



Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

26. Juni 2025

Autoren

Sebastian Becker
+49 69 910-21548
sebastian-b.becker@db.com

Editor

Robin Winkler

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com

www.dbresearch.de

DB Research Management
Robin Winkler

In den vergangenen Jahren sah sich Deutschland – wie viele andere westliche Industrienationen auch – mit einem rapiden und markanten Anstieg des allgemeinen Verbraucherpreisniveaus konfrontiert. Dieser Teuerungsschock, der in seiner Intensität sogar frühere Hochinflationsphasen übertraf, hat Fragen nach den Ursachen und der weiteren Inflationsentwicklung aufgeworfen. Dies ist Grund genug, die jüngste Inflationswelle genauer in den Blick zu nehmen. Neben einer umfassenden Ursachenanalyse ordnen wir die Ereignisse in Deutschland historisch und im Vergleich zu anderen großen Industrieländern ein.

Unsere Analyse zeigt, dass der jüngste Preisschock in Deutschland bereits weitestgehend, aber noch nicht vollständig überwunden worden ist. Zwar liegt die allgemeine Teuerungsrate nur noch minimal über der symbolisch wichtigen Zielmarke von 2%, allerdings ist die Dienstleistungsinflation noch immer deutlich erhöht. Auch die von den Arbeitnehmern in der Krise erlittenen Kaufkraftverluste wurden bislang noch nicht vollständig wettgemacht. Daher liegt es nahe, dass die Arbeitnehmerseite im nächsten Aufschwung auf einen Ausgleich der noch verbliebenen Reallohnlücke dringen dürfte, was einen neuen lohnkostenbedingten Inflationsdruck – wohl primär bei den Dienstleistungen – entfachen könnte.

Die kurz- bis mittelfristigen Inflationsaussichten sind aufgrund der erhöhten geo- und handelspolitischen Risiken von einer größeren Unsicherheit geprägt. Insbesondere die militärischen Auseinandersetzungen in Nahost stellen ein erhebliches Aufwärtsrisiko für die weitere Öl- und Gaspreisentwicklung dar. Dennoch könnten die Energiepreise – aus heutiger Sicht – auch in den nächsten Jahren insgesamt sinken. Dies ist mit der Erwartung verknüpft, dass die Bundesregierung den Strompreis zum Jahresbeginn 2026 deutlich absenken dürfte.

Aber auch die Kerninflation dürfte aufgrund des nachlassenden Lohndrucks und einer allmählich sinkenden Dienstleistungspreisinflation zunächst weiter nachgeben. Dank der verschiedenen inflationsenkenden Politikmaßnahmen (wie z.B. der erwarteten Strompreissenkung oder der Mehrwertsteuersenkung im Gastronomiebereich) dürfte die Gesamtinflationsrate im Jahr 2026 sogar kurzzeitig unter die 2%-Marke sinken, ehe sie ab 2027 wieder darüber liegen dürfte.

Trotz dieses günstigen Ausblicks ist es ungewiss, ob die Inflation auch danach in der Nähe von 2% verbleiben wird. Denn langfristig bestehen nicht unerhebliche Inflationsgefahren, die von geopolitischen Risiken über den Klimawandel bis hin zur Deglobalisierung reichen. Auch die Dekarbonisierung der Wirtschaft, eine mögliche Verteuerung der administrierten Preise, drastisch steigende Sozialversicherungsbeiträge oder die staatlichen Ausgabenprogramme in den Bereichen Infrastruktur und Verteidigung könnten die Inflation erneut antreiben.

Angesichts dieser Preisgefahren, die sich zumindest teilweise materialisieren könnten, ist unserer Einschätzung nach auch nicht damit zu rechnen, dass die deutsche Inflationsrate wieder dauerhaft auf ihre niedrigen Vorkrisentiefs von teils deutlich unter 2% zurückkehren wird.



Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Einleitung

In den vergangenen Jahren sah sich Deutschland – wie viele andere westliche Industrienationen auch – mit einem rapiden und markanten Anstieg des allgemeinen Verbraucherpreisniveaus konfrontiert. Dieser Teuerungsschock, der in seiner Intensität sogar frühere Hochinflationsphasen übertraf, hat Fragen nach den Ursachen und der weiteren Inflationsentwicklung aufgeworfen.

Nachdem die Inflation in Deutschland mittlerweile wieder auf knapp über 2% gesunken ist, die Dienstleistungspreisinflation aber gleichzeitig mit über 3% noch immer deutlich erhöht ist, stellt sich die Frage, inwieweit der jüngste Preisschock bereits überwunden worden ist und welche Perspektiven sich für die weitere Inflationsentwicklung in den kommenden zwei bis drei Jahren ergeben.

Eine weitere heiß diskutierte, aber schwer zu beantwortende Frage ist, ob die Inflation auch auf längere Sicht in der Nähe des 2%-Zielwerts verbleiben dürfte oder ob strukturelle Veränderungen wie der demografische Wandel, die Dekarbonisierung der Wirtschaft, die steigende Staatsverschuldung oder die globalen Zoll- und Handelskonflikte zu einer dauerhaft höheren Inflation führen könnten.

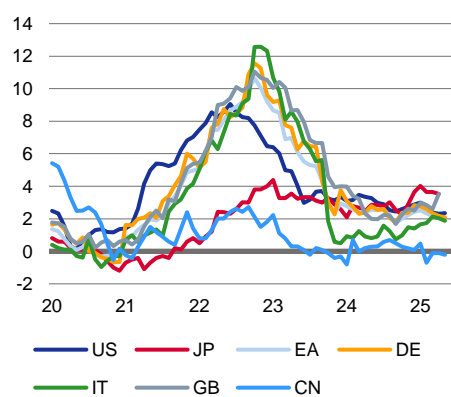
In diesem Bericht zeichnen wir ein umfassendes Bild der gegenwärtigen Inflationssituation in Deutschland, beschreiben unsere Kurz- und Mittelfristprognose für die Jahre 2025 bis 2027 und skizzieren darüber hinaus langfristige Preisgefahren. Dazu nehmen wir zunächst die jüngste Inflationswelle genauer in den Blick. Neben einer umfassenden Ursachenanalyse ordnen wir die Ereignisse in Deutschland historisch und im Vergleich zu anderen großen Industrieländern ein.

1. Eine Ursachenanalyse und historische Einordnung der jüngsten Inflationswelle

Unter den großen Industrieländern war die Inflationswelle in Deutschland mit am höchsten

1

Verbraucherpreise, % gg. Vj.



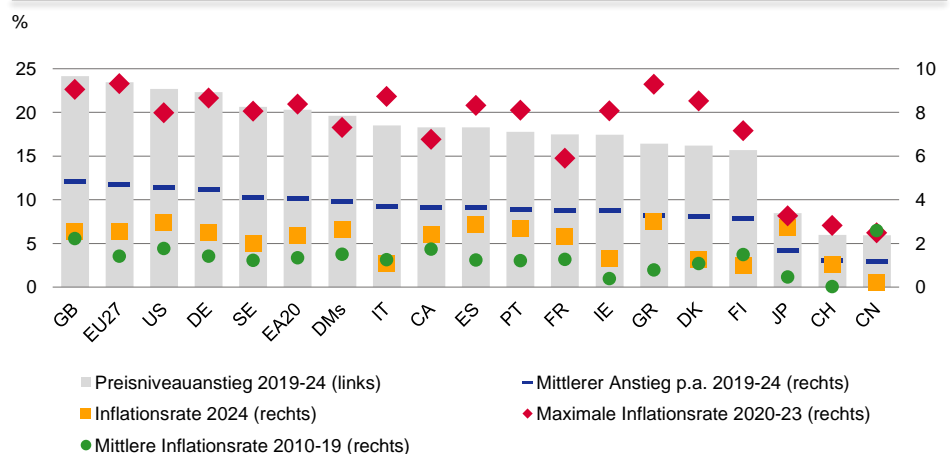
Eurozonen-Staaten: Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI)

Quellen: WEFA, Haver Analytics, OECD, Eurostat, Deutsche Bank Research

Während der letzten fünf Jahre wurde Deutschland, wie viele andere westliche Industrieländer auch, von einem rapiden und massiven Anstieg des allgemeinen Verbraucherpreisniveaus getroffen. Im Vergleich zu den USA setzte der Inflationsanstieg in Deutschland und anderen Eurozonen-Staaten zwar etwas später ein. Doch dafür war er mit Blick auf die Inflationsspitze noch ausgeprägter als auf der anderen Seite des Atlantiks.

Die letzte große Inflationswelle im globalen Vergleich

2



Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

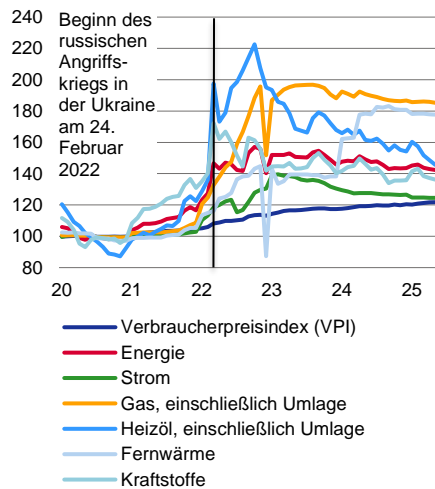


Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Preisexplosion bei Energie

3

Energiepreise (VPI), Index: 2020=100



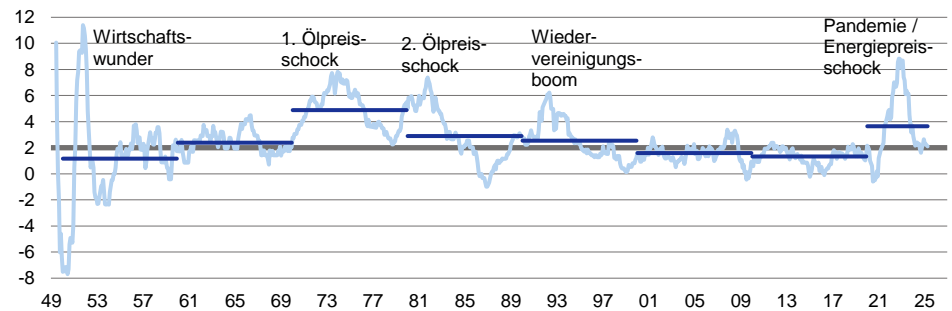
Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Im Vergleich zu anderen G7-Industrieländern fiel der kumulierte Preisanstieg – gemessen am zwischen 2019 und 2024 verzeichneten Anstieg der Verbraucherpreise – lediglich in Großbritannien und den USA größer aus als in Deutschland (siehe Grafiken 1 und 2). Deutschland war somit in der Krise zu einem Inflations-Hotspot unter den großen Industrieländern geworden.

Deutschlands jüngste Inflationswelle im historischen Kontext

4

Deutsche Verbraucherpreise, % gg. Vj.

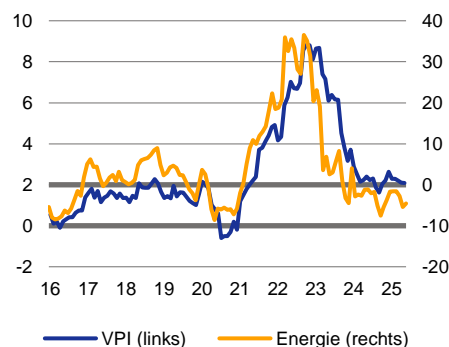


Quellen: WEFA, IHS Markit, Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

VPI-Gesamtrate vs. Energiekomponente

5

% gg. Vj.



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Dieser Inflationschock hatte vielschichtige und tiefgreifende Gründe, die in enger Zeitabfolge eintraten und sich teilweise gegenseitig verstärkten. Neben länderspezifischen Ursachen, wie z.B. einer außerordentlich expansiven US-Fiskalpolitik und deren Ausstrahleffekte auf andere Länder, spielten vor allem globale Ereignisse wie Lieferkettenprobleme in der Industrie oder gestiegene Rohstoffpreise eine Rolle, die sich je nach Expositionsgrad mehr oder weniger stark auf die einzelnen Länder auswirkten. In Deutschland war die jüngste Inflationswelle so hoch, dass sie sogar die ölpreis- und wiedervereinigungsbedingten Hochinflationen in den siebziger, achtziger und neunziger Jahren des letzten Jahrhunderts überragte (siehe Grafik 4).

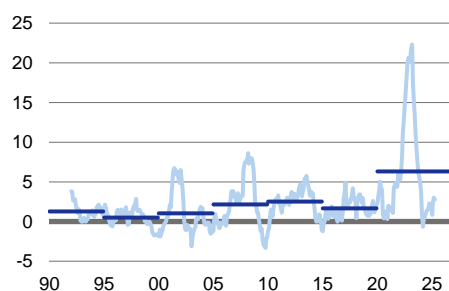
Kaminanzünder: Höhere Energiepreise ...

In Deutschland war der am 24. Februar 2022 begonnene Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine ein wesentlicher Inflationsbeschleuniger, der die bereits vor Kriegsbeginn auf über 4% gestiegene Inflationsrate weiter spürbar erhöhte. Denn er führte innerhalb kurzer Zeit zu einer Preisexplosion bei Heizöl, Erdgas und Strom, die sich massiv in den entsprechenden Verbraucherpreisen niederschlug (siehe Grafik 3). Dies führte auf Seiten der Privathaushalte zu massiven realen Einkommens- und Vermögenseinbußen. Im Herbst 2022 lag die Energiepreisinflation, die schon im Vorfeld des russischen Überfalls spürbar angezogen hatte, bei mehr als 35% (siehe Grafik 5). Als ein Hauptinflationstreiber steuerte sie in dieser Zeit fast ein Drittel zum Anstieg des nationalen Verbraucherpreisindex (kurz VPI) bei.

Nahrungsmittelpreisinflation: Allzeit-hoch seit Beginn der 1990er Jahre

6

Nahrungsmittelpreise (VPI), % gg. Vj.



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

... und steigende Nahrungsmittelpreise

Da die Ukraine ein wichtiger Exporteur von Getreide, Sonnenblumenöl und anderen Agrarprodukten ist, kam es infolge des Krieges zudem zu einer scharfen angebotsseitigen Verteuerung von Grundnahrungsmitteln wie Getreide oder Speiseölen/-fetten. Darüber hinaus zog der Energiepreisanstiegs höhere Anbau-, Verarbeitungs- und Transportkosten bei Nahrungsmitteln nach sich. So verteuerten u.a. die höheren Dünger- und Agrardieselpreise den Getreideanbau. Zusätzlich ging der (erdgasbedingte) Strompreisanstieg in der Fleischverarbeitung und Molkereiproduktion mit höheren Kosten für die Kühlung einher. Im

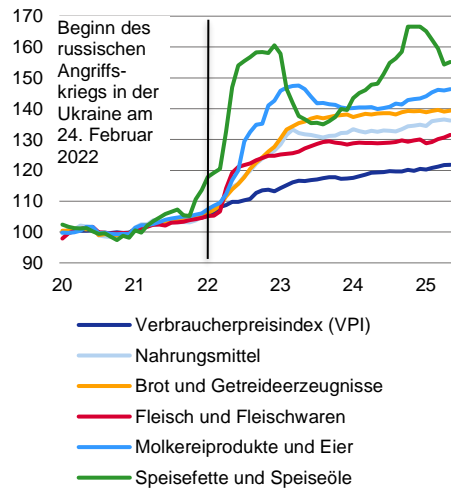


Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Dauerhaft höhere Nahrungsmittelpreise als vor Kriegsbeginn

7

Nahrungsmittelpreise (VPI), Index: 2020=100



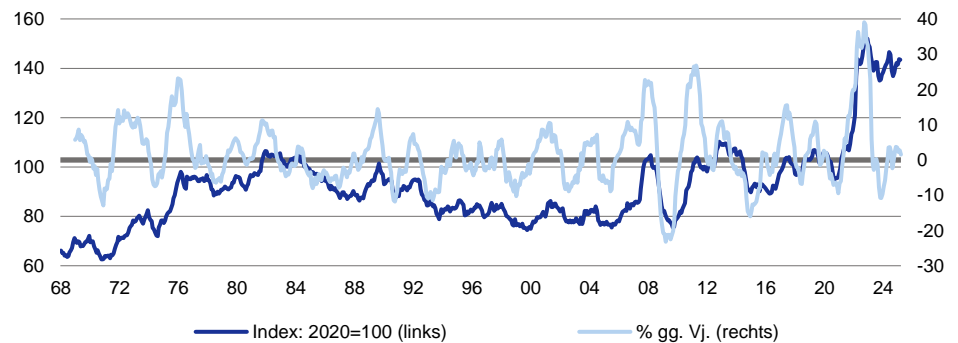
Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

September 2022 verzeichnete der Erzeugerpreisindex für landwirtschaftliche Produkte in Deutschland mit +39% schließlich seinen höchsten Anstieg seit Beginn der offiziellen Preiserhebung im Jahr 1968 (siehe Grafik 8).

Ukraine-Krieg hat zum stärksten Teuerungsschock in der Nahrungsmittelproduktion seit mindestens 1968 geführt

8

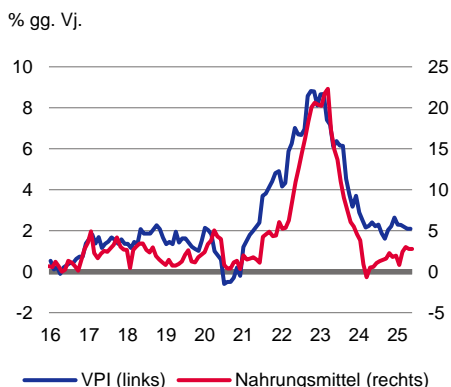
Erzeugerpreisindex für landwirtschaftliche Produkte in Deutschland



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

VPI-Gesamtrate vs. Nahrungsmittelkomponente

9



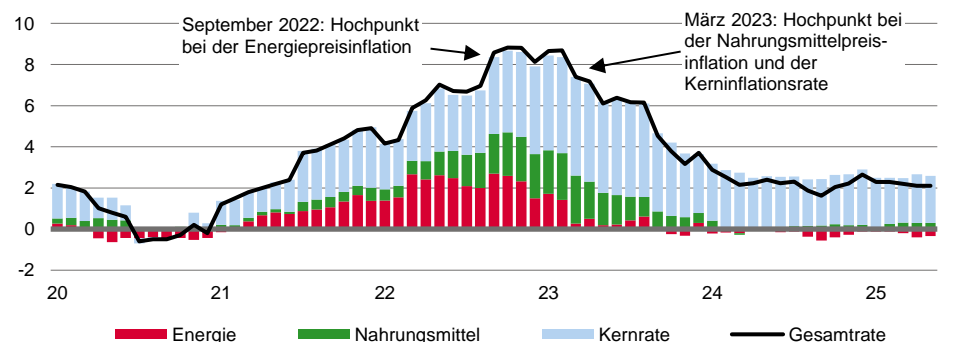
Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Mit einer Verzögerung von sechs Monaten schlugen die Produzentenpreise schließlich mit großer Wucht auf den VPI-Nahrungsmittelpreisindex durch, der im März 2023 mit +22% den höchsten Preissprung seit mindestens Anfang der 1990er Jahre markierte (siehe Grafik 6). Auf Verbraucherpreisebene verteuerten sich Speisefette/-öle, Molkereiprodukte und Eier sowie Brot- und Getreideerzeugnisse besonders stark. Aber auch Fleisch und Fleischwaren verteuerten sich erheblich (siehe Grafik 7). Der Nahrungsmittelpreisinflation kam in der Krise eine bedeutende Rolle zu, weil die Preisentwicklung vieler Lebensmittel (wie z.B. für Butter) von den Verbrauchern besonders intensiv wahrgenommen werden („Ankerpreise“) und diese somit auch bei der Inflationswahrnehmung eine große Rolle spielen („gefühlte“ Inflation). Ebenso setzt eine hohe Nahrungsmittelpreisinflation einkommensschwächeren Haushalten besonders stark zu.

Die Inflationswelle in Deutschland war ein Zusammenspiel mehrerer Inflationstreiber

10

Verbraucherpreisindex (VPI), % gg. Vj. bzw. Beiträge in Pp.



