den dadurch gewonnenen Zugang zu gut ausgebildeten und preiswerten Arbeitskräften noch verstärkt, zumal den Unternehmen damit die glaubwürdige Drohung von Betriebsverlagerungen gegeben wurde<sup>4</sup>. Dies hat mit dazu beigetragen, dass es durch tarifliche Öffnungsklauseln innerhalb der letzten 25 Jahre zu einer massiven Dezentralisierung des Lohnfindungsprozesses und einer sinkenden Reichweite von Tarifverträgen gekommen ist. In 2012 waren 66% der westdeutschen und 79% der ostdeutschen Betriebe an keinen Tarifvertrag gebunden, wenngleich sich etwa 40% davon beim Entgelt am Branchentarifvertrag orientierten. In 2011 bestand für 25% der Betriebe im Verarbeitenden Gewerbe die Möglichkeit von Öffnungsklauseln. Gebrauch machten davon 64% im Bezug auf das Entgelt und 74% im Bezug auf die Arbeitszeit.<sup>5</sup>

Derzeit ist nicht abzuschätzen, inwieweit diese Entwicklung durch die Einführung eines Mindestlohns, die Beschneidung von Leiharbeit und die leichtere Möglichkeit, Tarifverträge für allgemeinverbindlich zu erklären, zurückgedreht wird. Allerdings dürften die Effekte letztlich aufgrund der weiter vorhandenen Verlagerungsmöglichkeiten in vielen auch mittelständischen Unternehmen begrenzt werden.

## Arbeitsmarkt und Kreditprozess: Entscheidend für die Inflationsentwicklung

In diesem Abschnitt untersuchen wir, inwieweit sich die beschriebenen deutschen Besonderheiten auch quantitativ nachweisen lassen. Wegen ihrer zentralen Bedeutung stehen dabei die Preisbildung am Arbeitsmarkt und der Kreditprozess im Mittelpunkt. Dabei ist uns sehr wohl bewusst, dass derartige empirische Analysen zumindest eine gewisse Stabilität der Strukturen in den betrachteten Ländern voraussetzen. Diese Annahme trifft wohl auf die europäischen Peripherieländer aufgrund des Euro-bedingten Strukturbruchs nur bedingt zu. Daher sind die hier vorgestellten Ergebnisse bestenfalls Indikationen, die die qualitativen Überlegungen unterstützen können.

<sup>4</sup> Dustmann, Christian, Bernd Fitzemberger, Uta Schönberg, Alexandra Spitz-Oener (2014). From the sick man of Europe to the Economic Superstar: Germany's resurgent economy.

<sup>5</sup> IAB Betriebspanel, zitiert nach Peter Ellguth. Entwicklung der Tarifbindung.



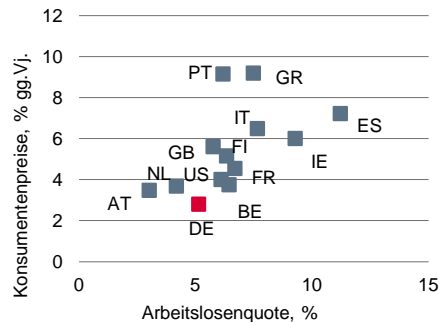


## Höhere deutsche Inflation: Mission impossible?

### Phillips-Kurve

15

Durchschnitte für 1961-2013



Quelle: EU-Kommission

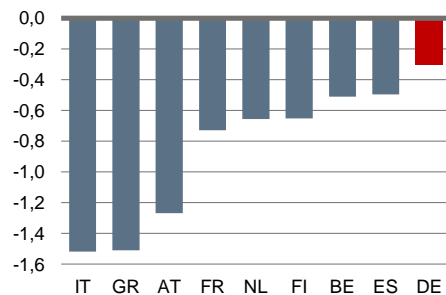
## Arbeitsmarkt – flache Phillips-Kurve in Deutschland