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Zwischenzeitlich trugen die rapide gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreise mehr als die Hälfte zur VPI-Jahresteuerrate bei, die im September/November 2022 ihren Höchststand von 8,8% erreichte (siehe Grafik 10). Temporäre Subventionen wie der Tankrabatt (vom 1. Juni bis zum 31. August 2022) sowie die Mehrwertsteuersenkung auf Gas (Oktober 2022 bis März 2024) konnten den scharfen Energiepreisanstieg zwar nicht verhindern, aber zumindest zeitweise etwas abmildern. Auch von weiteren Politikmaßnahmen – wie der

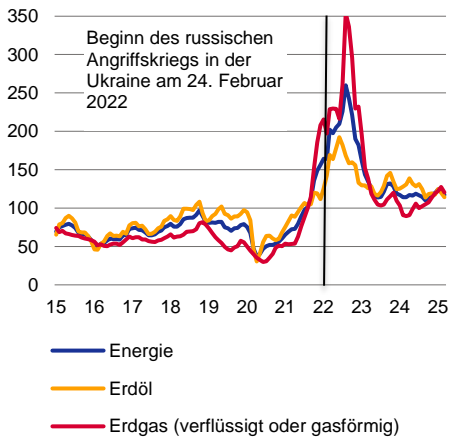


Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Preisentwicklung von importierter Energie

11

Importpreisindex: 2021=100



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Einführung des stark bezuschussten 9-Euro-Tickets bzw. späteren Deutschland-Tickets – gingen vorübergehend inflationsdämpfende Effekte aus.

Höchste Inflation seit Bestehen der Bundesrepublik

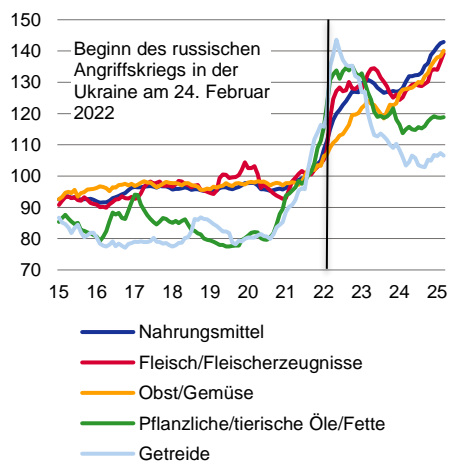
Ein historischer Vergleich zeigt, dass es in der Geschichte der Bundesrepublik lediglich zweimal stärkere Verbraucherpreisanstiege gab – sofern man den nationalen VPI als Vergleichsmaßstab heranzieht: Zum einen zur Jahresmitte 1949 (+10,1%) – also im Anschluss an die Währungsreform von 1948, die die Preisbindung beendete – und zum anderen im Jahr 1951 (+11,4%), als das Wirtschaftswunder in Nachkriegsdeutschland mit hohen Inflationsraten einherging. Die Nachkriegsjahre waren allerdings von einer allgemein hohen Inflationsvolatilität geprägt, die sich unter anderem auch in einer vorübergehenden Deflation von -6,3% bzw. -1,7% in den Jahren 1950 und 1953 zeigte.

Zieht man allerdings den europäisch harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) als Vergleichsmaßstab heran, lag die Inflationsrate im Oktober 2022 mit +11,6% so hoch wie nie zuvor seit Bestehen der Bundesrepublik. Der deutlich höhere Wert für die HVPI-Rate erklärt sich durch die unterschiedlichen Systematiken in der HVPI- und VPI-Preismessung. Während im nationalen VPI die Warenkorbgewichte lediglich alle fünf Jahre aktualisiert werden, finden beim HVPI jährliche Anpassungen statt – mit der Folge, dass sich die Energie- und Nahrungsmittelpreisentwicklungen seit Beginn der Krise auf den HVPI deutlich stärker als auf den nationalen VPI ausgewirkt haben (aktuelle Gewichtung: 20,6% im HVPI vs. nur 17,9% im VPI). Dadurch ist der inflationstreibende Effekt des Energie- und Nahrungsmittelpreisschocks noch wesentlich stärker auf den deutschen HVPI durchgeschlagen als auf den nationalen VPI.

Importierte Nahrungsmittel deutlich teuer

12

Importpreisindex: 2021=100



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

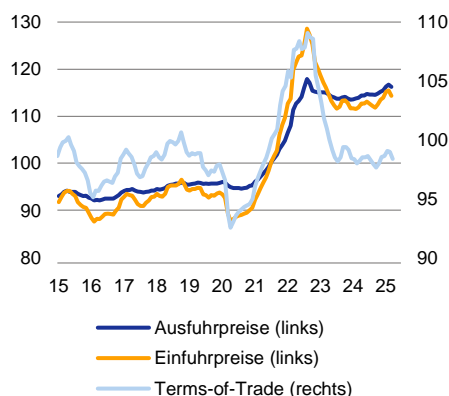
Der Terms-of-Trade-Schock ist mehr oder weniger ausgestanden

Der jüngste Preisschock, der über höhere Rohstoffpreise zu einem Großteil aus dem Ausland „importiert“ wurde, schlug sich zeitweise in einer erheblichen Verschlechterung der Terms-of-Trade (ToT) nieder. Die ToT geben das Austauschverhältnis zwischen den Import- und Ausfuhrpreisen einer Volkswirtschaft an, wobei ein Anstieg mit einer Verschlechterung (negativer Preisschock) und ein Rückgang mit einer Verbesserung (positiver Preisschock) der Relativpreisposition einhergeht. In der jüngsten Krise ließen die Preisanstiege für importierte Energie (Rohöl, Erdgas, Flüssiggas) und Nahrungsmittel (Weizen, Speiseöle) die ToT zwischen Frühjahr 2020 und Herbst 2022 regelrecht in die Höhe schießen und brachten einen erheblichen externen Preisdruck nach Deutschland (siehe Grafiken 11, 12 und 13).

Die Ausfuhrpreise haben mit den Einfuhrpreisen wieder gleichgezogen

13

Index: 2015=100

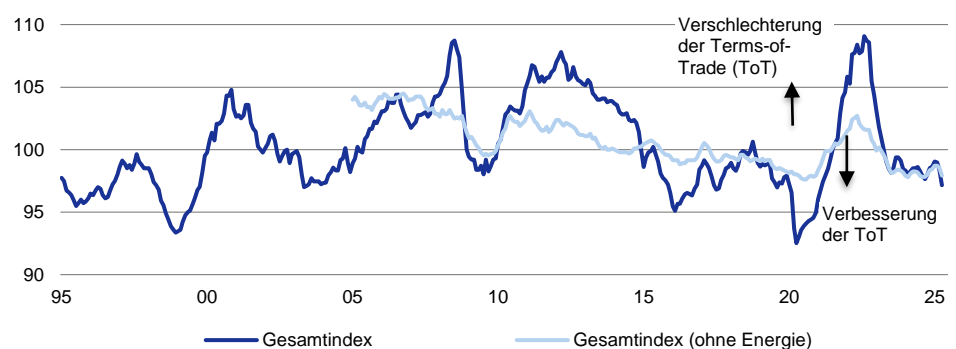


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Terms-of-Trade-Schock: Wieder mehr oder minder überwunden

14

Importpreisindex im Verhältnis zum Exportpreisindex, Index: 2015=100

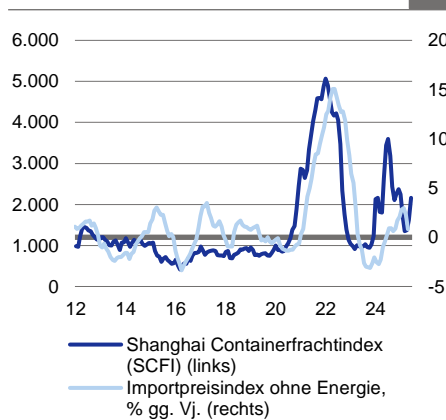


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research



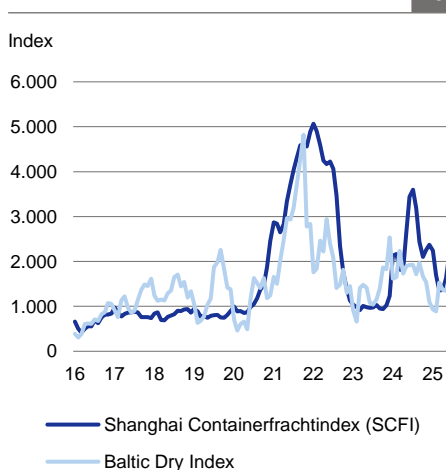
Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Importpreisinflation im Zuge der Frachtkostenexplosion



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Bloomberg, Deutsche Bank Research

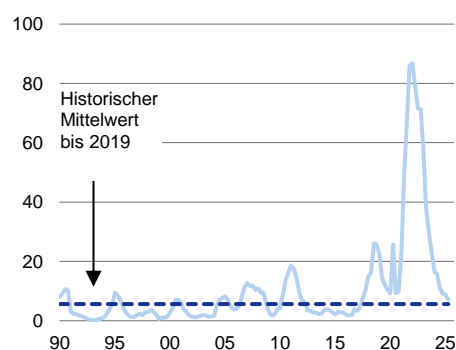
Die Frachtraten hatten sich während der Krise vervielfacht



Quellen: Bloomberg Finance LP

Die pandemiebedingten Materialengpässe sind wieder überwunden

% Anteil der Industrieunternehmen, die an einem Material- und Ausrüstungsmangel leiden



Quellen: WEFA, Europäische Kommission

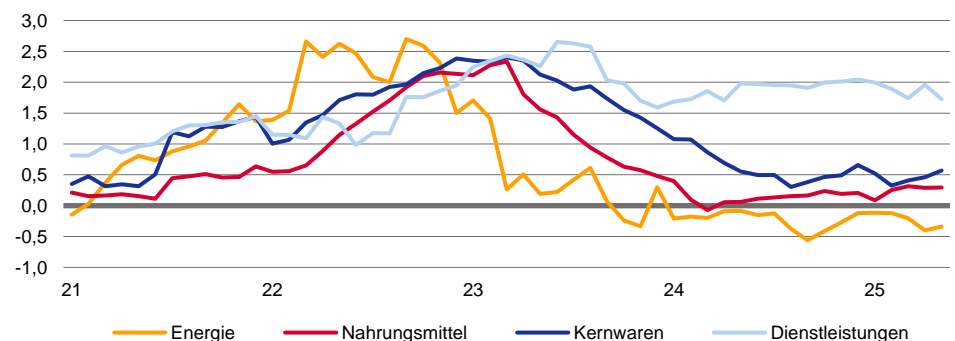
Seither haben sich die ToT aber wieder deutlich verbessert, was nahelegt, dass der externe Preisschock wieder mehr oder weniger ausgestanden ist und aus dieser Richtung kein weiterer Preisdruck droht. Die deutliche Verbesserung der ToT ging zu einem auf einen spürbaren Rückgang bei den Energiepreisen zurück, vor allem bei Gas. Dennoch liegen die Preise für importierte Energie weiterhin deutlich höher als vor der Krise. Zum anderen ist es aber auch den deutschen Exportunternehmen gelungen, die höheren (Energie-) Kosten auf ihre Ausfuhrpreise aufzuschlagen. Somit wurde ein Teil des „importierten“ Teuerungsschocks wieder zurück ins Ausland „exportiert“ (siehe Grafik 14).

Pandemiebedingte Angebotsengpässe bei Industriegütern

Trotz allem war die jüngste Inflationswelle nicht nur auf einen Energie- und Nahrungsmittelpreisschock zurückzuführen, sondern auch eine Folge der Covid-Pandemie. Denn bereits ab Anfang 2021 hatte sich der Preisauftrieb für gewerbliche Waren ohne Energie – im weiteren als „Kernwaren“ bezeichnet – deutlich beschleunigt und zur Zeit des Energiepreisschocks einen hohen Wert von rund 4% erreicht. Aufgrund des deutlich höheren VPI-Warenkorbbanteils (32% vs. „nur“ 18% für Energie und Nahrungsmittel) steuerte diese „Kernwareninflation“ in der Hochphase weitere knapp 2,5 Prozentpunkte (kurz Pp.) zur Gesamtinflation bei – und damit letztlich ähnlich viel wie Energie bzw. Nahrungsmittel (siehe Grafik 17).

Die jüngste Inflationswelle in Deutschland nach Preistreibern

Beiträge in Pp. zur Jahresveränderungsrate des Verbraucherpreisindex (VPI)



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Dieser Kernwareninflation gingen behördlich angeordnete Werkschließungen und weitreichende Produktionsunterbrechungen in der Pandemiezeit voraus, die in einem gravierenden globalen Angebotsmangel an Vorleistungs-, Ausrüstungs- und Konsumgütern mündeten. Dies führte dazu, dass das Verarbeitende Gewerbe für eine längere Zeit nicht in der Lage war, die sich rasch wieder erholende Güternachfrage zu decken. Zudem kam es aufgrund von gravierenden Kapazitätsengpässen in der Containerschifffahrt zu einem scharfen Anstieg der Frachtkosten (siehe Grafiken 15 und 16), was sich auf der Güterseite zusätzlich preistreibend auswirkte. So erhöhte sich z.B. der Shanghai Containerfrachtindex (SCFI) – der die Transportkosten für die wichtigsten Schifffahrtsstrecken ab Shanghai angibt – zwischen Februar 2020 und Januar 2022 um rund 470%. Auch wenn der SCFI inzwischen wieder deutlich unter seine Krisenhochs gefallen ist, liegt er heute noch immer mehr als doppelt so hoch wie in der Vorkrisenzeit (2016-19). Aber zumindest der pandemiebedingte Angebotsschock in der globalen Industrie scheint wieder vollständig überwunden zu sein. Im April war die Importpreisinflation (für Importe ohne Energiegüter) mit +0,8% gg. Vj. nur noch sehr gedämpft. Zudem sind nach einer Umfrage der Europäischen



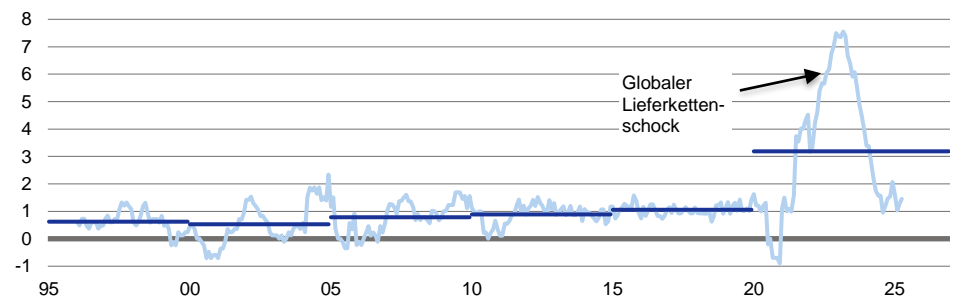
Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Kommission nur noch 7% der deutschen Industrieunternehmen von einem Material- und Ausrüstungsmangel betroffen, was in etwa dem historischen Mittelwert der Vorpandemiezeit entspricht. Zum Vergleich: In der Hochphase zwischen Q4 2021 und Q1 2022 erreichte der Anteil der unter Materialmangel leidenden Firmen mehr als 86% (siehe Grafik 18).

Die Kernwareninflation liegt nur noch geringfügig über ihren Vorkrisenniveaus

19

Preisniveau für Industriegüter ohne Energie (VPI), % gg. Vj.



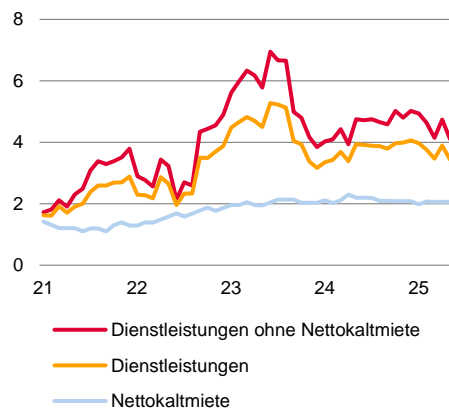
Quellen: WEFA, IHS Markit, Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Im Zuge dieser Entspannung ist auch die Kernwareninflation, die zwischenzeitlich einen Spitzenwert von über 7% erreichte, wieder auf Werte von weniger als 2% gesunken (siehe Grafik 19). Sie hat sich damit im Vergleich zur Vorkrisenzeit noch nicht vollständig, aber zumindest weitestgehend normalisiert.

Die Dienstleistungspreisinflation ist noch immer erhöht

20

VPI-Dienstleistungspreisindex, % gg. Vj.



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

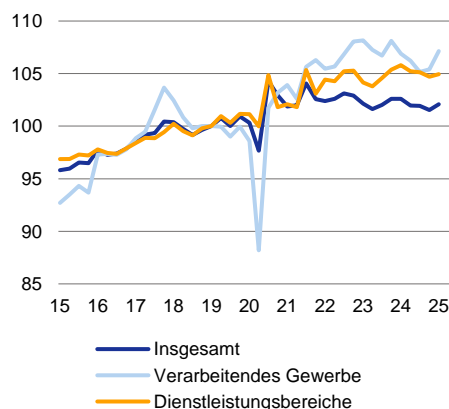
Dienstleistungspreise: Das letzte Glied in der (Inflations-) Kette

Auch wenn der große Teuerungsschock bei den Energie-, Nahrungsmittel- und Kernwarenpreisen bereits hinter uns liegt, hallt er noch immer in Form einer hartnäckigen Dienstleistungspreis-inflation nach. Obwohl die Dienstleistungspreis-inflation, die im Sommer 2023 mit mehr als 5% ihren vorläufigen Hochpunkt markierte, wieder auf 3,4% (Stand: Mai 2025) gesunken ist, liegt sie noch immer deutlich höher als vor der Krise. Höhere Werte als zurzeit wurden lediglich in den frühen 1990er Jahren erreicht, als die Dienstleistungspreis-inflation im Mehrjahresdurchschnitt bei über 6% lag (siehe Grafik 22). Unter Herausrechnung der gewichtigen Wohnungsmieten – deren Anteil im VPI-Warenkorb für ein gutes Drittel aller Dienstleistungen steht – schossen die Dienstleistungspreise sogar zeitweise um fast 7% in die Höhe. Auch heute noch liegt diese „Kerndienstleistungspreis-inflation“ (Dienstleistungspreisindex ohne Wohnungsmieten) mit rund 4% deutlich über der Gesamt- und Kerninflationsrate (siehe Grafik 20).

Die Arbeitsproduktivität wächst weiterhin nur langsam

21

Arbeitsproduktivität* (Stundenkonzept), Index: Q1 2019=100



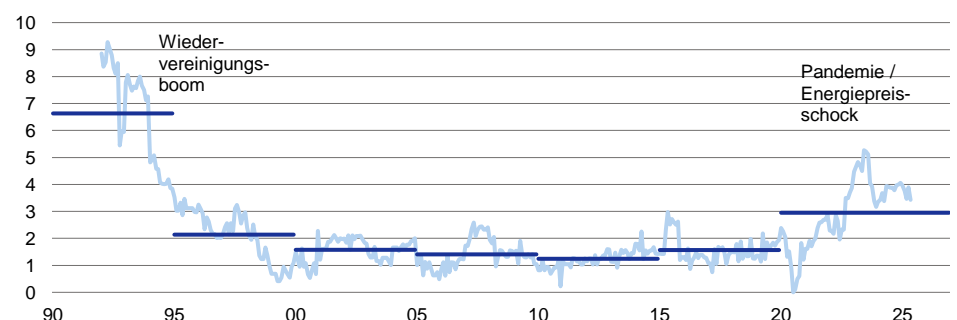
* Reales Bruttoinlandsprodukt bzw. Bruttowertschöpfung je geleisteter Erwerbstätigenstunde

Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Dienstleistungspreis-inflation: Nur zu Zeiten der Wiedervereinigung höher als heute

22

Dienstleistungspreise (Verbraucherpreisindex), % gg. Vj.



Quellen: WEFA, IHS Markit, Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

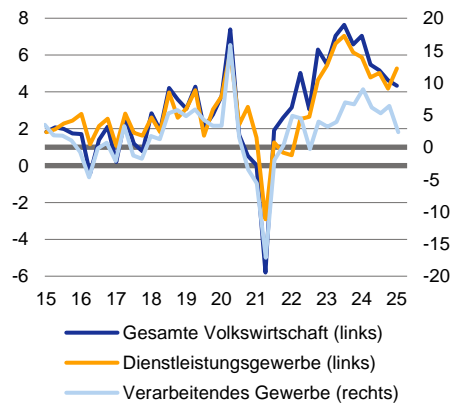


Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Die Lohnstückkosten sind in den letzten Jahren deutlich gestiegen

23

Lohnstückkosten* (Stundenkonzept), % gg. Vj.



* Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer in Relation zur Arbeitsproduktivität

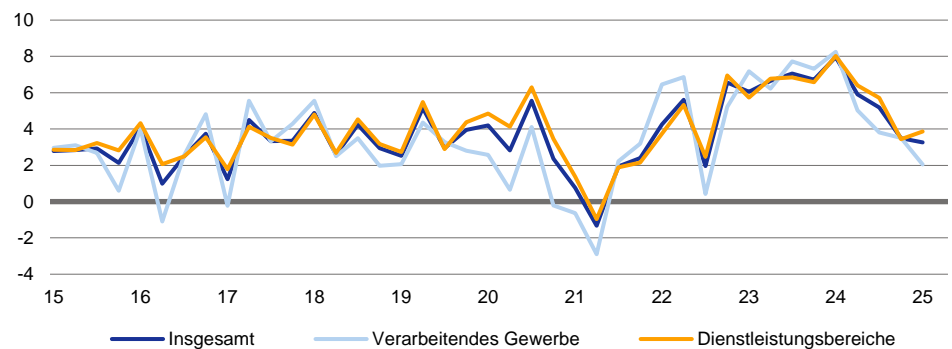
Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Nachdem zunächst vor allem nachfrageseitige Nachholeffekte die Dienstleistungspreise angeheizt haben¹, dürfte der noch verbliebene Preisdruck im Wesentlichen auf die kräftigen Lohnanstiege der vergangenen Jahre zurückgehen. Diese waren aus Sicht der Gewerkschaften und Arbeitnehmer nötig geworden, um die inflationsbedingten Kaufkraftverluste zumindest wieder teilweise auszugleichen. Aufgrund der schwachen Arbeitsproduktivitätsentwicklung führte dies jedoch zu einem spürbaren Anstieg der Lohnstückkosten, was wiederum entsprechende Zweitrundeneffekte bei den Preisen nach sich zog (Lohn-Preis-Schub) (siehe Grafiken 21, 23 und 24).

Der Lohndruck hat deutlich nachgelassen, wirkt aber bei der Inflation noch immer nach

24

Bruttolöhne und -gehälter je Erwerbstätigenstunde, % gg. Vj.

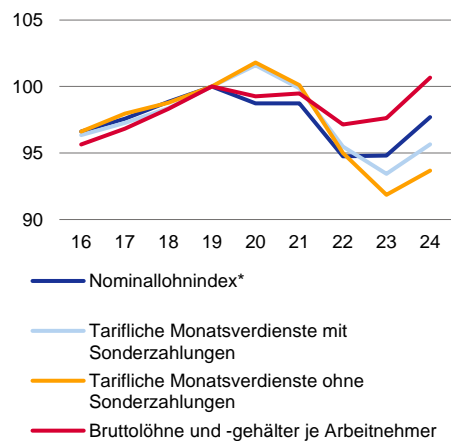


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die Reallohne hinken noch hinterher

25

Mit dem Verbraucherpreisindex (VPI) bereinigte Nominallöhne, Index: 2019=100



*Der Nominallohnindex bildet die Entwicklung der Bruttomonatsverdienste (einschließlich Sonderzahlungen) von allen Arbeitnehmern ab.

Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Obwohl die nominalen Bruttomonatsverdienste der Beschäftigten wieder deutlich aufgeholt haben (+17,2% seit 2019 gemäß des Nominallohnindex des Statistischen Bundesamtes), lag der inflationsbereinigte Reallohnindex im letzten Jahr noch mehr als 2% unter dem Niveau von 2019. Die tariflichen Monatsverdienste lagen inflationsbereinigt mit mehr als 4% (mit Sonderzahlungen) bzw. 6% (ohne Sonderzahlungen) im Vergleich zu 2019 sogar noch deutlich tiefer im Minus (siehe Grafik 25). Dieser Befund legt nahe, dass die Aufholprozesse bei den Löhnen noch nicht vollständig abgeschlossen sind und die Gewerkschaften im nächsten Aufschwung auf weitere Lohnerhöhungen pochen dürften. Aus Sicht der Beschäftigten kommt noch erschwerend hinzu, dass der Nominallohnindex aufgrund des Wegfalls der steuer- und abgabenfreien Inflationsausgleichsprämien im ersten Quartal 2025 sogar wieder gesunken ist, so dass der [Reallohnindex](#) nur noch um 1,2% gg. Vj. höher liegt (z. Vgl. Q4 2024: +2,6%).

Auch die in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) berechneten Effektivlöhne (durchschnittlich gezahlte Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer) liegen inflationsbereinigt derzeit nur marginal höher als im Referenzjahr 2019. Dies dürfte eine Erklärung dafür sein, warum die Erholung des privaten Konsums bisher nur schleppend verlaufen ist. Der Teuerungsschock wirkt somit wachstumsseitig noch immer nach.

Die Inflationsrate hat sich wieder weitestgehend normalisiert

Auch wenn die deutsche Volkswirtschaft den jüngsten Preisschock noch nicht vollständig überwunden hat – wie man auch an der hartnäckigen (Kern-) Dienstleistungsinflation ablesen kann – steht die allgemeine Teuerungsrate mit einem Wert von 2,1% nur noch minimal über der symbolisch wichtigen Zielmarke von

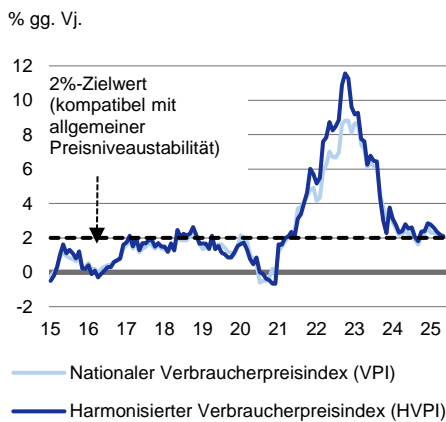
¹ Nach dem Ende der pandemiebedingten Einschränkungen kam es zu einer Erholung der Nachfrage für viele konsumnahe Dienstleistungen (wie z.B. für Gastronomie- und Beherbergungsdienstleistungen). In dieser Konsumphase konnten die Privathaushalte auch auf ihre in der Pandemiezeit angehäuften „Überersparnisse“ zurückgreifen.



Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Die deutsche Inflation scheint wieder unter Kontrolle zu sein

26



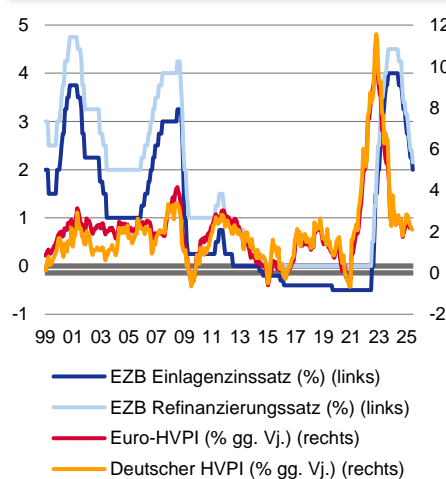
Quellen: WEFA, Haver Analytics, Statistisches Bundesamt, Eurostat, Deutsche Bank Research

2%, die die EZB mittelfristig für die gesamte Eurozone anstrebt und bei der das Ziel der allgemeinen Preisniveaustabilität als erfüllt gilt (siehe Grafik 26). Diese Normalisierung kann als geldpolitischer Erfolg unter zunächst widrigen Bedingungen gewertet werden. Denn schließlich wurde die EZB, die den Inflationsanstieg in der Eurozone zunächst als vorübergehend einstufte, von Ausmaß und Dauer des Schocks überrascht. Erst ab Juli 2022 reagierte sie mit einem strengen Zinserhöhungskurs, der mit einem Anstieg des Einlagenzinssatzes von -0,5% auf bis zu +4,0% einherging. Zu diesem Zeitpunkt lag die Inflation in der Eurozone bereits bei mehr als 8%. Erst im Juni 2024, als die geldpolitische Medizin eine sichtbare Besserung zeigte und die EWU-Inflationsrate wieder auf rund 2,5% gesunken war, konnte die EZB die Zinszügel erstmals wieder etwas lockern und fortan auf einen geldpolitischen Normalisierungspfad einschwenken (siehe Grafik 27).

In der Rückschau kann man konstatieren, dass die Inflation in der Eurozone und Deutschland glücklicherweise wieder genauso schnell gesunken ist, wie sie zuvor angestiegen war. Die EZB konnte verhindern, dass sich eine zweistellige Inflationsrate festsetzt. Dies hätte gravierende Folgen gehabt. Zur Einordnung: In den Hochinflationsphasen der 1970er und 1980er Jahre (erster und zweiter Ölpreisschock), benötigten die Notenbanken wesentlich mehr Zeit, um die Inflation in den Griff zu bekommen. Selbst in Deutschland, wo die Bundesbank die Inflation damals wieder recht schnell eingehegt hatte, dauerte die Disinflationphase deutlich länger als in der jüngsten Krise (siehe Grafik 29).

EZB-Leitzinsen vs. Inflation in der Eurozone und Deutschland

27

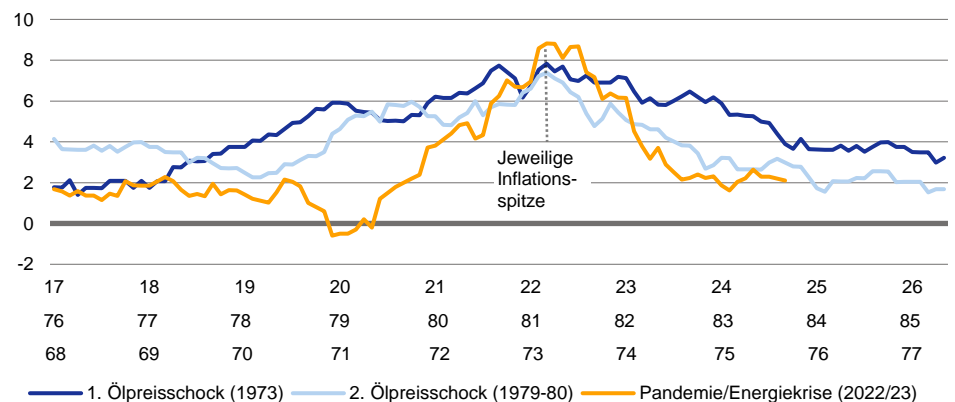


Quellen: EZB, Eurostat, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die jüngste Inflationswelle im historischen Vergleich: Hoch aufgetürmt, schnell abgeflacht

29

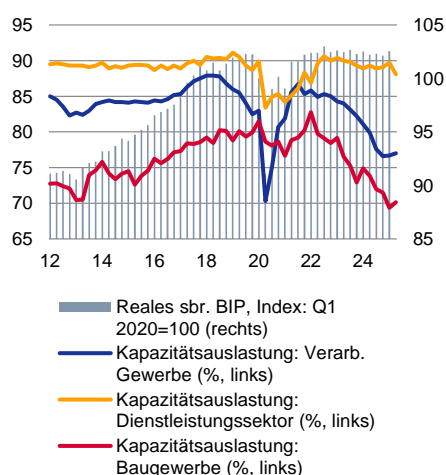
Verbraucherpreisniveau in Deutschland, % gg. Vj.



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Die deutsche Wirtschaft ist momentan noch unterausgelastet

28



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, ifo Institut, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

Dennoch sollte man die schnellen Fortschritte in der Inflationsnormalisierung nicht zu sehr rühmen, da diese vor allem in Deutschland wohl auch zu großen Teilen auf die schwache Konjunktur- und Arbeitsmarktentwicklung zurückgeführt werden können. Schließlich ist die deutsche Volkswirtschaft (in preisbereinigter Rechnung) in den letzten mehr als fünf Jahren so gut wie nicht gewachsen. Es ist daher fraglich, ob die Inflation auch bei deutlich höheren Wachstumsraten genauso so schnell nachgegeben hätte und wieder so tief liegen würde wie derzeit. Schließlich dürften die im Verarbeitenden Gewerbe deutlich unterausgelasteten Produktionskapazitäten den aktuellen Preisdruck bei Kernwaren spürbar begrenzen (siehe Grafik 28). Damit bleibt abzuwarten, ob die Inflation auch im nächsten Konjunkturaufschwung in der Nähe des 2%-Zielwertes bleiben wird.

Trotz Inflationsrückgang: Dauerhaft höheres Preisniveau

Unabhängig davon, wie es mit der Inflation in Deutschland kurz- bis mittelfristig weitergeht, bleibt das allgemeine Verbraucherpreisniveau dauerhaft höher als

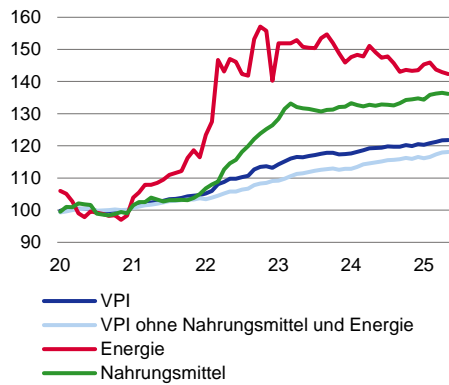


Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Energie und Nahrungsmittel sind erheblich teurer als vor fünf Jahren

30

Verbraucherpreisindex (VPI), Index: 2020=100



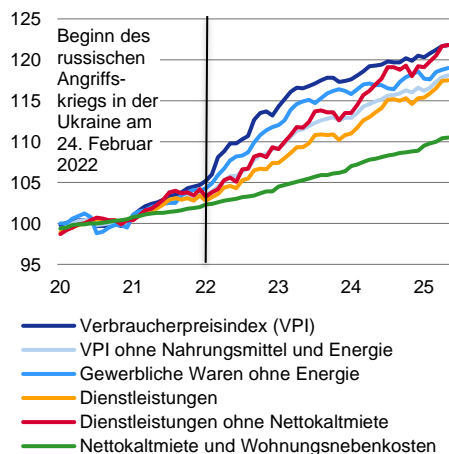
Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

vor der Krise. Denn eine niedrigere Gesamtinflationsrate ist nicht mit einem wieder gesunkenen Preisniveau zu verwechseln. Das Preisniveau der ausgabengewichteten Konsumausgaben eines repräsentativen Privathaushalts – welches durch den VPI abgebildet wird – liegt heute rund 22% höher als noch im Jahr 2020 (siehe Grafik 30). Dies liegt insbesondere an der außerordentlich hohen Verteuerung von Energieprodukten (+42,3%) und Nahrungsmittel (+36,2%). Beide Gütergruppen stehen immerhin für knapp ein Fünftel aller Konsumausgaben. Aber auch ohne Berücksichtigung von Energie und Nahrungsmitteln („Kernrate“) liegt das Verbraucherpreisniveau heute um knapp 19% höher als noch im Januar 2020. Dieser deutliche Anstieg ist gleichermaßen auf die Preisentwicklung bei den gewerblichen Waren ohne Energie (VPI-Gewicht: 31,8%) sowie den Dienstleistungen ohne Wohnungsmieten (VPI-Gewicht: 32,4%) zurückzuführen. Lediglich an den im VPI erfassten Wohnungsmieten scheint der Teuerungsschock bislang mehr oder weniger spurlos vorbeigegangen zu sein (VPI-Warenkorbgewicht: ca. 18%; Anteil an der Kernrate: 21,9%). Denn diese verteuerten sich über den gesamten Betrachtungszeitraum im Mittelwert um nur 1,6% pro Jahr. Von den VPI-Wohnungsmieten gingen somit in der Krise keine nennenswerten Inflationsimpulse aus (siehe Grafik 31).

Anstieg der "Kern"- Verbraucherpreise

31

Verbraucherpreisindex (VPI), Index: 2020=100



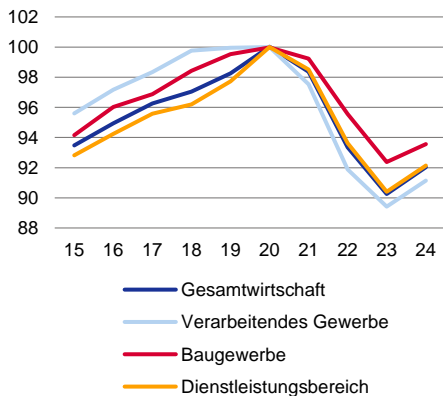
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Insgesamt dürfte der Rückgang der – gewöhnlich auf Sicht von einem Jahr gemessenen – Inflationsrate bei den meisten Verbrauchern zu keiner Euphorie geführt haben. Dies liegt daran, dass die in der Krise erlittenen (realen) Kaufkraftverluste aufseiten der tarifbeschäftigten Arbeitnehmer im Durchschnitt noch nicht wieder vollständig wettgemacht worden sind. Somit dürften viele Privathaushalte noch immer deutlich geringere Konsummöglichkeiten haben als vor dem Teuerungsschock (siehe Grafik 32).

Reale Tarifverdienste ohne Sonderzahlungen

32

Preisbereinigte Tarifverdienste ohne Sonderzahlungen*, Index: 2020=100



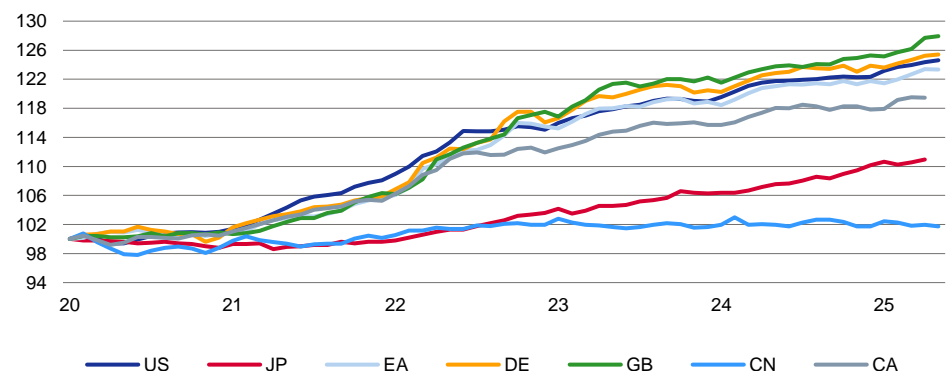
* anhand des VPI deflationiert

Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Der Inflationsschock fiel in Deutschland mit am stärksten aus

33

Verbraucherpreisniveau, Index: Januar 2020=100



Quellen: Haver Analytics, WEFA, Eurostat, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Deutscher Teuerungsschock im internationalen Vergleich

Im internationalen Vergleich ist der Verbraucherpreisanstieg in Deutschland besonders stark ausgefallen. Unter den G7-Staaten wurde seit Anfang 2020 nur in Großbritannien ein noch höherer Preissprung verzeichnet (siehe Grafik 33). Der überdurchschnittlich hohe Preisanstieg in Deutschland geht im Wesentlichen auf den Energie- und Nahrungsmittelpreisschock zurück, der hierzulande deutlich heftiger ausfiel als in den vielen anderen großen westlichen Industrieländern (siehe Grafik 34). Dass der Preisniveauanstieg in Deutschland nicht noch stärker ausgefallen ist, ist im Wesentlichen der sehr moderaten Preisentwicklung bei den VPI-Wohnungsmieten zu verdanken. Denn diese sind noch nicht mal halb so stark angestiegen wie das allgemeine Preisniveau. Aber auch im Vergleich zu vielen anderen Ländern (wie den USA, Kanada oder Großbritannien) war der Anstieg bei den deutschen Mieten deutlich geringer (siehe Grafik 35).