Der zumindest in der kurzen und mittleren Frist inverse Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation (Phillips-Kurve) ist eine Kerngleichung in makroökonomischen Modellen. In der graphischen Darstellung ist die Lage (Abstand zur x-Achse) dabei ein Hinweis auf die Effizienz der Wirtschaft insgesamt, während die Steigung den Zusammenhang zwischen Arbeitslosenquote und Inflation beschreibt. In dieser einfachen Formulierung lässt sich nicht für alle Länder ein belastbarer Erklärungswert finden ( $R^2$  deutlich  $> 20\%$ ). Auch zeigt sich für die Peripherieländer ein Strukturbruch in der Dekade zwischen 1997 und 2007, als trotz eines massiven Rückgangs der Arbeitslosenquote die Inflation – zumindest im historischen Vergleich – sehr moderat blieb. Trotzdem zeigen sowohl die graphische Darstellung als auch die Koeffizienten unserer Phillips-Kurven-Schätzungen, dass in Deutschland der Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation vergleichsweise schwach ausgeprägt ist. So führt ein Rückgang der Arbeitslosenquote um 1 Prozentpunkt in Deutschland zu einer um 0,3 Prozentpunkte höheren Inflationsrate. In Spanien steigt die Inflationsrate um  $\frac{1}{2}$ , in Frankreich um  $\frac{3}{4}$  und in Italien sowie in Griechenland um  $1\frac{1}{2}$  Prozentpunkte. Aufgrund der strukturellen Veränderungen in der europäischen Peripherie in den letzten fünfzig Jahren würde der Unterschied gegenüber Deutschland bei einem kürzeren Zeithorizont wahrscheinlich geringer ausfallen; eine Verkürzung des Beobachtungszeitraums reduziert jedoch massiv die statistische Signifikanz.

### Koeffizient der Phillipskurven

16

Inflation = f (Arbeitslosigkeit),  
Werte für Schätzungen\* mit  $R^2 > 0,30$



\*) Schätzungen mit Lags auf Basis von Jahreswerten für 1961-2013

Quellen: EU-Kommission, Deutsche Bank Research

Aufgrund des eher indirekten Zusammenhangs zwischen Arbeitslosenquote und Inflation, die überdies noch von anderen Faktoren, z.B. Importpreise oder administrierte Preise, beeinflusst wird, haben wir zusätzlich den Zusammenhang zwischen Arbeitslosenquoten und Löhnen untersucht. Auch hier zeigt sich, dass der Koeffizient in Deutschland eher niedrig ist. Des Weiteren erwarten wir, dass die jüngste deutliche Zunahme der Einwanderung – die zu einem Anstieg des deutschen Erwerbskräfteangebots um etwa 300.000 Personen pro Jahr führt – den Lohnruck senken wird, indem sie das Lohnwachstum vorübergehend um mindestens 0,2 Prozentpunkte dämpft.<sup>6</sup>

## Kreditentwicklung – wenig Dynamik in Deutschland

Laut Milton Friedman ist Inflation immer und überall ein monetäres Problem. Damit sollte es klar sein, dass dem Kreditmechanismus ein entscheidender Einfluss mit Blick auf die Inflationsanfälligkeit einer Volkswirtschaft zukommt. Die Rolle der Zentralbanken ist dabei durchaus umstritten, da zumindest in der kurzen und mittleren Frist das Kreditvolumen sich in Abhängigkeit von der Konjunktur zum Teil endogen bestimmt und somit dem Verhalten der Geschäftsbanken und der Kreditnehmer die entscheidende Rolle zukommt.

<sup>6</sup> Bräuninger, Dieter und Heiko Peters (2014). Temporärer Zuwanderungsboom: Weckruf für die Politik? Deutsche Bank Research. Standpunkt Deutschland. 28. Juli 2014.



## Höhere deutsche Inflation: Mission impossible?

Kointegrationsgleichung

17

	Deutschland		Frankreich		Italien		Spanien		Großbritannien	
Log(reales gesamtes Kreditvolumen)										
Log(reales BIP)	1,13	***	1,10	***	2,31	***	5,85	***	4,09	***
Rendite 10j. Staatsanleihen	-0,07	***	-0,05	***	-0,17	***	0,12	***	0,33	***
Fehlerkorrektur ... (-1) in Kurzfristgleichung	-0,03	**	-0,03	**	-0,11	***	-0,02	***	0,00	
Beobachtungszeitraum	Q1.70 - Q3.07		Q1.70 - Q3.07		Q1.98 - Q3.07		Q1.85 - Q3.07		Q1.70 - Q3.07	