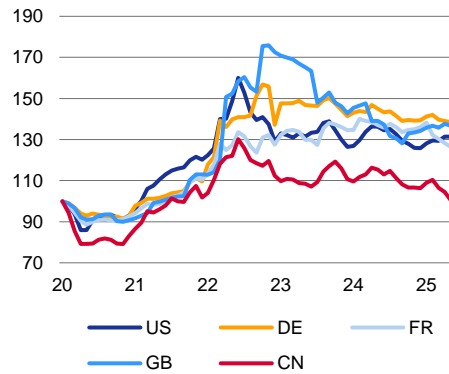


Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Energiepreisanstieg: Deutschland ragt heraus

34

Energiepreisniveau auf Verbraucherebene, Index: Januar 2020=100

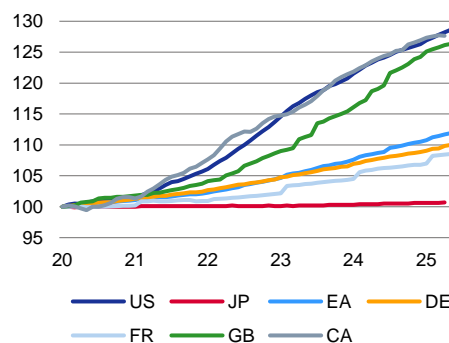


Quellen: Haver Analytics, WEFA, Eurostat, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Wohnungsmieten: Große Länderunterschiede

35

Wohnungsmieten, Index: Januar 2020=100

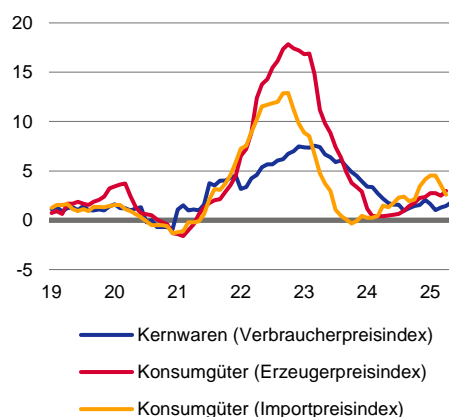


Quellen: Haver Analytics, WEFA, Eurostat, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Deutliche Preisberuhigung bei Konsumgütern

37

% gg. Vj.



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

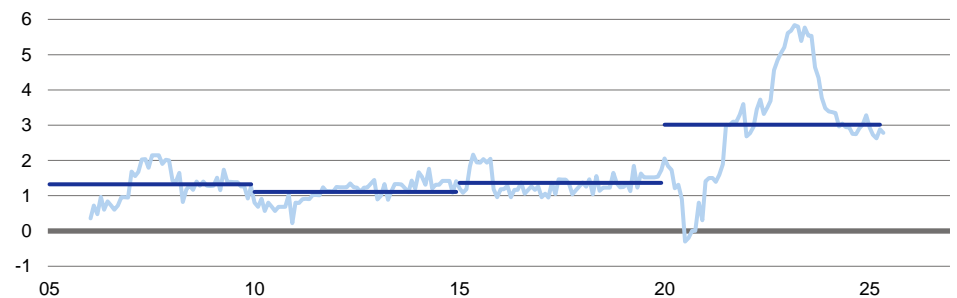
2. Kurz- bis Mittelfristprognose für Deutschland

Trotz der jüngsten Erfolge in der Inflationsbekämpfung ist es nicht garantiert, dass sich die deutsche Inflationsrate wieder dauerhaft um die 2%-Marke pendeln – geschweige denn auf ihre niedrigen Vorkrisentiefs der 2000er- und 2010er- Jahre von teils deutlich unter 2% – zurückfallen wird. Gegen eine solche Rückkehr spricht vor allem die nach wie vor erhöhte Kerninflationsrate, die sich aufgrund der hartnäckigen Kerndienstleistungsinflation bei Werten von knapp 3% festgesetzt zu haben scheint (siehe Grafik 36).

Kerninflation in Deutschland: Noch nicht wieder auf Normalmaß

36

Verbraucherpreisindex ohne Energie und Nahrungsmittel, % gg. Vj.



Quellen: WEFA, IHS Markit, Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Aufbauend auf der bisherigen Analyse werfen wir im Folgenden einen genaueren Blick auf die kurz- bis mittelfristigen Inflationsperspektiven. Dazu geben wir zunächst einen umfassenden Ausblick für die einzelnen Hauptkomponenten des VPI (Kernwaren, Dienstleistungen, Energie, Nahrungsmittel). In der Prognose werden bereits einige der von der neuen Bundesregierung geplanten Politikmaßnahmen – wie z.B. die Strompreisreduktion oder die Mehrwertsteuersenkung auf Speisen in der Gastronomie – berücksichtigt und daher separat erläutert. Am Ende des Abschnitts wird ein Prognosefazit gezogen.

2.1 Kernwaren (Industriegüter ohne Energie)

Seit der Überwindung der globalen Lieferkettenprobleme haben sich die Erzeuger- und Importpreise (ohne Energieprodukte) wieder spürbar beruhigt, wenngleich diese Beruhigung auf einem erhöhten Niveau erfolgt ist. Aktuell beträgt der Anstieg bei den hierzulande produzierten und aus dem Ausland importierten Konsumgütern nur noch rund 2,5% (siehe Grafiken 37). Angesichts dieser Entwicklungen dürfte die VPI-Kernwareninflation – die aktuell noch leicht über ihren Vorkrisenniveau liegt – auch in den nächsten Monaten niedrig bleiben.

Neben dem geringen Preisauftrieb auf der Produzenten- und Importebene dürfte auch der anhaltende Nachfragemangel in der deutschen Industrie preisdämpfend wirken. Laut einer Umfrage der Europäischen Kommission sind in der deutschen Industrie derzeit immerhin rund 40% der befragten Firmen von einer Auftragsflaute betroffen, was deutlich mehr ist als im langfristigen Durchschnitt (siehe Grafik 38). Diese Nachfrageschwäche dürfte den Preiserhöhungsspielraum der Unternehmen derzeit deutlich begrenzen. Auch Umfragen zur weiteren Preisgestaltung der Unternehmen deuten in diese Richtung. Laut einer Umfrage des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung (ifo) planten im Mai im Saldo nur noch 8% Firmen im Verarbeitenden Gewerbe mit weiter steigenden Verkaufspreisen. Zur Einordnung: In der Hochphase der globalen Lieferkettenkrise lag der entsprechende Anteil bei mehr als 70% (langfristiger Vorkrisendurchschnitt: ca. 10%).

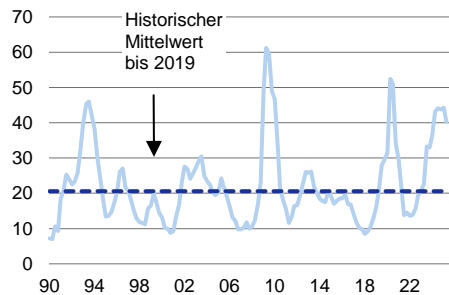


Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Nachfragemangel in der deutschen Industrie

38

% Anteil der Industrieunternehmen, die von einem Nachfragemangel betroffen sind

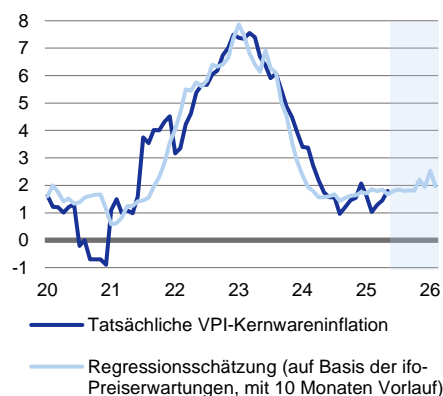


Quellen: WEFA, Europäische Kommission

Die ifo-Preiserwartungen signalisieren eine Kernwareninflation von rund 2%

39

% gg. Vj.

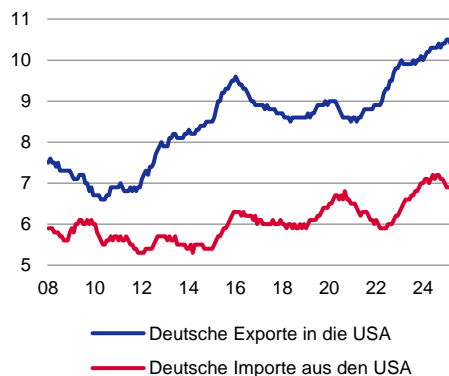


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, ifo Institut, Deutsche Bank Research

Deutscher Außenhandel mit den USA

40

% Anteil an den gesamten deutschen Exporten/Importen (glt. 12-M-Durchschnitte)



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Ein simples Regressionsmodell auf Basis dieser Umfragewerte deutet für die nächsten zehn Monate auf einen flachen Verlauf der Kernwareninflation von um die 2% hin (siehe Grafik 39). Auch wenn man die Preisentwicklung auf den Vorstufen sowie die Lohnentwicklung in Betracht zieht, zeichnet sich ein ähnliches Bild ab. Demnach könnte sich die Kernwareninflation in nächster Zeit in einem Korridor von 1,25 bis zu 2,0 Prozent bewegen. Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass sich die Kernwareninflation im Zeitraum 2025-27 bei (jahresdurchschnittlichen) Werten von rund 1,5% einstellen könnte.

Wie könnte eine Verschärfung des US-EU-Zollstreits die Inflation beeinflussen?

Eine erhebliche Prognoseunsicherheit besteht allerdings mit Blick auf die von den USA verhängten – aber momentan (teilweise) suspendierten – Importzölle. Hintergrund ist, dass die USA bereits Sonderzölle für die Europäische Union (EU) auf Stahl, Aluminium und Kraftfahrzeuge erhoben haben und für sämtliche andere Importgüter aus der EU einen pauschalen Zollaufschlag von 20% verhängt haben (dieser ist aber aktuell noch auf „nur“ 10% herabgesetzt). Sollte die EU mit Vergeltungszöllen reagieren, könnte sich der Zollstreit auch hierzulande inflationär auf die VPI-Kernwaren auswirken, da in diesem Fall die aus den USA importierte Waren unmittelbar teuer würden und auch die deutschen Produzenten dies zum Anlass nehmen könnten, an der eigenen Preisschraube zu drehen. Gegen einen größeren unmittelbaren Inflationseffekt spricht jedoch, dass die deutschen Warenimporte aus den USA nur knapp 7% der gesamten deutschen Wareneinfuhren ausmachen (siehe Grafik 40). Dies legt nahe, dass es der deutschen Importwirtschaft bei einer weiteren Eskalation im Zollkonflikt gelingen könnte, ihre US-Wareneinfuhren vermehrt durch Importe aus anderen Ländern zu ersetzen.

Auf der anderen Seite würde eine Verschärfung des US-Zollregimes der deutschen Export- und Gesamtwirtschaft wohl einen spürbaren Schlag versetzen, was für sich genommen erst einmal deutlich disinflationär sein dürfte. Schließlich sind die USA der größte Absatzmarkt Deutschlands: So lagen im Jahr 2024 die deutschen Warenausfuhren in die USA bei mehr als EUR 160 Mrd. oder 10,4% der deutschen Gesamtexporte (siehe Grafik 40). Auch eine mögliche Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro, wie im Anschluss an den „Liberation Day“ geschehen, könnte hierzulande zusätzlichen den Preisauftrieb dämpfen. Und zu guter Letzt könnte der Handelskonflikt zwischen den USA und China dazu führen, dass künftig deutlich mehr chinesische Warenexporte in die EU bzw. nach Deutschland gelangen. Eine solch befürchtete Importschwemme aus China würde hierzulande ebenfalls stark inflationsdämpfend wirken.

2.2 Dienstleistungen

Die Dienstleistungspreis-inflation dürfte auch in den nächsten Jahren das Sorgenkind bleiben. Denn zum einen dürfte die Alterung der Bevölkerung den Fachkräftemangel weiter verschärfen, was der Arbeitnehmerseite einen höheren Lohnerhöhungsspielraum geben und damit die „Kerndienstleistungspreise“ (Dienstleistungspreise ohne Wohnungsmieten) anheizen könnte. Und zum anderen könnte sich aber auch die bislang noch moderate VPI-Mietpreis-inflation in den nächsten Jahren weiter erhöhen und als „Inflationsdämpfer“ wegfallen.

Der Preisdruck bei den Wohnungsmieten könnte weiter zunehmen

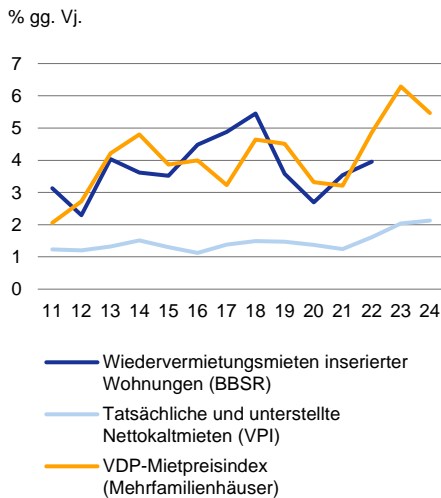
Hintergrund ist, dass die Neuvertragsmieten während der letzten Jahre im Landesdurchschnitt deutlich stärker angestiegen sind als die im VPI gemessenen (Bestands-) Mieten, deren Preisauftrieb dank des großen Anteils von alten „günstigen“ Mietverträgen noch in erheblicher Weise gedämpft wird.



Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Die Angebotsmieten sind deutlich stärker als die VPI-Bestandsmieten gestiegen

41

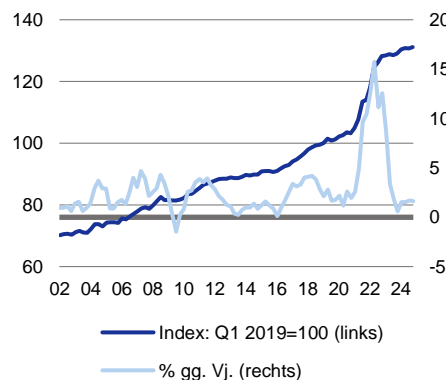


Quellen: Bundesamt für Bau-, Stadt- und Raumforschung, WEFA, VDP, Statistisches Bundesamt, DB Research

Allerdings dürften die kräftigen Erhöhungen bei neu abgeschlossenen Mietverträgen die Bestandsmieten in den kommenden Jahren graduell erhöhen und sich in einer weiter ansteigenden VPI-Mietinflation bemerkbar machen. Diese ist im Vergleich zur Vorkrisenzeit schon merklich gestiegen, liegt jedoch mit etwas mehr als 2% noch immer auf einem vergleichsweise tiefen Niveau (siehe Grafik 41). Solange sich der Wohnungsmangel in Deutschland weiter verschärft und die [Baukosten](#) von Wohnimmobilien nicht deutlich sinken, dürfte der Aufwärtssdruck bei den Neuvertragsmieten anhalten. In diesem Kontext sei erwähnt, dass sich die Baukosten von Wohnimmobilien seit dem Jahr 2019 um fast 30% erhöht haben (siehe Grafik 42). Darüber hinaus ist die Anzahl der [fertiggestellten Wohnungseinheiten](#) seit dem Jahr 2021 um 14,4% gesunken – von rund 294 auf nur noch knapp 252 Tausend (Tsd.) (siehe Grafik 43) –, was den Angebotsmangel weiter verschärft hat. Das vormalige Ziel der Ampel-Regierung von 400 Tsd. fertiggestellten Wohnungseinheiten pro Jahr liegt somit derzeit in weiter Ferne. Sofern es am Wohnungsmarkt zu keiner raschen und spürbaren Besserung kommt, dürfte die VPI-Mietinflation schon bald in Richtung 3% oder mehr tendieren. Der bislang noch zu beobachtende Dämpfungseffekt der Mieten auf die gesamte Dienstleistungsinflation könnte somit perspektivisch wesentlich geringer ausfallen als derzeit (oder sogar vollständig verschwinden).

Die Baukosten für Wohnimmobilien sind durch die Decke gegangen

42

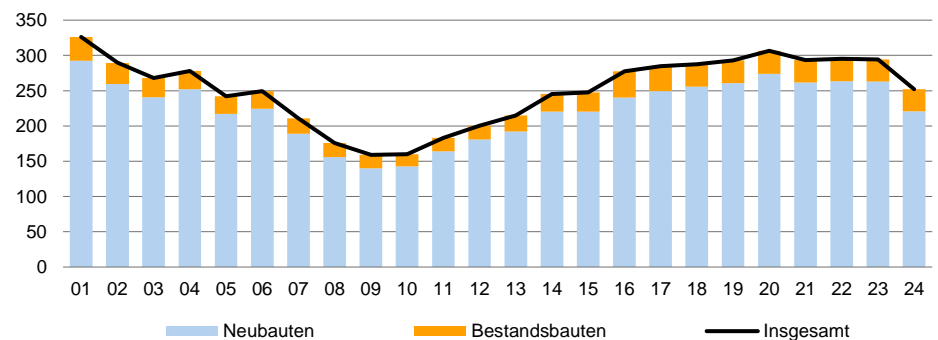


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die Anzahl der in Deutschland fertiggestellten Wohnungen ist 2024 deutlich gesunken

43

Tausend Einheiten



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die Kerndienstleistungspreisinflation dürfte sich zunächst noch abschwächen

Im Gegensatz zu den Wohnungsmieten ist der Teuerungsdruck bei den „Kerndienstleistungen“ mit rund 4% nach wie vor hoch. Auch wenn sich diese Kerndienstleistungspreisinflation aufgrund des nachlassenden Lohndrucks in den kommenden ein bis zwei Jahren auf etwa 3% ermäßigen könnte, dürfte sie auch auf absehbare Zeit weiterhin deutlich über der allgemeinen Teuerungsrate liegen. Dafür spricht sowohl die hohe Kapazitätsauslastung – die in der Konjunkturlaute nur minimal zurückgegangen ist – als auch der noch immer überdurchschnittliche Anstieg der im Dienstleistungssektor gezahlten Stundenlöhne (siehe Grafiken 24 und 44).

Darüber hinaus dürfte das Dienstleistungsgewerbe aufgrund der sich verschlechternden demografischen Entwicklungen auch künftig hoch ausgelastet bleiben, was auf einen anhaltend hohen Lohn- und Preisdruck hindeutet. Zu Einordnung: Laut [Schätzungen des Instituts der Deutschen Wirtschaft \(IW\)](#) wird die geburtenstarke „Babyboomer“-Generation sich bis Mitte der 2030er Jahre vollständig aus dem Erwerbsleben verabschiedet haben. Somit könnten grob geschätzt bis Anfang der 2040er Jahre mehr als 18 Mio. ältere Erwerbstätige dem Arbeitsmarkt verlorengehen. Schon jetzt scheiden jedes Jahr mehr als 1 Mio. ältere Beschäftigte aus dem Erwerbsleben aus, was den Fachkräftemangel bereits spürbar verschärft haben dürfte (siehe Grafik 45).

Dienstleistungsgewerbe: Hohe Auslastung, hohe Inflation

44



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, ifo Institut, Deutsche Bank Research

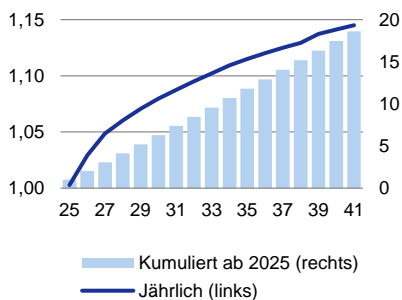


Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Die Babyboomer verabschieden sich aus dem Erwerbsleben

45

Mio. Personen*



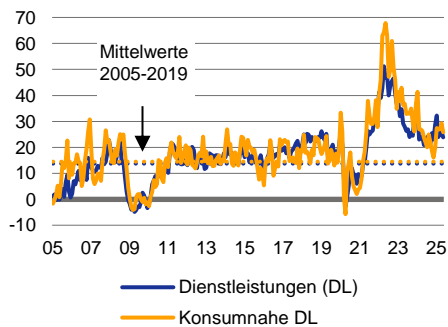
* die jedes Jahr das neue gesetzliche Renteneintrittsalter von 67 Jahren erreichen (gilt ab dem Jahr 2031)

Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Der Preisdruck bleibt im Dienstleistungssektor hoch

46

ifo-Verkaufspreiserwartungen, Saldo (%)



Quellen: ifo Institut, WEFA, Deutsche Bank Research

ifo-Preiserwartungen deuten auf eine sinkende Dienstleistungsinflation hin

48

VPI-Dienstleistungspreisindex, % gg. Vj.