\*\*\* 1%, \*\* 5% und \* 10% Signifikanzniveau  
Quelle: Deutsche Bank Research

Wie haben anhand eines einfachen Fehlerkorrekturmodells das reale Kreditvolumen in Abhängigkeit vom realen Bruttoinlandsprodukt und den Renditen von zehnjährigen Staatsanleihen für ausgewählte Länder geschätzt. Dabei haben wir möglichst lange Zeiträume (seit Anfang der 70er Jahre) gewählt, die wir aber mangels Datenverfügbarkeit bzw. aufgrund fehlender Stabilität der Parameter teilweise verkürzen mussten. Die Ergebnisse sind also mit Vorsicht zu interpretieren. Zudem sind die positiven Koeffizienten für die Anleiherenditen in Großbritannien und Spanien auf den ersten Blick verwirrend, dürften aber eine Folge der lang anhaltenden Preisblasen im Immobiliensektor dieser Länder darstellen. Trotzdem fällt auf, dass in Deutschland sowohl der Einfluss des Bruttoinlandsproduktes als auch der Zinsen schwächer ist als in Italien und deutlich schwächer als in Spanien oder in Großbritannien. (Bemerkenswert ist auch, dass die Koeffizienten der Gleichungen für Deutschland und Frankreich nahezu identisch sind!). Insgesamt unterstützen die Schätzungen die Vermutung, dass die Kreditentwicklung in Deutschland vergleichsweise schwach auf Konjunktur und Zinsen reagiert und damit das Risiko einer kreditgetriebenen Überhitzung der Konjunktur oder von Assetmärkten eher begrenzt ist.

## Sind die Deutschen anders?

Im vorherigen Abschnitt wurden ökonomische, politische und institutionelle Faktoren und ihre Auswirkung auf die Inflationsaversion einer Gesellschaft untersucht. Allerdings sind diese Faktoren nahezu ausschließlich Ergebnis der historischen und kulturellen Entwicklung einer Gesellschaft. Dies zeigt sich eindrucksvoll an den Untersuchungen von Scheve<sup>7</sup>: In seinem Ländervergleich ergeben sich selbst bei Berücksichtigung des ökonomischen und institutionellen Kontexts noch erhebliche nationale Unterschiede, wobei die Deutschen die höchste Inflationsaversion aller 20 untersuchten Länder aufweisen, mit teilweise erheblichen Abständen zu den übrigen EUR-Mitgliedsländern.

<sup>7</sup> Scheve, Kenneth (2002). Public demand for low inflation.



## Höhere deutsche Inflation: Mission impossible?

Bestimmungsindex für Inflationsaversion

18

Regressor		Regressor	
Inflation	0,065	Spanien	-0,109
Arbeitslosigkeitslücke <sup>1</sup>	-0,056	Frankreich	-0,429
NAIRU	-0,065	Irland	-0,110
Einkommensquartil <sup>2</sup>	0,079	Niederlande	-0,457
Arbeitslose	-0,251	Portugal	-0,798
Alter	0,004	Norwegen	-0,113
Geschlecht <sup>3</sup>	-0,237	Finnland	-0,539
Ausbildung	-0,001	Schweden	-0,816
1980er Jahre*	0,208	Österreich	-0,354
1990er Jahre*	0,426	Australien	0,316
Belgien	-0,292	USA	0,153
Dänemark	-0,150	Kanada	0,080
Deutschland	0,276	Japan	0,221
Griechenland	-0,283	Neuseeland	0,255
Italien	-0,510	Konstante	-0,706
Beobachtungen	55.194		

<sup>1</sup> Abstand zwischen akt. Arbeitslosenquote und NAIRU

<sup>2</sup> 1 bis 4, für unterstes bis oberstes Quartil

<sup>3</sup> Frauen = 1, Männer = 0

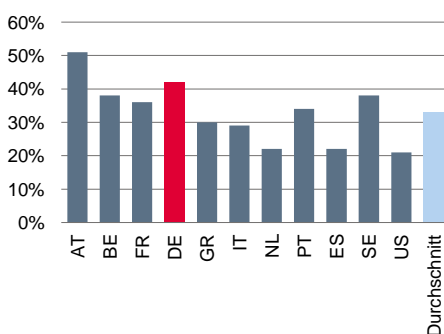
\* Zeitpunkt der Umfrage

Quelle: Bank of England (Kenneth Scheve "Public demand for low inflation")

Zwar haben auch andere Industrieländer Phasen extrem hoher Inflationsraten durchlitten. Die deutsche Hyperinflation von 1923 und die durch die Währungsreform von 1948 beendete Hochinflationsphase stechen jedoch heraus. So ist beispielsweise der Preis für Brot von 3,50 Mark in 1922 auf 700 Mark im Januar 1923 und dann bis auf 670 Mio. (!) Mark im Oktober gestiegen. Die Währungsreform wurde von Historikern als „die größte Enteignungsaktion für Bargeldbesitzer in der deutschen Geschichte“ bezeichnet (Bargeld, Bank- und Sparguthaben wurden im Verhältnis 100:6,5 umgestellt). Da die Hyperinflation als Folge des ersten Weltkriegs und des Konflikts über Reparationszahlungen u.a. zu den politischen Entwicklungen in Deutschland beitrug, die dann zum Ausbruch des zweiten Weltkriegs führten, könnte sie so in der kollektiven Vorstellung der Deutschen zur Ursache allen Übels geworden sein. Derartig Zäsuren schlagen sich im kollektiven Gedächtnis und kulturellen Erbe einer Gesellschaft nieder. Zum einen durch die Sozialisierung, indem die Eltern Wert auf die Ausbildung einer bestimmten Charaktereigenschaft bei ihren Kindern legen<sup>8</sup>. So halten deutsche Eltern eine Erziehung zur Sparsamkeit für besonders wichtig. Zum anderen in den institutionellen Arrangements. Dazu zählte in Deutschland sicherlich die Bundesbank. In 1992 merkte der damalige Kommissionspräsident Jacques Delors an, nicht alle Deutschen würden an Gott glauben, aber alle an die Bundesbank. Mehrere Finanzminister, die einen Streit mit der Bundesbank vom Zaun brachen, mussten feststellen, dass die öffentliche Meinung regelmäßig die Bundesbank stützte, wenn es um Wechselkursanpassungen oder Anschläge auf den Goldschatz der Bundesbank ging<sup>9</sup>. Der Historiker Herfried Münkler sieht in der D-Mark und dem deutschen Wirtschaftswunder einen Gründungsmythos der jungen Bundesrepublik: „Jeder trug die Währung als materielles Substrat des Gründungsmythos bei sich und konnte täglich überprüfen, ob die mit ihr gegebenen Versprechungen noch galten.“<sup>10</sup> Dies passt zu Befragungen, in denen Preisstabilität – nicht nur von Deutschen – als eine Sache des nationalen Prestiges gesehen wird.<sup>11</sup> Da auch in den deutschen

Sparsamkeit als Wert bei der Kindererziehung (Anteil der "Wichtig-Antworten")

19



Quelle: World Value Survey

<sup>8</sup> Farvaque, Etienne zbs Alexander Mihailov (2011). Intergenerational Transmission of Inflation Aversion: Theory and Evidence.

<sup>9</sup> Die Welt, Notenbank zeigt Waigel die Zähne, 30.05.1997.

<sup>10</sup> Münkler, Herfried (2011). Die Deutschen und ihre Mythen.

<sup>11</sup> Shiller, Robert J. (1996). Why people dislike inflation.