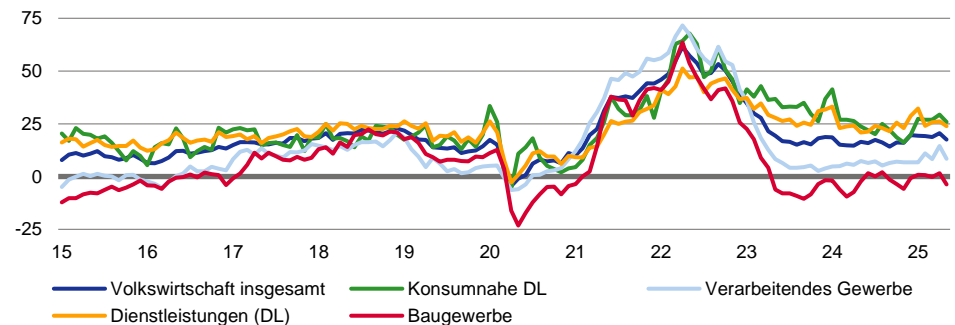
Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, ifo Institut, Deutsche Bank Research

Auch aktuelle Umfragen lassen einen weiterhin hohen Preisdruck im Dienstleistungsgewerbe erwarten. Unter den vom ifo Institut befragten Dienstleistern gaben im Mai im Saldo noch immer 25,8% an, ihre Verkaufspreise weiter erhöhen zu wollen. Der Anteil der Firmen mit Preiserhöhungsabsichten liegt also aktuell noch immer spürbar höher als im langfristigen Vorkrisen-Durchschnitt (2005-2019: 18,4%). Ebenso fällt er doppelt so hoch aus wie Verarbeitenden Gewerbe (8,4%) (siehe Grafiken 47). Insbesondere im Bereich der konsumnahen Dienstleistungen (wie z.B. im Gastronomie- oder Beherbergungssektor) bleibt der Preisdruck hoch (siehe Grafik 46). Trotz des von Umfragen angezeigten Preisdrucks dürfte die Dienstleistungspreis-inflation zunächst noch etwas abnehmen. Diese legt zumindest eine einfache Regression der ifo-Verkaufspreiserwartungen auf die VPI-Dienstleistungspreis-inflation nahe (siehe Grafik 48)².

ifo-Verkaufspreiserwartungen implizieren einen erhöhten Preisdruck bei Dienstleistungen

47

Saldo* (%)



* Saldo der Umfragemeldungen (saisonbereinigt) bezüglich der erwarteten Verkaufspreise in den nächsten drei Monaten. Positive bzw. negative Werte signalisieren einen Aufwärts- bzw. Abwärtsdruck auf die Preise.
Quellen: ifo Institut, WEFA, Deutsche Bank Research

Der angezeigte Rückgang der Dienstleistungspreis-inflation dürfte zuallererst den verzögerten Wirkungen des nachlassenden Lohnwachstums zu verdanken sein. Aber auch das Auslaufen statistischer Sondereffekte dürfte zur Disinflation beitragen³. In diesem Zusammenhang gehen wir davon aus, dass die gesamtwirtschaftlichen Bruttolöhne und -gehälter (je Arbeitnehmer) in den Jahren 2025 und 2026 nur noch zwischen 3,0% und 3,5% zulegen dürften (z. Vgl.: 2024: +5,3%). Zum Vergleich: Die [Deutsche Bundesbank](#) rechnet für 2025 sogar mit einem Rückgang des Effektivlohnwachstums auf nur noch 2,3%. Mittelfristig verorten die deutschen Notenbanker den Lohnauftrieb allerdings wieder bei deutlich höheren 3,0%. Schließlich rechnet auch der [Sachverständigenrat](#) damit, dass das Wachstum der Bruttolöhne und -gehälter (je Arbeitsstunde) in den Jahren 2025 und 2026 auf nur noch 2,8% bzw. 2,7% abschwächen wird (2024: +5,6%).

Exkurs 1: Ein alternativer Blick auf den BIP-Deflator („Binneninflation“)

Um die Auswirkungen der Löhne auf die Teuerung besser zu verstehen, kann man einen Blick auf den BIP-Deflator werfen. Der BIP-Deflator wird aus dem nominalen und preisbereinigten Bruttoinlandsprodukt (BIP) berechnet und gibt den impliziten Teuerungsdruck in der gesamten Volkswirtschaft an („Binneninflation“). Er ist breiter gefasst als der VPI, der nur die Preisentwicklung für die privaten Konsumausgaben misst. Aufgrund von konzeptionellen Unterschieden

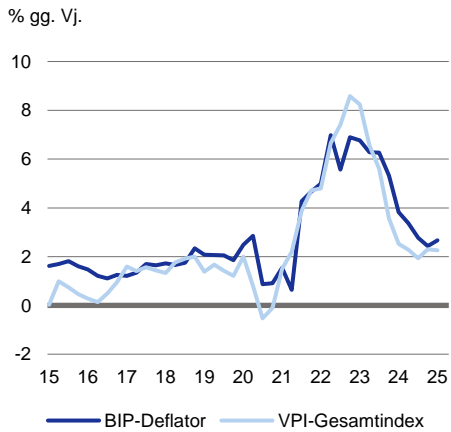
² Statistisch betrachtet, sind die beiden Zeitreihen am stärksten untereinander korreliert, wenn man den ifo-Verkaufspreiserwartungen einen Vorlauf von 11 Monaten gibt. Dies legt nahe, dass der Effekt von Änderungen in den Preiserwartungen sich erst mit einer entsprechenden Verzögerung in einer Veränderung der Inflationsrate zeigt.

³ In diesem Zusammenhang sei erwähnt, dass allein die Anhebung des Deutschland-Ticketpreises zum 1. Januar 2025 die Dienstleistungspreis-inflation um geschätzt 0,25 Pp. erhöht hat.



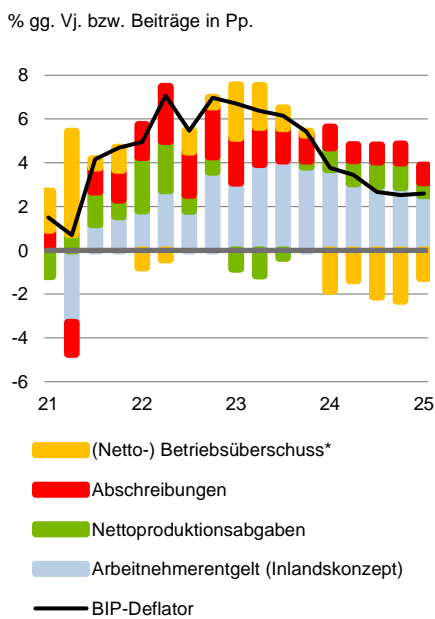
Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

BIP-Deflator vs. Verbraucherpreisindex 49



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Analytische Zerlegung des BIP-Deflators 50



* einschließlich Selbstständigeneinkommen

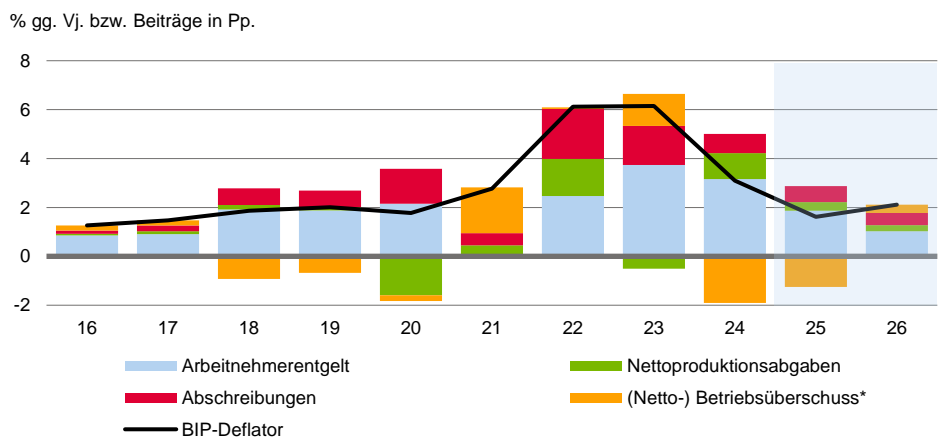
Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

kann es vorkommen, dass die Entwicklungen beim BIP-Deflator zeitweise (auch in größerem Maße) von denen beim VPI abweichen können (siehe Grafik 49).

Der BIP-Deflator bietet den Vorteil, dass man ihn mit Blick auf die zugrundeliegenden makroökonomischen Preistreiber (wie z.B. die Lohnstückkosten oder die Gewinnmargen der Unternehmen) zerlegen kann⁴. Wie man in den Grafiken 50 und 51 erkennen kann, ging die seit dem Jahr 2022 deutlich erhöhte Binneneinführung zu einem erheblichen Teil auf das Konto der steigenden Lohnstückkosten (siehe „Arbeitnehmerentgelt“). Deren Beitrag zum Anstieg des BIP-Deflators lag im Jahresdurchschnitt 2023 mit rund 4 Pp. so hoch wie lange nicht mehr. Auch im Jahr 2024 steuerten sie noch immer deutlich mehr als 3 Pp. zur Binnenteuerung bei. Aber auch die Gewinnmargen der Unternehmen (siehe „Nettobetriebsüberschuss“) trugen im Jahresdurchschnitt 2023 mit einem Beitrag von ca. 1 Pp. spürbar zur Teuerung bei. Seit dem Jahr 2024 sind sie allerdings wieder rückläufig, was den Schluss zulässt, dass es den Unternehmen aufgrund der Konsumflaute nicht mehr möglich war, ihre Gewinnmargen zu halten. Die aktuelle Disinflation ist also auch zu nicht unwesentlichen Teilen auf sinkende Gewinnmargen des Unternehmenssektors zurückzuführen.

Die [Wirtschaftsforschungsinstitute](#) rechnen damit, dass die Stückgewinne im laufenden Jahr abermals nachgeben und somit inflationssenkend wirken. Aufgrund der erwarteten Konjunkturerholung könnte sich dieser Effekt jedoch im nächsten Jahr wieder umkehren, so dass der BIP-Deflator – trotz des nachlassenden Lohnstückkostendrucks – wieder über die 2%-Marke springen dürfte (siehe Grafik 51).

Der BIP-Deflator könnte dieses Jahr auf unter 2% sinken 51



* einschließlich Selbstständigeneinkommen
2025-26: Prognosen auf Basis der Frühjahrsprognose der Wirtschaftsforschungsinstitute (Gemeinschaftsdiagnose)

Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Gemeinschaftsdiagnose, Deutsche Bank Research

Exkurs 2: Auswirkungen geplanter Steuersenkungen auf die Inflation

Die neue Bundesregierung beabsichtigt, die Mehrwertsteuer auf in Gaststätten verzehrten Speisen vom derzeitigen Normalsatz von 19% zum 1. Januar 2026 auf den reduzierten Satz von 7% abzusenken (siehe [Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD](#)). Die geplante Mehrwertsteuersenkung würde die Preise

⁴ Dazu muss man zunächst das nominale BIP in seine zugrunde liegenden Bestandteile zerlegen. Diese umfassen unter anderem die Arbeitnehmerentgelte (Bruttolöhne/-gehälter plus Sozialbeiträge der Arbeitgeber), den Nettobetriebsüberschuss (einschließlich der Selbstständigeneinkommen), die kalkulatorischen Abschreibungen auf das im Produktionsprozess eingesetzte Anlagevermögen sowie die vom Staat erhobenen Produktions-/Importabgaben abzüglich der geleisteten Subventionen (Nettoproduktionsabgaben). Setzt man diese vier Nominalgrößen jeweils ins Verhältnis zum preisbereinigten (realen) BIP, kann man daraus die Beiträge der einzelnen Unterkomponenten zur Veränderungsrate des BIP-Deflators berechnen.

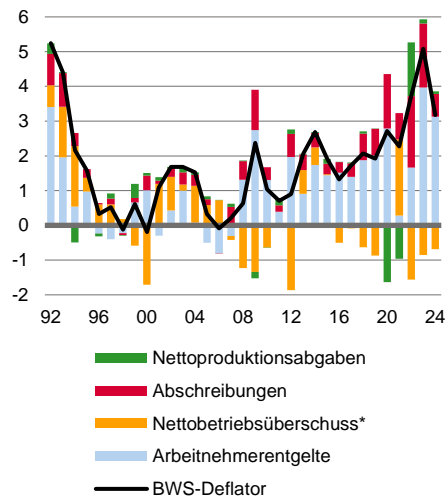


Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Lohngetriebene Dienstleistungspreis-inflation

52

Bruttowertschöpfungsdeflator im Dienstleistungsgewerbe, % gg. Vj. bzw. Beiträge in Pp.



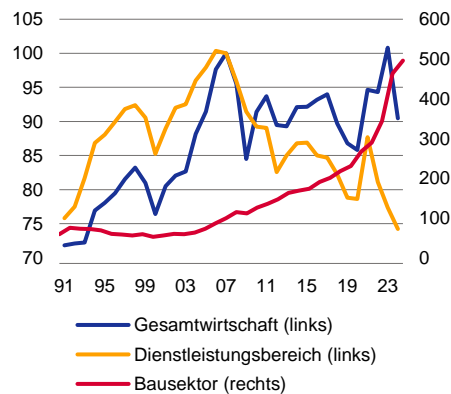
*einschließlich Selbstständigeneinkommen

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Entwicklung der Stückgewinne in der Volkswirtschaft

53

Nettobetriebsüberschuss* je Einheit realer Bruttowertschöpfung, Index: 2007=100



* einschließlich Selbstständigeneinkommen

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

für Speisen bei einer vollständigen Weitergabe an die Verbraucher also rechnerisch um gut 10% verbilligen.

Da die von der Steuersenkung betroffenen Speisen einen VPI-Warenkorbanteil von etwa 2,5% haben, würde die Steuersenkung bei einer vollständigen Weitergabe den VPI-Dienstleistungspreisindex um 0,5 Pp. bzw. gesamten VPI um 0,25 Pp. nach unten drücken. Angesichts der unter Druck stehenden Gewinnmargen in der Gastronomie – die im Jahr 2024 noch immer fast 30% unter ihrem Vorkrisenniveau von 2019 lagen – dürften die Dienstleister die Steuersenkungen jedoch nur partiell an die Verbraucher weiterreichen. Bei einer wohl realistischeren Weitergabe von 50% würde der VPI „nur“ um gut 0,1 Pp. sinken.

Neben der Mehrwertsteuersenkung in der Gastronomie beabsichtigt die Regierung zudem, die luftverkehrsspezifischen Steuern, Gebühren und Abgaben zu reduzieren. Dies könnte das Fliegen künftig etwas billiger machen. Konkret soll die von der alten Ampelregierung im Mai 2024 vorgenommene [Erhöhung der Luftverkehrssteuer](#) („Flugticketsteuer“) wieder rückgängig gemacht werden. Da der Anteil der Luftverkehrssteuer aber nur ein (Flug-) Kostenpunkt von mehreren ist – und der VPI-Warenkorbanteil von Flügen nur rund 0,5 Prozent beträgt –, dürfte der direkte Inflationseffekt mit geschätzt -0,03 Pp. gering ausfallen.

Dienstleistungspreis-inflation könnte temporär unter 3% fallen

Dank des nachlassenden Lohndrucks und den von der Regierung geplanten Fiskalmaßnahmen dürfte sich die Dienstleistungs-inflation – zumindest auf kurze bis mittlere Sicht – zurückbilden. Allerdings dürfte sie nicht mehr auf ihre niedrigen Vorkrisenwerte zurückfallen. Konkret rechnen wir damit, dass die Dienstleistungspreis-inflation auf Jahresdurchschnittswerte von 3,4% (2025), 2,6% (2026) und 2,6% (2027) absinken dürfte (z. Vgl.: 2024: 3,8%). Damit würde sie einen vollen Prozentpunkt höher liegen als im Durchschnitt der Vorkrisenzeit 2015-19. Für eine vorsichtige Einschätzung spricht auch, dass die Gewinnmargen im Dienstleistungssektor seit dem Jahr 2007 rückläufig sind und in der Pandemie und Energiekrise abermals unter großen Abwärtsdruck gekommen waren (siehe Grafik 53). Allein zwischen den Jahren 2021 und 2024 hat der Dienstleistungssektor den Preisauftrieb beim Deflator der Bruttowertschöpfung um gut 3 Pp. abgedämpft, in dem sie einen nicht erheblichen Teil des Kostendrucks auf ihre eigenen Gewinnmargen genommen haben (siehe Grafik 52). Dies lässt vermuten, dass jedweder neuer Kostendruck relativ schnell auf die Preise durchschlagen dürfte. Daher bleibt es abzuwarten, ob und inwieweit ein weiterer Kostendruck über sinkende Gewinnmargen abgefedert werden kann.

2.3 Nahrungsmittel

Auch wenn die Nahrungsmittelpreis-inflation wieder merklich unter ihre Krisenhochs gerutscht ist, liegt sie noch immer über der Gesamtteuerungsrate. Seit ihrem zyklischen Januar-Tief von nur 0,9% ist sie wieder auf 2,8% angestiegen⁵. Unseres Erachtens dürfte sich die Nahrungsmittelpreis-inflation auch in den kommenden Jahren oberhalb der Gesamtrate bewegen, da dürrebedingte Angebotschocks (wie z.B. für Obst und Gemüse oder [Bohnenkaffee](#)) künftig zum Alltag gehören dürften. Ebenso dürfte der weiter steigende CO₂-Preis die energieintensive Produktion und Verarbeitung von Nahrungsmitteln weiter verteuern. Darüber hinaus lässt die Preislücke, die sich seit Krisenbeginn zwischen den Erzeuger-/Importpreisen auf der einen Seite und den Verbraucherpreisen auf der anderen Seite aufgetan hat, einen anhaltend hohen Teuerungsdruck erwarten (siehe Grafik 54).

⁵ Der Wiederanstieg ist auf einen aufflammenden Preisdruck für Obst (+7,4%), Zucker, Marmelade, Honig und andere Süßwaren (+6,6%) sowie Molkereiprodukte und Eier (+4,6%) zurückzuführen.

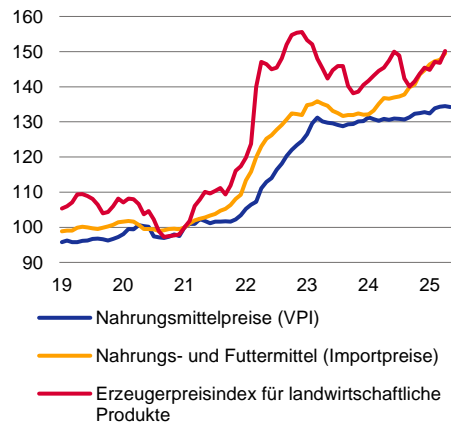


Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Auf Basis der Vorstufen zeichnet sich eine Seitwärtsbewegung ...

54

Index: Januar 2021=100

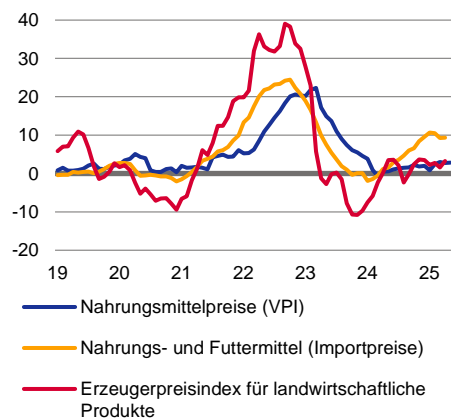


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

... für die Nahrungsmittelpreisinflation ab

55

% gg. Vj.

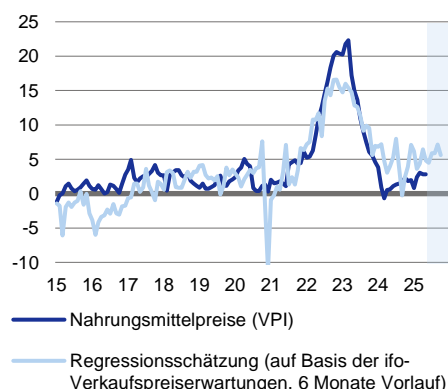


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

ifo-Preiserwartungen implizieren eine erhöhte Nahrungsmittelpreisinflation

57

% gg. Vj.