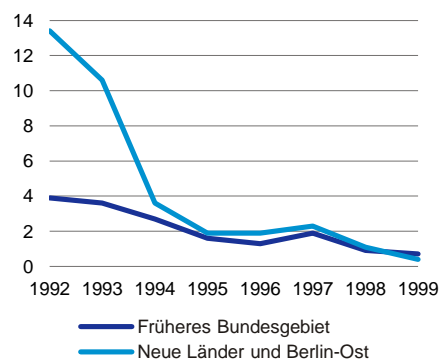


## Höhere deutsche Inflation: Mission impossible?

Preisindex für die Lebenshaltung

20

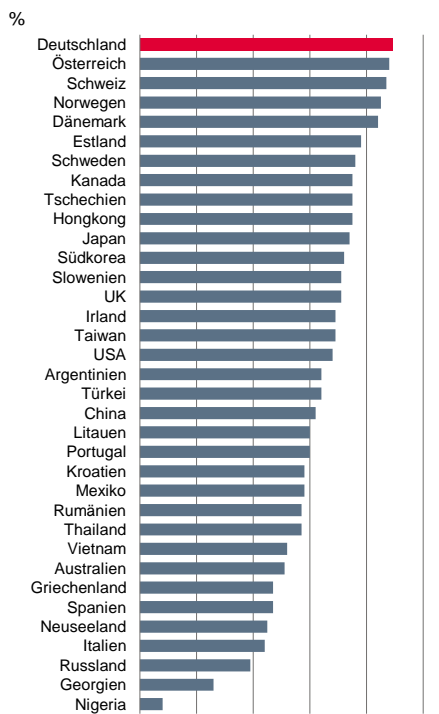
Veränderung ggü. Vorjahr in %



Quelle: Destatis

Bereitschaft zu warten

21



Quelle: Norwegian School of Economics "How Time Preferences Differ: Evidence from 45 Countries"

Medien das Thema Inflation über die Jahrzehnte einen hohen Stellenwert beibehält – nicht zuletzt während der hitzigen Diskussionen über die Schaffung einer gemeinsamen europäischen Währung, der deutschen Wiedervereinigung und besonders intensiv, seitdem die EZB zur Bekämpfung der Finanz- und Wirtschaftskrise eine extrem lockere Geldpolitik fährt – kann man wohl behaupten, dass die Sorge vor Inflation ein Element der deutschen Kultur geworden ist. Jedenfalls, wenn man sich an einer gängigen Definition von Kultur orientiert: Individuelles Denken und Handeln beeinflussen kulturelle Normen und Praktiken, und diese kulturellen Normen und Praktiken beeinflussen das Denken und Handeln von Individuen.<sup>12</sup> Bereits in Goethes Faust, der kraftvollsten Dichtung der Deutschen, hat der Autor vor über 200 Jahren unter dem Eindruck der französischen Assignatenwirtschaft eindrucksvoll vor der (durch Papiergeld indizierten) Inflation gewarnt. Verstärkt werden derartige Prägungen durch die aus der Verhaltensökonomie bekannten Phänomene des Aufmerksamkeits- und Bestätigungsbias sowie des Isolationseffekts<sup>13</sup>, die zu einer verzerrten Wahrnehmung der Preisentwicklung führen. So gaben in einer Umfrage 58% der Befragten an, sie hätten das Gefühl, dass die Preise in 2013 stärker als die vom Statistischen Bundesamt veröffentlichten 1,5% gestiegen seien. Ein Phänomen, das sogar als „Gefühlte Inflation“ Eingang in die amtliche Statistik gefunden hat.

Selbst innerhalb Deutschlands haben unterschiedliche Erfahrungen zu signifikant unterschiedlichen Inflationspräferenzen geführt. Eine Studie des ifo-Institutes kommt zu dem Ergebnis, dass die Ostdeutschen unter sonst gleichen Bedingungen (Arbeitslosenquote, Tätigkeit, politische Orientierung etc.) eine um 25 Prozentpunkte höhere Wahrscheinlichkeit haben, Inflation als wichtiges Problem zu nennen.<sup>14</sup> Die Autoren führen dies auf die spezifischen Erfahrungen der Ostdeutschen mit über Dekaden nahezu stabilen Preisen in der früheren DDR, die Erfahrung der Umstellung der Ost-Mark auf D-Mark im Verhältnis 2:1 und den starken Anstieg der Verbraucherpreise nach der Wiedervereinigung im Zuge des Abbaus staatlicher Subventionen (Miete, Wasser, Strom) zurück.

Auch Befragungen auf Basis der von Hofstede<sup>15</sup> entwickelten 5 kulturellen Dimensionen zeigen deutliche Unterschiede insbesondere hinsichtlich der Dimension „Langfristige Orientierung“, die eine (Arbeits-)Ethik beschreibt, bei der die Menschen bereit sind, Anstrengungen auf sich nehmen, die sich erst in der Zukunft auszahlen. In einer internationalen Untersuchung, zogen 89% der befragten deutschen Studenten eine Auszahlung von USD 3.800 in einem Monat einer Auszahlung von USD 3.400 im aktuellen Monat vor; ähnlich hohe Werte ergaben sich bei den Antworten österreichischer und schweizerischer Studenten<sup>16</sup>. In Italien, Spanien und Griechenland waren es jeweils etwas unter 50%. Die Autoren finden sogar einen positiven Zusammenhang zwischen Pünktlichkeit, Arbeitstempo und der Bereitschaft zu warten.