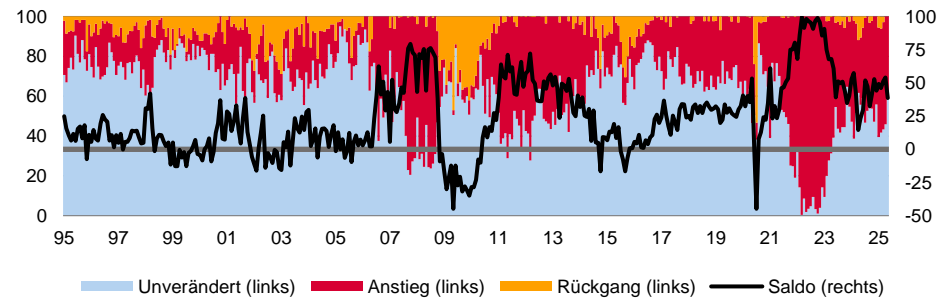
Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, ifo Institut, Deutsche Bank Research

Auch die vom ifo Institut erhobenen Verkaufspreiserwartungen signalisieren einen anhaltenden Teuerungsdruck im Nahrungs- und Genussmittelgewerbe (siehe Grafik 57). Sie lagen im Mai mit 45,8% noch immer doppelt so hoch wie vor der Krise (Durchschnitt 1995-2019: +18,1%). Damit rechnet noch immer fast jedes zweite Unternehmen mit weiter steigenden Preisen (siehe Grafik 56).

ifo-Verkaufspreiserwartungen sind für Nahrungsmittel nach wie vor erhöht

56

Preiserwartungen für Nahrungs- und Genussmittel*, %



* Saldo der Umfragemeldungen (saisonbereinigt) bezüglich der erwarteten Verkaufspreise in den nächsten drei Monaten. Positive bzw. negative Werte signalisieren einen Aufwärts- bzw. Abwärtsdruck auf die Preise.
Quellen: ifo Institut, WEFA, Deutsche Bank Research

In der kurzen Frist dürfte allerdings die deutliche Preisberuhigung auf der Produzentenseite größere Preissprünge verhindern. Denn derzeit verteuern sich die landwirtschaftlichen Erzeugerpreise im Vorjahresvergleich nur um 1,5% (Datenpunkt: März 2025). Der moderate Preisauftrieb erklärt sich im Wesentlichen aus den derzeit sinkenden Preisen für pflanzliche Produkte (-5,5%), die die kräftigen Preisanstiege bei tierischen Produkten (+6,6%) erheblich abgefedert haben (siehe Grafik 58). Insgesamt erwarten wir für das Jahr 2025 einen (jahresdurchschnittlichen) Anstieg des VPI-Nahrungsmittelpreisindex um rund 2,5% (nach +1,4% 2024 und +12,5% 2023). Ab dem Jahr 2026 könnte sich die Nahrungsmittelpreisinflation bei etwas höheren Werten von um die 3,5% einpendeln. Damit würde sie künftig knapp 0,4 Pp. zur Gesamtrate beitragen (z. Vgl. Mittelwert 2015-24: +0,4 Pp.).

2.4 Energie

Auf Verbraucherebene sinken die Energiepreise bereits seit Oktober 2023 wieder im Vorjahresvergleich. Über alle Energieträger hinweg liegen sie derzeit knapp 10% unter ihren Krisenhochs. Dennoch bleibt Energie deutlich teurer als früher. So liegen die Gas- und Strompreise, die um gut 5% bzw. 10% unter ihre Krisenhochs gesunken sind, noch immer um 90% bzw. 15% über ihren Vorkrisenniveaus. Daher ist der aktuelle Preisrückgang bei Energie lediglich als eine Preisberuhigung auf hohem Niveau einzuordnen. Im Mai sind die VPI-Energiepreise im Vergleich zum Vorjahresmonat um 4,6% gesunken (April: -5,4%), was die VPI-Gesamtinflationsrate rechnerisch um 0,3 Pp. gedämpft hat.

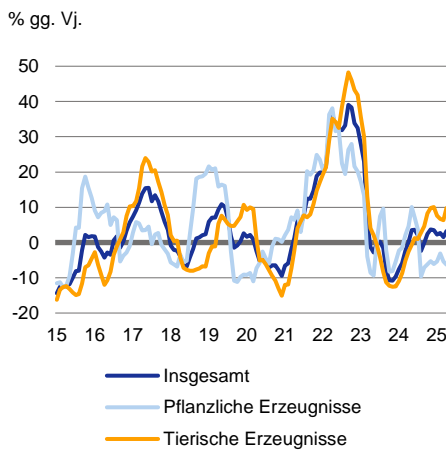
Unserer Einschätzung nach könnten die Energiepreise auch in den nächsten ein bis zwei Jahren weiter sinken – sofern die geopolitischen Entwicklungen in Nahost zu keinem neuen Öl- und Gaspreisschock führen. Für spürbare niedrigere Energiepreise sprechen zuallererst die seit Jahresanfang erfolgten Preisrückgänge bei Rohöl, Gas und Strom, auch wenn diese im Zuge der jüngsten militärischen Eskalationen in Nahost von den Finanzmärkten wieder ein Stück weit zurückgenommen worden sind. Darüber hinaus dämpft die anhaltende Euro-Aufwertung (gegenüber dem US-Dollar) die Rechnungen für viele importierte Energieträger. Aber auch die von der Bundesregierung angedachte Strompreissenkung dürfte die VPI-Energiepreise deutlich absenken und eine größere Entlastung für die Verbraucher bringen (siehe Grafik 61).



Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Erzeugerpreise landwirtschaftlicher Produkte

58

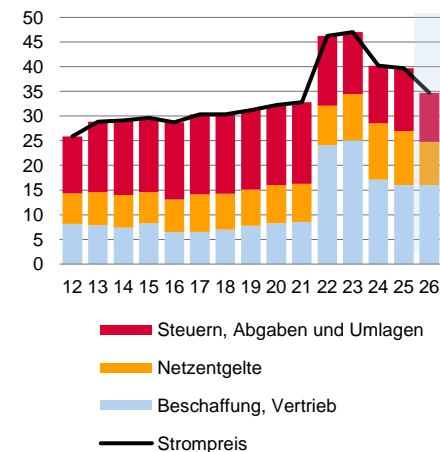


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Strompreis für Haushalte

59

Cent pro Kilowattstunde, bei einem Jahresverbrauch von 3,500 kWh

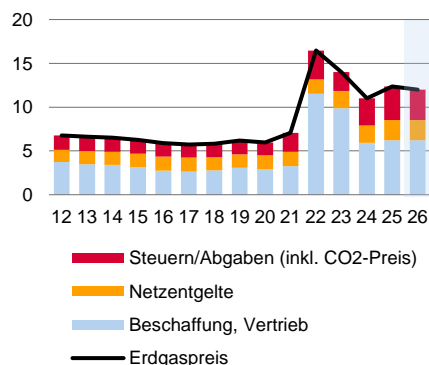


Quellen: Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft (BDEW), Deutsche Bank Research

Gaspreis für Haushalte (Einfamilienhaus)

60

Cent pro Kilowattstunde, bei einem Jahresverbrauch von 20,000 kWh



Quellen: Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft (BDEW), Deutsche Bank Research

Exkurs 3: Effekt der geplanten Strompreissenkung auf den VPI

Die neue Koalitionsregierung hat sich darauf verständigt, den Strompreis für private Haushalte zu senken. Nach Daten des [Bundesverbandes der Energie- und Wasserwirtschaft \(BDEW\)](#) liegt dieser im Moment für Haushalte mit einem Jahresverbrauch von 3,500 kWh bei knapp 40 Cent/kWh (siehe Grafik 59). Angedacht ist ein erster Entlastungsschritt von mindestens 5 Cent/kWh. Dieser dürfte über eine Absenkung der Stromsteuer von aktuell 2,05 Cent/kWh auf das vorgeschriebene EU-Minimum von 0,1 Cent/kWh sowie einer Subventionierung der Netzentgelte aus dem Staatshaushalt (Steuerzahler) erreicht werden. Die angestrebte Preissenkung würde die Strompreise rein rechnerisch um gut 12% absenken. Unter Berücksichtigung der dann auch niedrigeren Mehrwertsteuerzahlung (diese wird auch auf die Stromsteuer und die Netzentgelte entrichtet) könnte sich der Preisrückgang sogar auf 15% belaufen.

Mit Blick auf unsere Inflationsprognose unterstellen wir, dass die Bundesregierung zum 1. Januar 2026 sowohl die Stromsteuer um 1,95 Cent/kWh auf das EU-Minimum absenken als auch die Netzentgelte um weitere rund 3,05 Cent/kWh reduzieren wird. Angesichts des VPI-Warenkorbgewichts von ca. 2,5 Prozent für Strom könnte die VPI-Energiepreiskomponente (Gewicht: ca. 7,4%) somit um bis zu 5 Pp. sinken. Auch der Effekt auf den gesamten Verbraucherpreisindex könnte mit mindestens 0,3 Pp. spürbar negativ ausfallen.

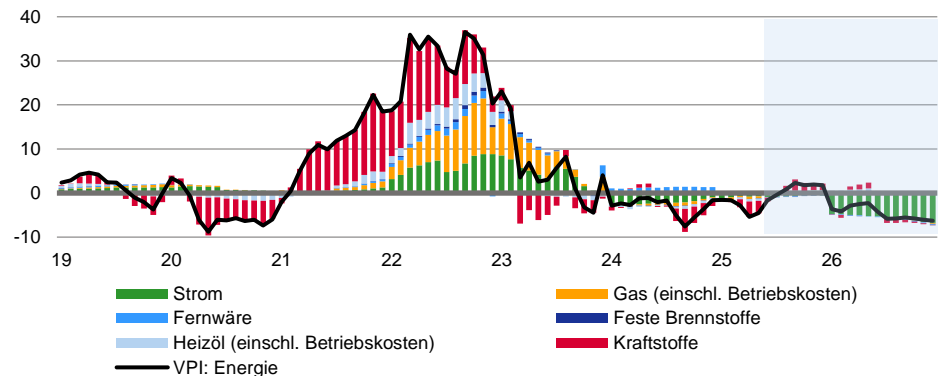
Exkurs 4: Effekt der Abschaffung der Gasspeicherumlage auf den VPI

Darüber hinaus beabsichtigt die Regierung, die bestehende Gasspeicherumlage zu streichen. Diese steuert laut [BDEW-Daten](#) aktuell 0,3 Cent/kWh zum Erdgaspreis von rund 12,4 Cent/kWh bei (siehe Grafik 60). Die Umlage wurde zu Zeiten der Gaspreiskrise eingeführt, um die Gasverbraucher an den krisenbedingten Zusatzkosten zu beteiligen, die sich aus der Sicherstellung der gesetzlich vorgeschriebenen Mindestfüllstände bei der Gasspeicherung ergaben. Einschließlich des Mehrwertsteuereffektes würde die Abschaffung der Umlage den Erdgaspreis für die privaten Haushalte um knapp 3% und die VPI-Energiekomponente um gut 0,4 Pp. reduzieren. Da Gas aber lediglich ein VPI-Warenkorbgewicht von ca. 1,1% hat, würde der VPI nur marginal um 0,03 Pp. sinken.

Auf Verbraucherebene sinken die Energiepreise derzeit wieder

61

% gg. Vj. bzw. Beiträge in Pp.



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die Energiepreise könnten sich mittelfristig weiter verbilligen

Angesichts der deutlich gesunkenen Notierungen für Öl, Gas und Strom sowie der stark inflationsdämpfenden Effekte durch die geplante Absenkung des Strompreises könnten die VPI-Energiepreise auch in den Jahren 2025 bis 2027



Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

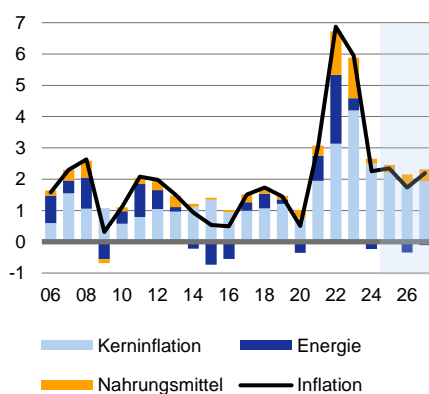
weiter fallen (z. Vgl. 2024: -3,1%). Auf der Basis der aktuellen Futurepreise für Öl, Gas und Strom rechnen wir mit einem anhaltenden Rückgang der VPI-Energiekomponente von ungefähr -1% (2025), -5% (2026) und -1,5% (2027). Allerdings könnten die jüngsten Entwicklungen im Nahen Osten schlimmstenfalls zu einem neuen gravierenden Energiepreisschock führen, der den von uns im Basis-Szenario unterstellten Energiepreissrückgang verhindern würde.

2.5 Fazit: Inflation könnte im Jahr 2026 temporär unter 2% sinken

Die Inflationsrate könnte temporär unter 2% sinken

62

VPI, % gg. Vj. bzw. Beiträge in Pp.



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Aus heutiger Sicht könnte die VPI-Gesamtinflationsrate im Jahresdurchschnitt 2025 bei rund 2,3% - und damit leicht höher als im Jahr 2024 - liegen. Während die Kernrate auf 2,7% (2024: 3,1%) absinken könnte, dürfte die Nahrungsmittelpreis-inflation mit 2,4% (2024: 1,3%) wieder etwas anziehen. Die Energiepreise könnten abermals um knapp 1% nachgeben. Im Jahr 2026 könnte sich die VPI-Gesamtinflationsrate sogar auf nur noch 1,7% abschwächen, weil die verschiedenen Politikmaßnahmen den VPI um insgesamt gut 0,5 Pp. nach unten ziehen dürften. Allein die beabsichtigte Strompreissenkung sowie die dauerhafte Mehrwertsteuersenkung auf Speisen im Gastronomiebereich dürften beim VPI mit gut -0,4 Pp. zu Buche schlagen. Auch die Kernrate dürfte deutlich auf rund 2,2% nachgeben. Dazu dürfte vor allem die erwartete Disinflation bei Dienstleistungen, aber auch der anhaltend niedrige Preisdruck bei Kernwaren beitragen. Aber auch die Mehrwertsteuersenkung in der Gastronomie dürfte mit gut -0,1 Pp. einen Anteil daran haben. Im Jahr 2027 dürfte die VPI-Gesamtinflationsrate jedoch wieder über die 2%-Marke springen, weil dann die preisdämpfenden Effekte der Politikmaßnahmen schließlich wieder aus der Inflationsbetrachtung herausfallen werden (siehe Grafik 62) und die staatlichen Mehrausgaben für Infrastruktur und Verteidigung in einem etwas höheren Preisdruck münden dürften.

3. Langfristige Perspektiven und Preisgefahren

Die langfristige Entwicklung der Verbraucherpreis-inflation bleibt angesichts der erhöhten geo- und handelspolitischen Risiken sowie großer struktureller Umbrüche (Klimawandel, Demografie, Dekarbonisierung, Deglobalisierung, Digitalisierung) höchst ungewiss und schwer zu prognostizieren. Denn die Weltwirtschaft scheint noch nicht wieder zu ihrem neuen Gleichgewicht gefunden zu haben und der Weg dorthin könnte holprig werden. Eine höhere Volatilität bei der Inflation könnte eine Folge davon sein.

3.1 Erhöhte geopolitische Risiken

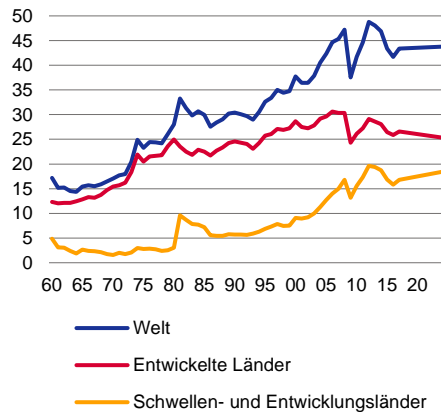
Zuallererst könnten (neue) kriegerische Auseinandersetzungen oder die Eskalation bestehender Konflikte zu einem abermaligen Energie- und Nahrungsmittelpreisschock führen. Ein Beispiel ist der russische Angriffskrieg auf die Ukraine, dessen Auswirkungen stark auf Europa konzentriert waren und die mit einem drastischen Teuerungsschock einhergingen. Aber auch die Zerstörung von physischer Infrastruktur und ein kostenintensiver Wiederaufbau, der viel Sachkapital und Arbeit bindet, könnte eine höhere Inflation mit sich bringen. Eine [Studie des Kiel Instituts für Weltwirtschaft \(ifW\)](#) zu den Kosten des Krieges kommt auf Basis historischer Kriegsfälle in über 150 Jahren zu dem Ergebnis, dass nicht nur die direkt vom Krieg betroffenen Länder, sondern auch unbeteiligte Drittländer in der Regel von einem erheblichen Anstieg der Inflation betroffen sind. Das Institut weist in diesem Zusammenhang darauf hin, dass die Inflation in den Nachbarstaaten der von Krieg betroffenen Länder fünf Jahre später um rund 5 Pp. höher liegt.



Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Der internationale Warenhandel scheint seinen Zenit überschritten zu haben **63**

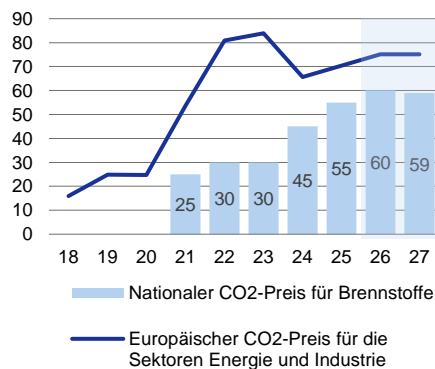
Globaler Warenhandel (Exporte plus Importe), % Welt-BIP (USD-Basis in jeweiligen Preisen)



Quellen: Weltbank, IWF, Deutsche Bank Research

Nationaler CO₂-Preis für Brennstoffe vs. CO₂-Preis im ETS **64**

EUR pro ausgestoßene Tonne CO₂

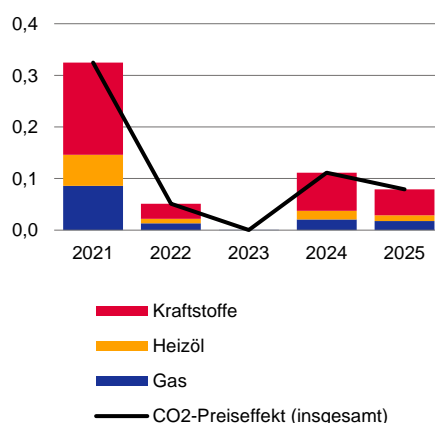


Nationaler CO₂-Preis für 2026: Mittelwert von EUR 55-60 pro Tonne

Quellen: Bloomberg, Deutsche Emissionshandelsstelle, Deutsche Bank Research

Effekt der nationalen CO₂-Bepreisung auf den Verbraucherpreisindex **65**

Beiträge in Pp. zur jährlichen Inflationsrate



Quellen: Deutsche Bank Research

3.2 Voranschreitender Klimawandel und Extremwetterereignisse

Die globale Erderwärmung könnte vermehrt zu Hitzewellen, Dürren und Überschwemmungen führen und somit wiederkehrende Ernteausfälle bei Getreide, Obst und Gemüse nach sich ziehen. Insgesamt könnte dies bei den Nahrungsmitteln zu deutlich stärkeren Preisausschlägen als in der Vergangenheit führen. Solche Extremwetterereignisse könnten aber auch zu indirekten Preiseffekten führen, da die mit ihnen verbundenen Beschädigungen bei der Energie- und Verkehrsinfrastruktur (Kraftwerke, Schienennetze, Häfen) die weltweiten Lieferketten beeinträchtigen und die Produktionskosten nach oben treiben könnten. Die EZB gelangt in einer [Studie zu den Auswirkungen der Erderwärmung auf die Inflationsentwicklung](#) zu dem Ergebnis, dass der Klimawandel nicht nur eine Gefahr für die Finanzstabilität darstellt, sondern auch zu einem zunehmenden Risiko für die Preisstabilität geworden ist.