Da sich Kultur und individuelles Denken und Handeln wechselseitig beeinflussen, liegt die Vermutung nahe, dass nicht nur Deutschland anders ist, sondern eben auch die Deutschen. Diese These stützen auch internationale Vergleiche der Ausprägung der sogenannten BIG 5-Charaktereigenschaften. Hier zeigen die deutschen Befragten eine vergleichsweise hohe „Gewissenhaftigkeit“, aber eine niedrige „Offenheit für Erfahrungen“ und bringen damit zum Ausdruck, dass sie konventionelles Verhalten und Stabilität bevorzugen. Dies schlägt sich in

<sup>12</sup> Lehman, Chiu & Schaller (2002). Psychology and Culture), zitiert nach Hogg, Michael A., Graham M. Vaughan (2011). Social Psychology.

<sup>13</sup> Der Aufmerksamkeitsbias beschreibt die Tendenz, dass die Wahrnehmung durch die mentale Fokussierung auf bestimmte Phänomene beeinflusst wird. Der Bestätigungsbias beschreibt die Vorliebe für konfirmatorische Evidenz. Der Isolationseffekt ist die Fokussierung auf einen Aspekt eines Problems unter Außerachtlassung weiterer relevanter Aspekte.

<sup>14</sup> Berlemann, Michael und Sören Enkelmann. Die German Angst...

<sup>15</sup> <http://geert-hofstede.com/dimensions.html>

<sup>16</sup> Wang, Mei, Marc Oliver Rieger, Thorsten Hens (2011). How time preferences differ: Evidence from 45 countries.



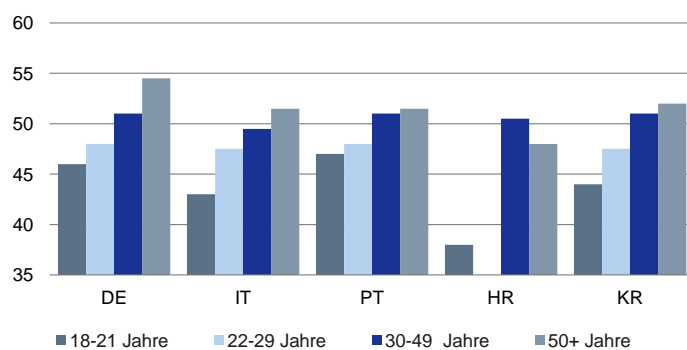
## Höhere deutsche Inflation: Mission impossible?

ihrem konservativen Umgang mit Kredit und Verschuldung, dem kooperativen Umgang der Tarifpartner und wohl letztlich in der Inflationsaversion nieder.

Die von uns zitierten Studien sind vergleichsweise alt. Auch bestehen mit Blick auf die einzelnen Faktoren Fragen bezüglich deren Endogenität und Multi-kollinearität. Die Relevanz der diskutierten Variablen lässt sich allerdings auch häufig aus der ökonomischen Theorie ableiten und wird durch Erfahrungen gestützt. Kulturelle und Individuelle Eigenschaft sollten auch über längere Zeiträume relativ stabil sein. Daher spricht vieles dafür, dass es in der Tat eine spezifisch deutsche Inflationsaversion gibt, die sich auch in Zukunft nicht so schnell ändern sollte und die tatsächliche Inflationsentwicklung auf Jahre hinaus prägen dürfte.

### Gewissenhaftigkeit

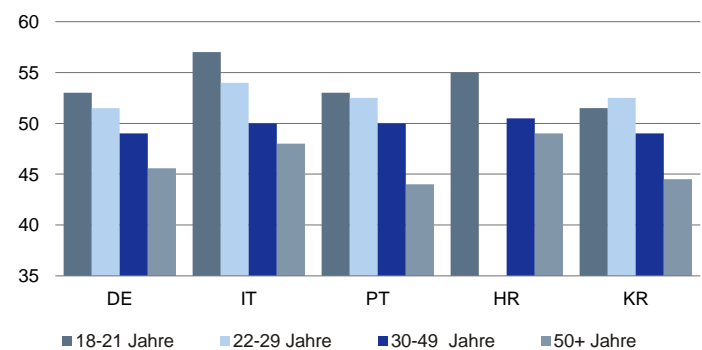
22



Quelle: "Age differences in personality across the adult Lifespan" R.R. McCrae et al.

### Offenheit für Neues

23



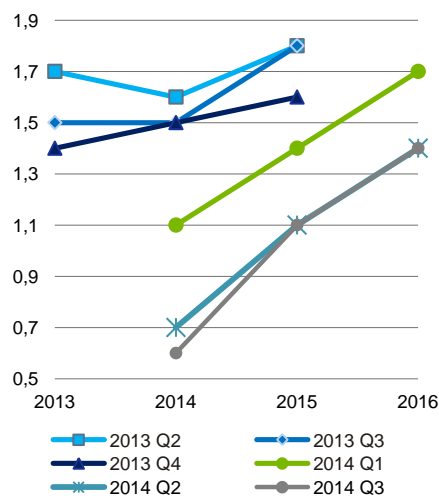
Quelle: "Age differences in personality across the adult Lifespan" R.R. McCrae et al.

## Implikationen für Europa und die EZB

### EZB-Inflationsprognosen

24

yoy %-Veränderung HICP



Quelle: EZB

Dass die zumindest im europäischen Vergleich nach wie vor gute Konjunkturlage in Verbindung mit einem zu niedrigen Zinsumfeld zwar zu einer über dem EWU-Durchschnitt liegenden Inflationsrate, aber wohl nicht ohne weiteres zu einer deutlichen Inflationsbeschleunigung in Deutschland führen dürfte, kann man auch aus den jüngsten Inflationsprognosen der EZB-Experten ersehen, nach der die Inflation in der Eurozone nach 1,0% im laufenden Jahr auch in 2015 (1,3%) und 2016 (1,5%) deutlich unter der 2%-Marke erwartet wird. Die Bundesbank sagt für Deutschland in 2015 eine Inflationsrate von 1,5% voraus (ohne Energie 1,9%). Unserer Meinung nach bedeutet dies, dass die Anpassungslasten der Peripherie zur Wiederherstellung ihrer preislichen Wettbewerbsfähigkeit dort zu einem stärkeren disinflationären Prozess führen werden.

Die deutschen Besonderheiten sind ein zweischneidiges Schwert für die EZB. Einerseits erschweren sie den sogenannten Rebalancing-Prozess im Euroraum sowie das Wiederanspringen des Kreditmultiplikators. Andererseits verschaffen sie der EZB mehr Spielraum für ihre expansive Geldpolitik, ohne damit neue Probleme in der größten EWU-Volkswirtschaft zu kreieren.

Unsere Analyse der potentiellen Konsequenzen der EZB-Entscheidungen vom 5. Juni und 4. September deutet darauf hin, dass die Effekte für Deutschland quasi null sein dürften<sup>17</sup>. Zum Teil lässt sich dies durch den relativ geringen Rückgang der Refinanzierungskosten der Banken um ca. 75 Bp. gegenüber 125 Bp. in Spanien und 195 Bp. in Italien erklären. Auch zeigt eine Panelregression, dass die Reaktion des Wachstums der Unternehmenskredite auf die gelocker-

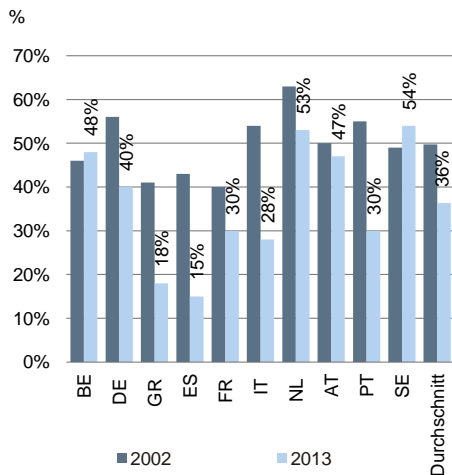
<sup>17</sup> Deutsche Bank (2014). ECB: quantifying the package. Focus Europe, 6. Juni 2014.