3.3 Zunehmende Zollkonflikte und der Trend zur Deglobalisierung

Ein weiteres Inflationsrisiko ergibt sich daraus, dass die inflationsdämpfenden Vorteile der internationalen Arbeitsteilung (Globalisierung) wieder schrittweise zurückgedreht werden könnten. Eine solche Deglobalisierung, die mit einer Rückverlagerung von Produktionsstätten aus dem kostengünstigeren Ausland ins teurere Inland einhergeht, würde das allgemeine Preisniveau hierzulande erhöhen und den (globalen) Wohlstand senken. Die aktuellen Handels- und Zollkonflikte könnten Vorboten einer solchen Entwicklung sein.

Daten des Internationalen Währungsfonds (IWF) für den Welthandel zeigen erste Brems Spuren: Im Verhältnis zum Welt-BIP ist der internationale Warenhandel (Exporte plus Importe) seit dem Jahr 2012 deutlich zurückgegangen. Dies deutet daraufhin, dass die Globalisierung ihren Höhepunkt bereits überschritten haben dürfte und bei einer Verschärfung der Handels- und Zollkonflikte weiter zurückgehen könnte (siehe Grafik 63).

3.4 Dekarbonisierung und Verteuerung des CO₂-Preises

Aber auch die Dekarbonisierung der Wirtschaft („grüne Transformation“) könnte (zumindest in der Übergangsphase) preis- und inflationstreibend wirken. Denn der Auf-/Ausbau der neuen Energieinfrastrukturen (Stromverteilnetze, Batteriespeicher, etc.) wird erhebliche Kosten verursachen, die zumindest teilweise auf die Endverbraucher umgelegt werden dürften. Aber auch die vorzeitige Abschaltung alter Energieinfrastrukturen (wie z.B. Kohlekraftwerke) wirkt kurzfristig inflationserhöhend, da der dadurch bedingte Rückgang des Kapitalstocks mit einem niedrigeren Produktionspotenzial einhergeht. Ebenso wird der CO₂-Preis perspektivisch weiter steigen, um die von der Politik gesetzten Klimaziele zu erreichen. Somit dürften die Preise für fossile Energieträger (wie Heizöl, Gas oder Kraftstoffe) in der Tendenz weiter zulegen.

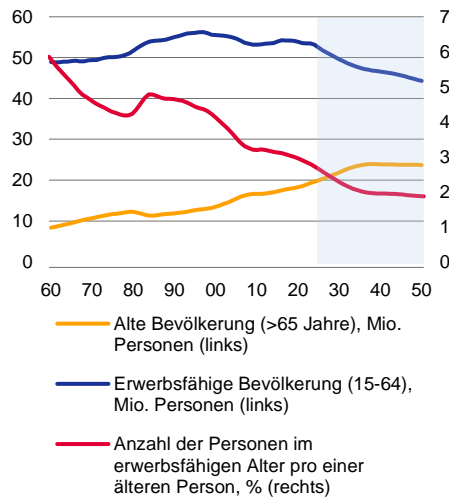
Exkurs 5: Das nationale Emissionshandelssystem für Brennstoffe

Zum 1. Januar 2021 wurde in Deutschland das [nationale Emissionshandelssystem \(nEHS\) für Brennstoffe](#) eingeführt, das den CO₂-Ausstoß von Heizöl, Gas und Kraftstoffen bepreist. Es ergänzt seither das bereits in der ganzen EU geltende EU-Emissionshandelssystem (ETS), welches lediglich eine CO₂-Bepreisung in den Sektoren Energie und Industrie vorsieht. Im Einführungsjahr 2021 lag der nationale CO₂-Preis in Deutschland bei EUR 25 pro Tonne, was zu einem positiven Inflationseffekt von gut 0,3 Pp. führte (siehe Grafiken 64 und 65). Der CO₂-Preis ist seither in drei Erhöhungsschritten auf EUR 55 pro Tonne



Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

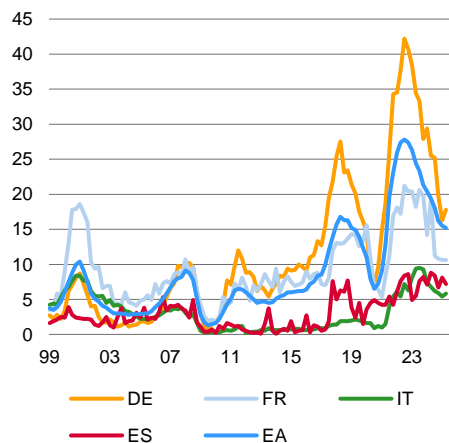
Die deutsche Bevölkerung altert rapide **66**



Quellen: UNO, Deutsche Bank Research

Zunehmender Arbeitskräftemangel **67**

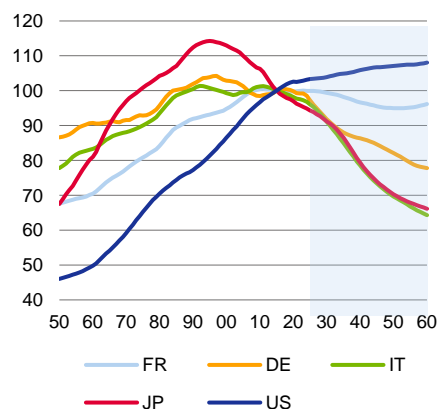
% Anteil der Industrieunternehmen, die unter einem Arbeitskräftemangel leiden



Quellen: WEFA, Europäische Kommission

Die erwerbsfähige Bevölkerung dürfte in vielen Industrieländern stark sinken **68**

Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (15-64 Jahre), Index: 2015=100



Quellen: UNO, Deutsche Bank Research

gestiegen. Ab dem Jahr 2026 soll er sich in einem Preiskorridor von EUR 55-65 pro Tonne bewegen. Ab dem 2027 wird das nEHS schließlich im neuen ETS2 – dem europaweiten Äquivalent zur deutschen CO₂-Bepreisung von Brennstoffen – aufgehen. Der für das ETS2 vorgesehene Anfangspreis könnte bei rund EUR 59 pro Tonne liegen und damit in etwa dem Mittelwert des für 2026 in Deutschland vorgesehenen Preiskorridors entsprechen.

Der Gesamteffekt des nEHS auf den deutschen Verbraucherpreisindex ist bisher moderat ausgefallen. Während sich Benzin und Diesel um etwa 9,6% bzw. 11,4% verteuert haben (gegenüber ihren Preisen ohne CO₂-Aufschlag), sind die Preise für Erdgas und Heizöl um 8,5% bzw. 20,2% angestiegen. Auf Basis der aktuellen Warenkorbgewichte von zusammengenommen 4,5 Prozent (für die betroffenen Energieträger) beträgt der seit dem Jahr 2021 kumulierte Gesamteffekt auf den Verbraucherpreisindex in etwa 0,6 Pp. Bei einer graduellen weiteren Anhebung des CO₂-Preises dürften die direkten (CO₂-Preis bedingten) Inflationseffekte auch in den kommenden Jahren überschaubar ausfallen. Sollte es jedoch in späteren Jahren zu einer drastischen Verteuerung des CO₂-Preises kommen, könnten die Inflationseffekte deutlich stärker ausfallen. Aber auch auf Basis eines hypothetischen Preisanstiegs auf EUR 150 pro Tonne läge der unmittelbare Effekt auf die deutsche VPI-Inflationsrate wohl nur bei einem knappen Prozentpunkt. Aus heutiger Sicht ist daher zumindest für die nächsten Jahre nicht von größeren CO₂-Preiseffekten auf die Inflationsrate auszugehen.

3.5 Alterung der Bevölkerung und zunehmender Fachkräftemangel

Insbesondere in Deutschland, aber auch in vielen anderen Ländern der Welt, dürfte die rapide Alterung der Bevölkerung zu einer erheblichen Verschärfung des Fachkräftemangels führen. Denn aufgrund des Ausscheidens der geburtenstarken „Babyboomer“-Jahrgänge dürfte die deutsche Erwerbsbevölkerung perspektivisch um mehr als 5 Mio. Personen schrumpfen (siehe Grafik 66). Diese Arbeitskräfteverknappung dürfte die Verhandlungsposition der Gewerkschaften und Arbeitnehmer in der Tendenz stärken und könnte schließlich in einer strukturell höheren Lohninflation münden – vorausgesetzt, dass die Digitalisierung und Automatisierung diesen ungünstigen Entwicklungen nicht entschieden entgegenwirken werden. Bereits heute berichten viele Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes von einem Fachkräftemangel, der sich – wie Daten der Europäischen Kommission zeigen – seit dem Jahr 2017 deutlich verschärft hat (siehe Grafik 67).

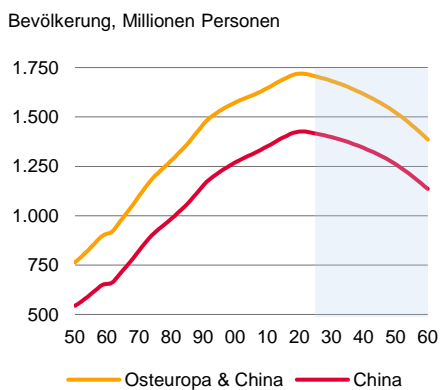
[Charles Goodhart und Manoj Pradhan \(2020\)](#) machen in diesem Zusammenhang einen „Great Demographic Reserval“ aus, der zu einer weltweit höheren Inflation führen dürfte. Denn ein sinkender Einsatz des Produktionsfaktors Arbeit (abnehmende Erwerbsbevölkerung; siehe Grafik 68) wird das gesamtwirtschaftliche Produktionspotenzial auf absehbare Zeit belasten. Darüber hinaus dürften die mit dem demografischen Wandel einhergehenden Verschiebungen zu einer höheren gesamtwirtschaftlichen Nachfrage führen, weil die zahlenmäßig steigende alte Bevölkerung höhere Konsumausgaben tätigt als die schrumpfende Jüngere. In diesem Kontext sind vor allem die höheren Ausgaben der Älteren für Gesundheit und Pflege zu nennen. Das dadurch entstehende gesamtwirtschaftliche Ungleichgewicht dürfte folglich in die Preise gehen und die Inflation anschieben. Aber nicht nur in Deutschland altert die Bevölkerung schnell. Auch in China oder Osteuropa ist der demografische Wandel bereits in vollem Gange (siehe Grafik 69), was perspektivisch auch die Preise der aus dem Ausland importierten Waren verteuern könnte.

[Daniel Harenberg and Alexander Ludwig \(2022\)](#) rechnen zwar ebenso wie Goodhart und Pradhan mit negativen gesamtwirtschaftlichen Angebotseffekten, sehen jedoch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nicht steigen, sondern fallen. Die disinflationären Effekte dieses Nachfragerückgangs dürfte ihrer Meinung



Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Die Bevölkerung schrumpft vielerorts 69

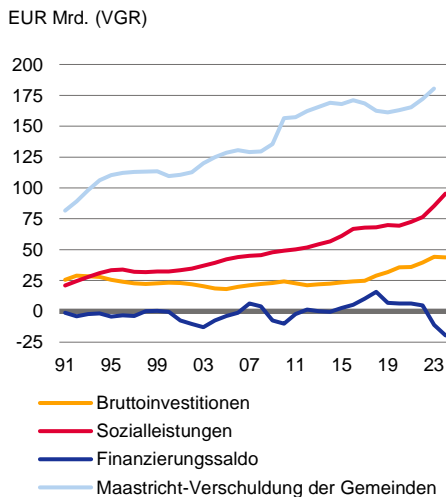


nach die inflationären Effekte des demografischen Angebotschocks mehr als wettmachen und in der Summe in einer niedrigeren Inflation münden. Ihre Argumentation fußt unter anderem auf der These, dass der Anstieg der altersbedingten Konsumausgaben über höhere Steuern und Sozialabgaben, zusätzlichen Staatschulden und/oder staatlichen Ausgabenkürzungen in anderen Bereichen finanziert werden dürfte. Diese Gegenfinanzierungsmaßnahmen hätten zur Folge, dass sie dem Mehrkonsum der Älteren einen noch größeren Konsumverzicht an anderen Stellen entgegensetzen würden.

3.6 Digitalisierung, Automatisierung und Robotisierung

Ebenso könnten die Megatrends der Digitalisierung, Künstliche Intelligenz, Automatisierung und Robotisierung den womöglich inflationserhöhenden Effekten der Alterung entgegenwirken. Denn bei einer nennenswert höheren Arbeitsproduktivität der verbliebenen Erwerbsbevölkerung könnte der Fachkräftemangel deutlich begrenzt oder idealerweise gar vollständig entschärft werden. Inwieweit dies zeitnah gelingen könnte, ist jedoch aus heutiger Sicht noch schwer abzuschätzen. Zumindest in der kurzen bis mittleren Frist dürfte der Fachkräftemangel trotz weiterer technologischer Fortschritte erhöht bleiben.

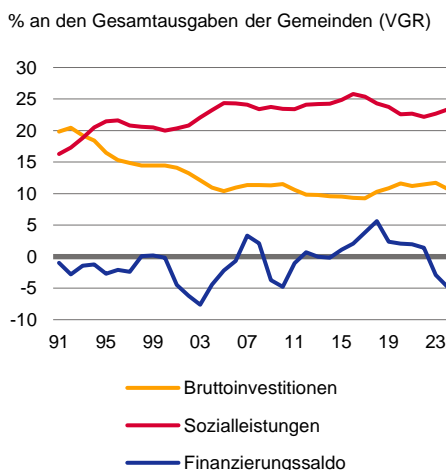
Hohe Defizite auf Gemeindeebene 70



3.7 Höhere administrierte Preise

Bei den administrierten Preisen handelt es sich um Preise für Waren und Dienstleistungen, die nicht frei am Markt gebildet werden, sondern von staatlichen Stellen festgelegt oder zumindest stark beeinflusst werden. Angesichts der erhöhten Staatsdefizite und -schulden sowie der Notwendigkeit zur (qualitativen) Konsolidierung der öffentlichen Finanzen könnten die administrierte Preise in den kommenden Jahren zu einem neuen Inflationstreiber werden. Denn viele der Waren/Dienstleistungen mit administrierten Preisen werden von den unter erheblichen Finanzierungsdruck stehenden Kommunen angeboten, die bereits in den letzten beiden Jahren mit einem kumulierten Haushaltsdefizit von über EUR 30 Mrd. (0,7% vom BIP) konfrontiert waren (siehe Grafik 70). Ursächlich für die angespannte Kassenlage der Gemeindeebene sind unter anderem die strukturell erhöhten Sozialausgaben, die jedes Jahr mehr als 20% der kommunalen Gesamtausgaben beanspruchen und damit etwa doppelt so hoch liegen wie die kommunalen Bruttoinvestitionen (siehe Grafik 71).

Um die Gemeindefinanzen ist es insgesamt schlecht bestellt 71



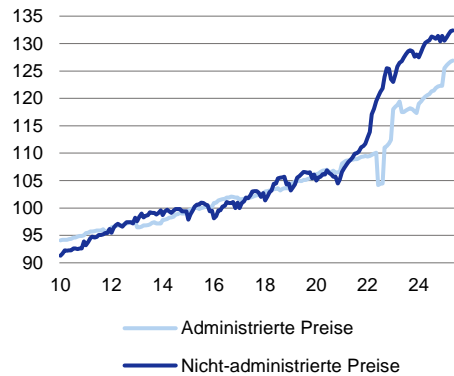
Grundsätzlich unterscheidet man zwischen den direkt administrierten und den teiladministrierten Preisen. Bei ersteren handelt es sich um Preise, die vom Staat direkt festgesetzt oder genehmigt werden, so dass die freien Marktmechanismen nicht wirken können. Dazu zählen unter anderem Studien- und Kitagebühren, Müll-, Wasser- und Abwassergebühren oder das Briefporto. Bei der zweiten Gruppe handelt es sich um Preise, die zwar vom Staat indirekt über Steuern, Abgaben und/oder Preisobergrenzen beeinflusst werden, aber von diesem nicht unmittelbar festgesetzt werden. Darunter fallen z.B. ärztliche Gebühren oder Medikamente sowie Netznutzungsentgelte für Strom, Gas und Wasser. Auf Basis von Eurostat-Daten (und gemäß des HVPI) ist der für Deutschland gemessene Teilindex der administrierten Preise in der Krisenzeit zunächst deutlich weniger angestiegen als derjenige für die nicht-administrierten, freien (Markt-) Preise. Dies lag unter anderem an neuen staatlichen Subventionen, die die Preise für den öffentlichen Nahverkehr deutlich reduziert haben (Stichworte: 9-Euro-Ticket, Deutschland-Ticket). Angesichts dieser Entwicklungen kam es zunächst zu einem größeren Preisabstand zwischen den administrierten und freien Marktpreisen, der sich jedoch mittlerweile wieder deutlich geschlossen hat. Dennoch lag der Preisabstand im Mai noch immer bei gut 4 Pp., was für die nähere Zukunft eine weiterhin überdurchschnittliche Teuerung bei den staatlich regulierten Preisen vermuten lässt (siehe Grafik 73).



Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Die administrierten Preise sind in der Krise deutlich langsamer gestiegen **73**

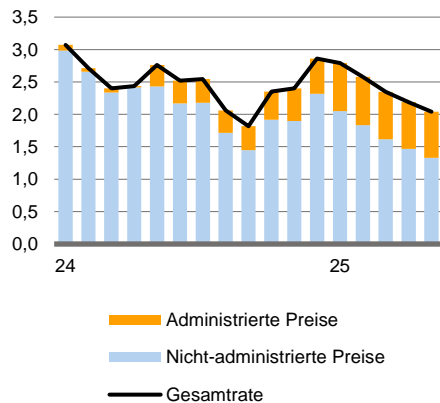
HVPI, Index: 2015=100



Quellen: Haver Analytics, Eurostat, Deutsche Bank Research

HVPI-Inflationsrate in Deutschland **74**

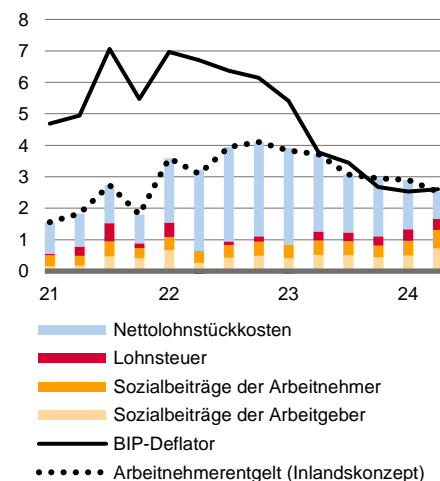
% gg. Vj. bzw. Beiträge in Pp.



Quellen: Haver Analytics, Eurostat, Deutsche Bank Research

Beitrag der Lohnsteuer und Sozialabgaben auf die Binneninflation **75**

BIP-Deflator: % gg. Vj. bzw. Beiträge in Pp.

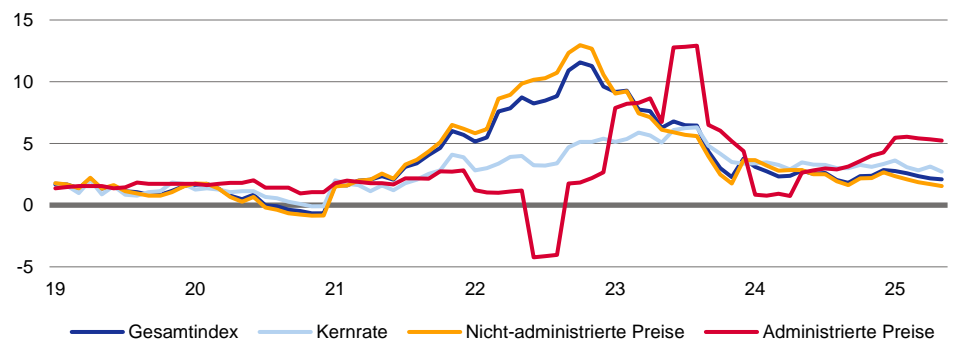


Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Aufgrund dieser Aufhol-/Nachholprozesse im Relativpreisgefüge blieb der Preis-
auftrieb auch im Mai beim administrierten Preisindex (+5,2% gg. Vj.) weiterhin
deutlich stärker als beim Teilindex für die nicht-administrierten Preise (+1,5%
gg. Vj.) (siehe Grafik 72). Derzeit tragen die administrierten Preise mit rund 0,7
Pp. etwa ein Drittel zur HVPI-Gesamtrate von 2,1% bei, obwohl ihr HVPI-Wa-
renkorbgewicht bei nur 13,9% liegt (siehe Grafik 74). Ihr Beitrag könnte auf-
grund des hohen staatlichen Konsolidierungsdrucks noch weiter steigen.

Entwicklung der administrierten Preise in Deutschland **72**

Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI), % gg. Vj.



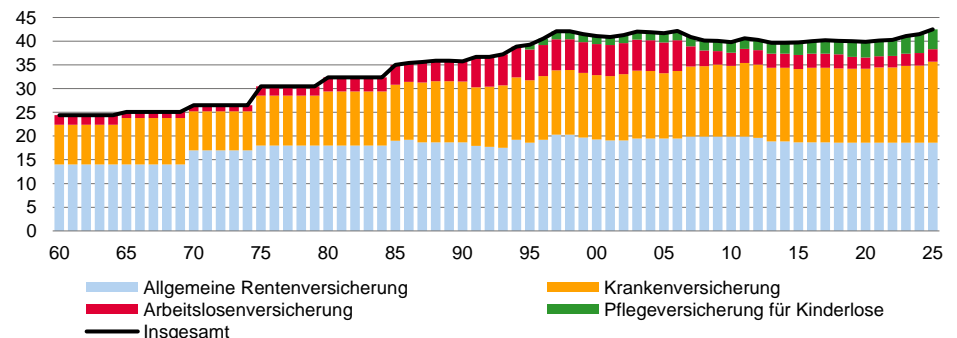
Quellen: Haver Analytics, Eurostat, Deutsche Bank Research

3.8 Steigende Sozialausgaben und Sozialversicherungsbeiträge

Perspektivisch dürften auch die steigenden Finanzierungslasten in der gesetzli-
chen Renten-, Kranken- und Pflegeversicherung zu einem zunehmenden Inflat-
ionsproblem werden, weil ihre Gegenfinanzierung zu drastisch höheren Lohn-
stückkosten führen würde (siehe Grafik 75). Schon heute liegt der Gesamtsatz
der Sozialversicherungsbeiträge für Arbeitnehmer ohne Kinder bei einem Re-
kordhoch von 42,5% des Bruttoarbeitsentgeltes. Damit wurde bereits das alte
Hoch von gut 42% aus den späten 1990er Jahren übertroffen, welches bekannt-
lich ein Auslöser für die Agenda 2010 war (siehe Grafik 76).

Sozialversicherungsbeiträge für Beitragszahler ohne Kinder **76**

Beitragssätze zur Sozialversicherung, % Bruttoarbeitsentgelt



Quellen: Deutsche Rentenversicherung, Deutsche Bank Research

Da die Sozialversicherungsbeiträge grundsätzlich hälftig von den sozialversiche-
rungspflichtigen Arbeitnehmern und Arbeitgebern finanziert werden, dürften mit
der Zeit auch die Belastungen der Unternehmen zunehmen. Berechnungen zur
Folge könnten die Sozialversicherungsbeiträge bis zum Jahr 2030 auf fast 50%
anstiegen. Ein Blick auf den BIP-Deflator zeigt, dass die Sozialbeiträge im ers-
ten Quartal 2025 mit 1,3 Pp. rund die Hälfte zum Anstieg des BIP-Deflators von
2,6% gg. Vj. beitrugen (siehe Grafik 75).

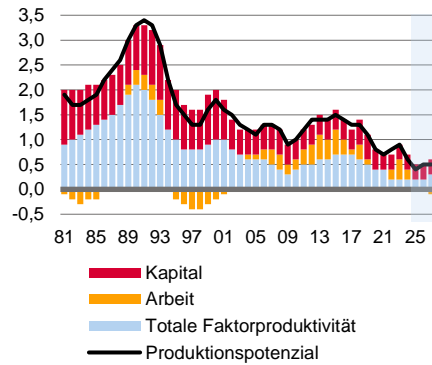


Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

3.9 Stark steigende Ausgaben Infrastruktur und Verteidigung

Die deutsche Wachstumspotenzialrate ist auf nur noch rund 0,5% gesunken 77

Reales Produktionspotenzial, % gg. Vj. bzw. Faktorbeiträge in Pp.



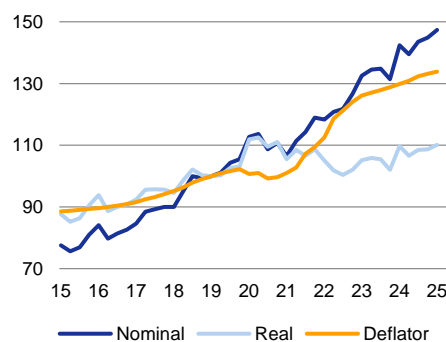
Quelle: Bundesfinanzministerium (Monatsbericht)

Die geplanten Investitionsoffensive für die deutsche Infrastruktur (z.B. Straßen, Schienen, digitale Netze, Klimaschutzmaßnahmen) und eine deutliche Erhöhung der Verteidigungsausgaben nördlich von 3% des BIP dürften die gesamtstaatliche Nachfrage in den kommenden Jahren deutlich ankurbeln. Angesichts dieser überwiegend kreditfinanzierten Mehrausgaben erwarten wir bis zum Jahr 2027 einen spürbaren Anstieg des gesamtstaatlichen Finanzierungsdefizits, von derzeit 2,7% auf fast 4% des BIP (siehe auch [Focus Germany: Zahlenwende: revising our German macro forecasts](#)).

Sollte dieser Fiskalimpuls jedoch nicht mit angebotsorientierten Reformen bzw. einem Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotenzials einhergehen, drohen diese Mehrausgaben in Form von deutlichen Preiserhöhungen zu verpuffen. Eine solche durch höhere Staatsausgaben ausgelöste Inflation würde schließlich zu größeren Ausstrahleffekten auf andere Wirtschaftsbereiche führen und wohl letztlich auch die Verbraucherpreisinflation anheizen. Hintergrund dieser Sorgen ist, dass die deutsche Wachstumspotenzialrate aufgrund der schwachen Produktivitätsentwicklung und des demographischen Wandels auf nur noch rund 0,5% abgesunken ist und eine Erhöhung des Produktionspotenzials angebotsorientierte Strukturreformen erfordert (siehe Grafik 77).

Die staatlichen Bauinvestitionen haben sich seit 2019 nur wenig erhöht 78

Staatliche Bauinvestitionen (VGR), Index: Q1 2019=100



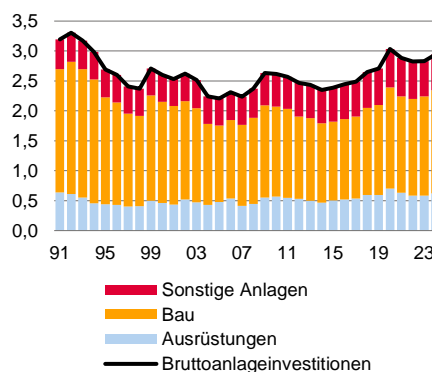
Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Aber auch schon in den letzten Jahren sind offenkundig große Teile der staatlichen Investitionsausgaben in höheren Preisen verpufft. Eine [Studie des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung \(ifo\)](#) hat in diesem Zusammenhang für den Schienenbereich die Entwicklung des Bauvolumens mit der Entwicklung der Baupreise verglichen und ist zu dem niederschmetternden Ergebnis gekommen, dass das (preisbereinigte) Bauvolumen in dieser Zeit nicht gestiegen ist. Zu einem ähnlichen Befund kommt man auch mit Blick auf die gesamtstaatlichen Bauinvestitionen in der VGR, die seit Anfang 2019 in preisbereinigter (realer) Rechnung kaum angestiegen sind, aber mit deutlich höheren Preisen einhergehen (siehe Grafik 78).

Sollte das für die Infrastrukturinvestitionen vorgesehene kreditfinanzierte Volumen von EUR 500 Mrd. (rund 11,6% vom BIP) nicht maßvoll und effizient eingesetzt werden und von angebotsorientierten Strukturreformen begleitet werden, dürfte es zu größeren Preissprüngen und schlimmstenfalls einem kaum höheren Potenzialwachstum kommen. Dies würde wiederum die Bedienung und Rückzahlung der aufgenommenen Extraschulden erschweren. Zum Vergleich: Im Jahr 2024 lagen die staatlichen Bruttoanlageinvestitionen bei EUR 126,7 Mrd. oder 2,9% vom BIP (siehe Grafik 79).

Die staatliche Investitionsquote ist seit dem Jahr 2020 kaum angestiegen 79

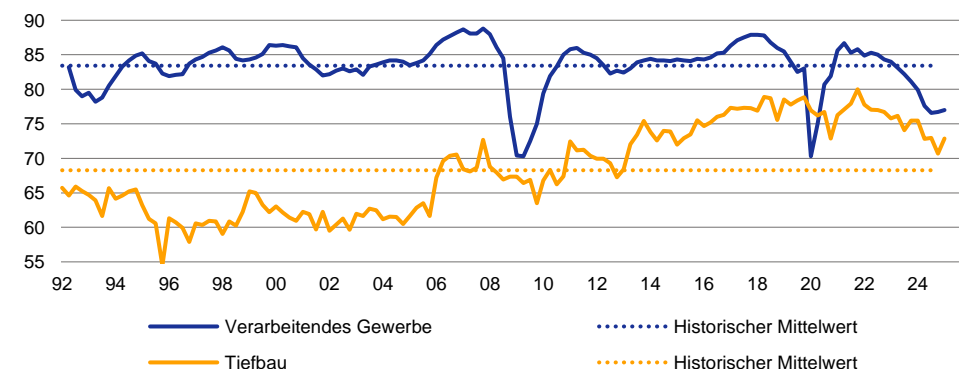
Bruttoanlageinvestitionen des Gesamtstaats (VGR), % des BIP



Quellen: WEFA, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Noch niedrige Auslastung im deutschen Verarbeitenden Gewerbe 80

Kapazitätsauslastung, % Produktionspotenzial



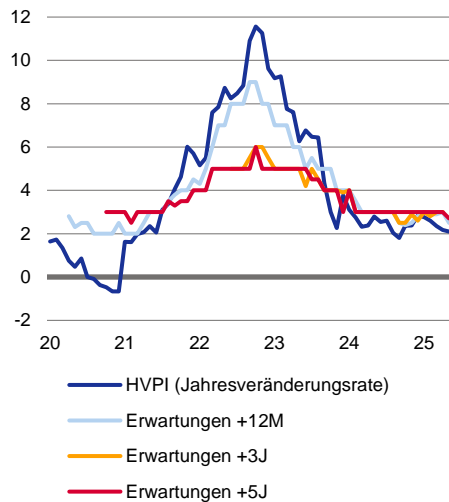
Quellen: WEFA, ifo Institut, Deutsche Bank Research



Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Die Privathaushalte verorten die mittelfristige Inflationsrate bei rund 3% 81

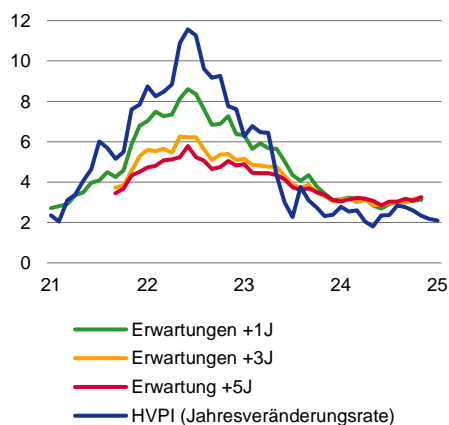
Erwartungen für die HVPI-Inflationsrate, % Median (Trimmung: -12% / +12%)



Quellen: WEFA, Haver Analytics, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank

Die mittelfristigen Inflationserwartungen der Unternehmen sind zuletzt wieder leicht gestiegen 82

Erwartungen für die HVPI-Inflationsrate, % Mittelwerte (Trimmung: -12% / +12%)



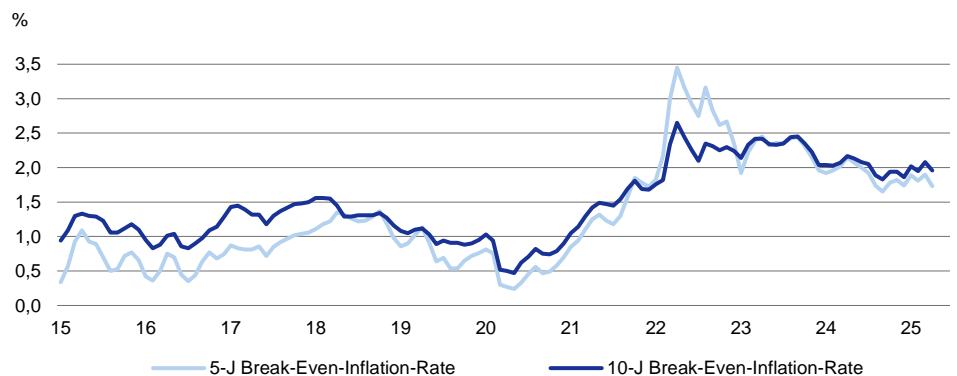
Quelle: Deutsche Bundesbank

Mit dem neuen Infrastrukturfonds von EUR 500 Mrd. – der auf eine Dauer von 12 Jahren angelegt ist – stehen dem Staat also erhebliche Zusatzmittel für Investitionen zur Verfügung. Bei einer gleichmäßigen Mittelverwendung würde der jährliche Zusatzspielraum (von EUR 41,7 Mrd.) mehr als 30% der derzeitigen (nominalen) Bruttoanlageinvestitionen ausmachen. Um größere Preissprünge im Bereich der Investitionen zu vermeiden, ist es unerlässlich, dass die Produktionskapazitäten – insbesondere im Tiefbau, der einen Großteil der staatlichen Zusatzinvestitionen verbauen werden muss – entsprechend ausgeweitet werden. Auch wenn es dort noch einen gewissen Spielraum zur Abarbeitung neuer Bauaufträge gibt, liegt der Kapazitätsauslastungsgrad trotz der schwachen Konjunktur noch immer über dem langfristigen Mittelwert (siehe Grafik 80).

3.10 Risiko dauerhaft höherer Inflationserwartungen

Aktuelle Umfragen der Deutschen Bundesbank legen nahe, dass sowohl Privatpersonen als auch Unternehmen noch mit einer gewissen Skepsis auf die weitere Inflationsentwicklung in Deutschland blicken. Auch wenn sie ihre Inflationserwartungen wieder deutlich nach unten geschraubt haben, gehen sie auf Sicht der nächsten drei bis fünf Jahre von einer über der 2%-Marke liegenden Inflationsrate aus. Während die deutschen Privatpersonen eine Inflationsrate von um die 3% erwarten (siehe Grafik 81), rechnet der Durchschnitt der Unternehmen mit ungefähr 3,25% (siehe Grafik 82). Sollten sich die Inflationserwartungen bei diesen Werten verfestigen, könnte dies aus geldpolitischer Sicht problematisch werden. Denn dies könnte schließlich über höhere Lohnforderungen in einer über dem 2%-Zielwert liegenden Lohn-Preis-Inflation münden. Die Finanzmärkte scheinen aber einen solchen Inflationsschub zumindest momentan auszuschließen. Die aus Finanzmarktdaten abgeleiteten Break-Even-Inflationsraten sind nämlich mit der festen Erwartung verknüpft, dass die deutsche Inflationsrate auch in den nächsten fünf bis zehn Jahren bei Werten von um die 2% liegen dürfte (siehe Grafik 83).

Die Finanzmärkte erwarten, dass die deutsche Inflation auch mittelfristig bei um die 2% liegt 83



Quellen: WEFA, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

Fazit

Unsere Analyse zeigt, dass der historische Inflationsschock der Nachpandemiezeit in Deutschland bereits weitestgehend, aber noch nicht vollständig überwunden worden ist. Zwar lag die allgemeine Teuerungsrate mit rund 2,1% im Mai nur noch minimal über der symbolisch wichtigen Zielmarke von 2%, allerdings ist die Kern- und insbesondere die Dienstleistungspreis-inflation noch immer erhöht. Auch die von den Arbeitnehmern in der Krise erlittenen (reale) Kaufkraftverluste wurden bislang noch nicht vollständig wettgemacht. Die Nominallohnentwicklung hinkt der Preisentwicklung seit 2019 also noch immer hinterher.



Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

Daher liegt es nahe, dass die Arbeitnehmerseite im nächsten Aufschwung auf einen Ausgleich der noch verbliebenen Reallohnücke dringen dürfte, was einen neuen lohnkostenbedingten Inflationsdruck – wohl primär im Bereich der Dienstleistungen – entfachen würde.

Die kurz- bis mittelfristigen Inflationsaussichten sind aufgrund der erhöhten geo- und handelspolitischen Risiken von einer größeren Unsicherheit geprägt als in den Jahren vor 2020. Insbesondere die aktuellen militärischen Auseinandersetzungen in Nahost stellen ein erhebliches Aufwärtsrisiko für die weitere Entwicklung der Öl- und Gaspreise – und damit auch der Verbraucherpreisinflation – dar. Während die Kernwareninflation auf absehbare Zeit niedrig und die Energiepreise auch bis ins nächste Jahr hinein sinken dürften, könnte die Dienstleistungsinflation aufgrund des sich abschwächenden Lohnwachstums bis 2026/27 auf unter 3% absinken. Die Nahrungsmittelpreisinflation könnte sich unserer Einschätzung nach in unserem Prognosezeitraum bei Werten von um die 3,5% einpendeln. Hauptsächlich aufgrund der von der neuen Bundesregierung geplanten Politikmaßnahmen (Strompreissenkung, Mehrwertsteuersenkung in der Gastronomie, Senkung der Luftverkehrsabgabe, Abschaffung der Gasspeicherungumlage) dürfte sich die VPI-Gesamtrate im Jahr 2026 auf nur noch 1,7% ermäßigen. Im Jahr 2027 dürfte sie aber wieder über die 2%-Marke springen, weil die von der Politik induzierten Sondereffekte dann wieder aus der statistischen Betrachtung herausfallen werden und die aufgrund der staatlichen Mehrausgaben anziehende Konjunktur wieder einen höheren Preisdruck nach sich ziehen dürfte.

Langfristig bestehen nicht unerhebliche Inflationsgefahren, die von geopolitischen Risiken über den Klimawandel bis hin zur Deglobalisierung reichen. Auch die Dekarbonisierung der Wirtschaft, eine mögliche Verteuerung der administrierten Preise oder drastisch steigende Sozialversicherungsbeiträge könnten die Inflation antreiben. Angesichts dieser Preisgefahren, die sich zumindest teilweise materialisieren könnten, ist unserer Einschätzung nach auch nicht damit zu rechnen, dass die deutsche Inflationsrate wieder dauerhaft auf ihre niedrigen Vorkrisentiefs von teils deutlich unter 2% zurückkehren wird.

Um die Inflation langfristig im Griff zu behalten, sind sowohl die wachsamem Augen der EZB-Währungshüter als auch strukturpolitische Reformen in der Eurozone und Deutschland erforderlich. Es gilt dabei, vor allem auch die Angebotsseite der Wirtschaft bzw. das Produktionspotenzial zu stärken, den Fachkräftemangel zu lindern und die Energieversorgung effizienter und nachhaltiger zu gestalten. Nur so kann sichergestellt werden, dass die Inflation nicht zu einem dauerhaften Problem für die deutsche und europäische Wirtschaft wird. Deutschland kommt hier eine große Verantwortung zu. Denn sollten die für die Investitionsoffensive vorgesehene Extraschulden nicht maßvoll und effizient eingesetzt werden, könnte es schlimmstenfalls zu größeren Preissprüngen kommen, die auch auf andere EWU-Staaten ausstrahlen dürften. Da es in Zukunft häufigere Ausschläge bei der Inflation geben könnte als in der Vergangenheit, wird es aus geldpolitischer Sicht darauf ankommen, jederzeit angemessen und rechtzeitig auf neue Entwicklungen zu reagieren.

Sebastian Becker (+49 69 910-21548, sebastian-b.becker@db.com)



Inflation in Deutschland: Droht uns eine neue Teuerungswelle?

© Copyright 2025. 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 zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA 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 Inc. 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.