## Höhere deutsche Inflation: Mission impossible?

Vertrauen in die EZB: Anteil der "Tend to trust"-Antworten

25



Quelle: Eurobarometer

ten Kreditkonditionen (wie im Bank Lending Survey zu erkennen) vernachlässigbar ist, was gut zu den sehr niedrigen Koeffizienten unseres auf Seite 9 vorgestellten Fehlerkorrekturmodells für die deutsche Kreditnachfrage passt.

Allerdings zeigt die obige Analyse, dass die unterschiedlichen Inflationsneigungen der Länder nicht einfach durch einen gemeinsamen institutionellen Rahmen aus der Welt geschafft werden können, da die Ursachen der Unterschiede tief verwurzelt sind.

Der Streit über die Geldpolitik der EZB und die nationalen Fiskalpolitiken, der gerade wieder aufgeflammt ist, zeigt nachdrücklich, dass es in Europa bis dato noch keinen Konsens über die Aufgaben und Grenzen der Fiskal- und Geldpolitik gibt. Seit der Finanz- und Wirtschaftskrise dürfte die deutsche Sorge, dass es andere Länder mit der (Preis-)Stabilität nicht ganz so eng sehen, eher zugenommen haben. Die demographische Entwicklung und die deutsche Vorliebe für Anleihen und Sparverträge bei ihrer privaten Altersvorsorge dürften die deutsche Inflationsaversion in Zukunft eher verstärken. Es bleibt abzuwarten, ob die Auswirkungen der Krise und die Erfahrungen mit – wohl temporären – disinflationären Prozessen in den Peripherieländern einer Konvergenz der kulturellen und individuellen Inflationsaversion förderlich sind. Die hohen Arbeitslosenquoten und Staatsschuldenstände sowie die Notwendigkeit, auch im privaten Sektor Verschuldung abzubauen, sprechen eher dagegen. Des Pudels Kern liegt allerdings darin, dass die Eurozone letztlich den klaren politischen Willen zum Zusammenhalt benötigt. Daher könnten Reformen in den angeschlagenen Ländern für alle Beteiligten von Vorteil sein. Selbst wenn Deutschland diese nicht, wie zuletzt von Frankreich explizit gefordert, durch eine expansivere Fiskalpolitik goutiert (was auch der eigenen kulturellen Prägung widersprechen würde), so würden überzeugende Reformen die deutsche Akzeptanz oder zumindest Toleranz gegenüber einer weiteren Ausdehnung kontroverser geldpolitischer Maßnahme seitens der EZB erhöhen. Es wäre sicherlich nicht klug, weder für das übrige Europa noch die Finanzmärkte, die tiefe kulturelle und institutionelle Verwurzelung der deutsche Inflationsaversion zu unterschätzen.

Stefan Schneider (+49 69 910-31790, stefan-b.schneider@db.com)



## Aktuelle Themen

- ▶ Deutsche Industrie: Produktionswachstum bleibt 2015 unter 1% ..... 17. Oktober 2014
- ▶ Neue Wachstumschancen für den deutschen Maschinenbau: Technologieführerschaft & Auslandsinvestitionen ..... 13. Oktober 2014
- ▶ Ausblick Deutschland: Risiken nehmen zu ..... 30. September 2014
- ▶ Fintech – Die digitale (R)evolution im Finanzsektor: Algorithmenbasiertes Banking mit human touch ..... 23. September 2014
- ▶ Ausblick Deutschland: Ice bucket challenge und strukturelle Investitionslücke ..... 2. September 2014
- ▶ Ausblick Deutschland: Nur schwache Konjunkturerholung in H2 ..... 4. August 2014
- ▶ Fortschritt braucht Breitband: Private Investitionen benötigen mehr staatliche Impulse ..... 31. Juli 2014
- ▶ Ausblick Deutschland: Solides Wachstum, wenig Inflation (trotz EZB) ..... 30. Juni 2014
- ▶ Ausblick Deutschland: Robuste Binnenwirtschaft durch gute Absichten gefährdet ..... 4. Juni 2014
- ▶ Energiemix in Deutschland im Wandel: Treiber sind Energiewende und internationale Trends ..... 23. Mai 2014

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de). Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:  
Deutsche Bank Research  
Marketing  
60262 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

Schneller via E-Mail:  
[marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

© Copyright 2014. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg