

Gerhard Illing

## Inflationsgefahr im Euroraum – wie gelingt eine sanfte Landung?

Als die OPEC im Herbst 1973 den Ölpreis dramatisch erhöhte, explodierten weltweit die Preise für Energie und Nahrungsmittel. Selbst in Deutschland schoss die Inflationsrate auf über 7 %. Der Deutschen Bundesbank gelang es mit entschiedener restriktiver Geldpolitik und einer Rezession, bis September 1978 die Inflation wieder auf 2,5 % zu drücken, bevor dann mit dem zweiten heftigen Ölpreisschock der nächste Preisschub einsetzte.

Der Angebotsschock löste in allen Industriestaaten Stagflation aus – hohe Inflation ging einher mit gleichzeitig zunehmender Arbeitslosigkeit. Mit steigenden Inflationserwartungen kam eine Lohn-Preis-Spirale in Gang, die nur durch hartes Bremsen gestoppt werden konnte. Die Entwicklung damals zeigte, dass Zweitrundeneffekte – sich selbst erfüllende ansteigende Inflationserwartungen – nur schwer zu brechen sind. In den USA erkaufte die Zentralbank Anfang der 1980er Jahre Disinflation durch eine bewusst herbeigeführte Rezession mit hohen Wachstumseinbußen.

Eine zentrale Lehre aus den Erfahrungen der Ölpreiskrisen ist die Einsicht, dass die feste Verankerung der Inflationserwartungen eine wesentliche Voraussetzung für erfolgreiche Geldpolitik bildet. Mit dem Wechsel zur Strategie der Inflationssteuerung brachen in den vergangenen Jahrzehnten goldene Zeiten weitgehend stabiler Wirtschaftsaktivität bei anhaltend niedrigen Inflationsraten an. In jüngster Zeit drohte eher die Gefahr säkularer Stagnation mit Deflationsgefahr aufgrund anhaltend schwacher gesamtwirtschaftlicher Nachfrage, zumal die niedrigen Zinsen (in vielen Industriestaaten lagen sie unter der Wachstumsrate des BIP) nicht genutzt wurden, um zukunftssträchtige Investitionen aufzubauen (etwa zur Bekämpfung des Klimawandels).

© Der/die Autor:in 2022. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz veröffentlicht ([creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de)).

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft gefördert.

**Prof. Dr. Gerhard Illing**, Seminar für Makroökonomie am Institut für Volkswirtschaftslehre der Ludwig-Maximilians-Universität München.

### Inflation in den USA stark nachfragegetrieben

Mit dem Abklingen der Pandemie, noch heftiger nach der Invasion Russlands in die Ukraine, hat sich das Bild schlagartig geändert. Die Erfahrungen der 1970er Jahre scheinen sich zu wiederholen: Im März dieses Jahres stiegen die Erzeugerpreise im Euroraum um 36 % gegenüber dem Vorjahresmonat, hauptsächlich getrieben von explodierenden Energiekosten. Doch selbst wenn man den Anstieg der Energiekosten herausrechnet, stiegen die Erzeugerpreise angesichts anhaltender globaler Angebotssengpässe immer noch um 13,6 %. Auch die Konsumierenden sind mittlerweile immer stärker vom Preisanstieg betroffen. Im Mai stieg die Inflationsrate im Euroraum, gemessen am Verbraucherpreisindex, mit 8,1 % so stark wie seit den 1980er Jahren nicht. Wieder sind die Haupttreiber dabei Energie und Nahrungsmittel; aber auch ohne diese Komponenten erreicht die Kerninflation mit 3,5 % einen Höchststand seit Einführung des Euro. Viele ärmere Familien mit niedrigem Einkommen sehen sich schon gezwungen, ihren Konsum stark einzuschränken.

Für die Betroffenen ist es nur ein schwacher Trost, dass die Preissteigerungen in den USA noch wesentlich höher ausfallen. Dort war neben den globalen Trends auch die starke inländische Nachfrage ein wichtiger treibender Faktor. Die massiven Stützungsprogramme im Lauf der Pandemie haben das verfügbare Einkommen in den USA zeitweise stark ansteigen lassen und entsprechend die Nachfrage (etwa nach dauerhaften Konsumgütern) stimuliert. Die amerikanische Zentralbank hat im März einen Pfad schrittweise steigender Zinsen eingeleitet, um diesen Nachfrageschock zu dämpfen – die Folge eines zu starken Stimulus unter der Biden-Regierung, verstärkt durch die aufgestaute Nachfrage nach der Konsumzurückhaltung in der Pandemie.

Der Inflationsdruck im Euroraum ist dagegen nicht auf eine überhöhte inländische Nachfrage zurückzuführen: Hier liegt das verfügbare Einkommen immer noch unter dem Trend vor Ausbruch der Pandemie; zudem macht die Unsicherheit angesichts des Kriegs in der Ukraine eine weiter anhaltende Zurückhaltung beim Konsum wahrscheinlich. Der Euroraum sieht sich vielmehr mit einer massiven importierten Inflation konfrontiert: einem globalen Preisschock, ausgelöst durch Angebotsengpässe aufgrund der Probleme gestörter Lieferketten und steigender Energiepreise im Zuge der Sanktionen gegen Russland – all dies noch verstärkt durch die hohe Konsumnachfrage in den USA, die die weltweiten Preise weiter nach oben treibt, nicht zuletzt deshalb, weil sie

auch für die europäischen Unternehmen den Preissetzungsspielraum erhöht, um im globalen Wettbewerb ihre Gewinnmargen auszuweiten.

### Angebotsschock mit realen Einkommenseinbußen

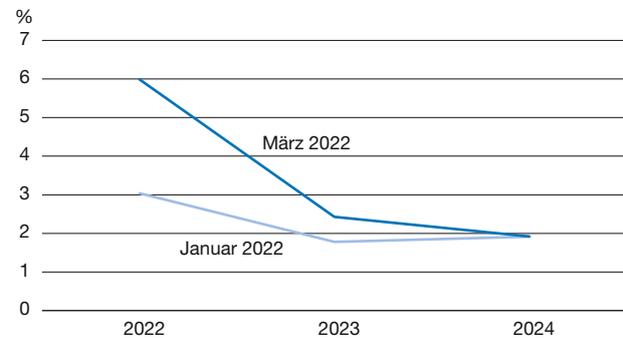
Während Zinsanpassungen zur Stabilisierung reiner Nachfrageschocks zum Standardrepertoire gehören, ist die angemessene Reaktion auf Angebots- bzw. Mark-up-Schocks weit komplexer. Ein Anstieg der Zinsen kann an der Knappheit von Energie und Nahrungsmitteln nur wenig ändern; er kann den Preisdruck nur indirekt über eine Aufwertung abmildern. Bei diesen Schocks ist ein Trade-off zwischen der Stabilisierung von Inflation und Wirtschaftsaktivität unvermeidbar. Die Lehrbuchreaktion auf solche Schocks besteht darin, den Einmaleffekt gestiegener Preise in Kauf zu nehmen, Zweitrunden-Effekten aber (der Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale) entschieden entgegenzuwirken.

Die Entscheidung, schnellstmöglich auf billiges russisches Erdöl und Gas zu verzichten, dürfte den mittelfristig ohnehin notwendigen Übergang weg von fossilen Brennstoffen hin zu erneuerbaren, klimafreundlichen Ressourcen stark beschleunigen. Ein wichtiges Ziel der lange geplanten allmählichen Verteuerung klimaschädlicher Emissionen mithilfe von CO<sub>2</sub>-Steuern bestand darin, rechtzeitig Innovationen im Bereich erneuerbarer Energien zu stimulieren, die dazu beitragen, die Abhängigkeit von fossilen Rohstoffen zu reduzieren, und auf längere Sicht dann auch erhebliche Kosteneinsparungen ermöglichen. Der nunmehr beschleunigte Umstieg erschwert diesen Weg. Er erhöht die Kosten des Übergangs (vermutlich sogar auch die CO<sub>2</sub>-Emissionen) und geht zwangsläufig mit kurzfristigen Wohlfahrtseinbußen einher.

Die Abkehr vom Import fossiler Brennstoffe aus Russland ist ohne Wohlstandsverlust nicht möglich. Die Veränderung der relativen Preise führt für eine gewisse Zeit zu realen Einkommenseinbußen. Dies hat vor allem für ärmere Schichten mit einem hohen Anteil an energieintensiven Ausgaben gravierende Auswirkungen und droht, Verteilungskämpfe darüber auslösen, welche Gruppen letztlich diese Belastung tragen müssen.

Inwieweit steigende Lohnforderungen zum Ausgleich der entstandenen Reallohneinbußen durchsetzbar sind, hängt stark von der Konjunktur- und Arbeitsmarktentwicklung ab. Angesichts der aktuell gestiegenen Gewinnmargen und des zunehmenden Fachkräftemangels scheint derzeit ein gewisser Verhandlungsspielraum zugunsten der Beschäftigten zu bestehen. Die sich abzeichnende weltweite Abkühlung der Konjunktur dürfte sich aber dämpfend auswirken. Im Gegensatz zu den 1960er Jahren war zudem die Lohnentwicklung in den

Abbildung 1  
Inflationserwartungen im Euroraum über die kommenden Jahre



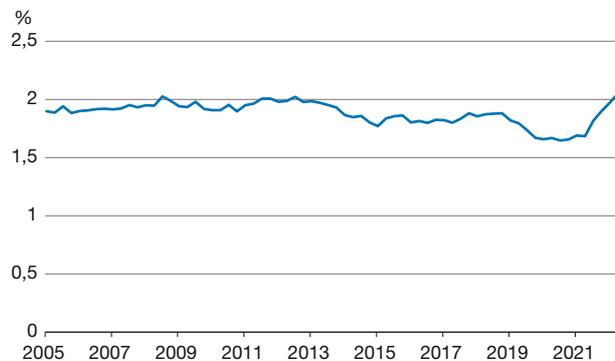
Quelle: Survey of Professional Forecasters, EZB, Januar und April 2022.

vergangenen Jahren sehr verhalten; hohe Lohnsteigerungen scheinen somit unwahrscheinlich. Der Lohn- und Preisdruck könnte schließlich durch gezielte Transferzahlungen an einkommensschwächere Bevölkerungsgruppen wirksam abgefedert werden, die zumindest einen Teil der Belastungen aus den hohen Energiepreisen ausgleichen. Kontraproduktiv wäre dagegen der Versuch, die Belastungen durch staatlich verordnete Preiskontrollen abzufedern. Ein solcher Ansatz verzerrt die Marktsignale, die dringend notwendige Anreize für die Abkehr weg von kohlenwasserstoffintensiver Energienutzung hin zum Einsparen von Energie sowie zum Umstieg zu erneuerbaren Ressourcen geben.

### Inflationserwartungen der Fachleute stabil, die der privaten Haushalte dagegen gestiegen

Für die Entwicklung der Inflationsrate wesentlich bedeutender als dieser Erstrundeneffekt ist jedoch die Frage, ob die Preise auch auf mittlere Frist weiter ansteigen werden. Rechnen die Beschäftigten mit anhaltend hohen Inflationsraten, werden sie versuchen, höhere Lohnsteigerungen durchzusetzen. Entscheidend ist also, wie stark die bislang im Euroraum fest verankerten Inflationserwartungen ansteigen. In der letzten von der EZB durchgeführten Umfrage unter „Professional Forecasters“ (SPF) Mitte April ist zwar die für dieses Jahr prognostizierte Inflationsrate im Vergleich zur im ersten Quartal durchgeführten Umfrage stark angestiegen. Momentan gehen die Fachleute jedoch noch davon aus, dass der Anstieg der Inflation eher temporär ist und dass sie bis 2024 wieder auf 1,9 % sinken wird (vgl. Abbildung 1). Die langfristigen Inflationserwartungen des Experten-Surveys, die im Laufe der Pandemie eingebrochen waren, entsprechen mittlerweile mit im Durchschnitt ca. 2 % genau dem Inflationsziel der EZB (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2  
Langfristige Inflationserwartungen im Euroraum,  
Durchschnitt der Prognosen



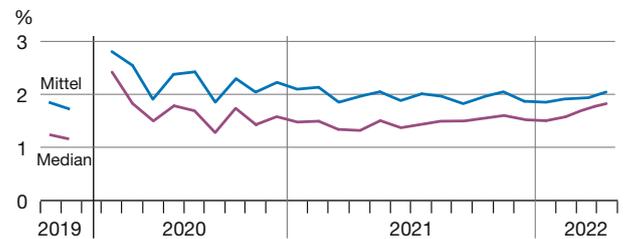
Quelle: Survey of Professional Forecasters, EZB, April 2022.

Die längerfristigen Inflationserwartungen der privaten Haushalte sind dagegen seit Kriegsausbruch stark angestiegen. So ist der im Haushaltspanel der Deutschen Bundesbank ermittelte Medianwert der Inflationserwartungen über die nächsten fünf Jahre von 3 % im Jahr 2021 auf mittlerweile 5 % geklettert (vgl. Abbildung 3). Auch in anderen Ländern des Euroraums sind – nicht überraschend – die Umfragewerte vergleichbar gestiegen. Wie Moessner (2022) zeigt, verhalten sich die Inflationserwartungen der Haushalte adaptiv; sie werden jeweils stark von den aktuellen Erfahrungen getrieben. Um zu verhindern, dass diese Entwicklung sich in zukünftigen Lohnverhandlungen verfestigt und so die längerfristigen Erwartungen entankert werden, muss die Zentralbank deshalb glaubhaft machen, dass sie entschieden dafür sorgen wird, die Inflation im Euroraum wieder der Zielgröße 2 % anzunähern.

### Bislang eher eine Normalisierung der Zinserwartungen

Mit der Ankündigung, das Aufkaufprogramm bald auslaufen zu lassen, und deutlichen Hinweisen, wohl schon im Juli mit der Zinswende zu beginnen, hat die EZB bereits erste Schritte zur Normalisierung der Geldpolitik eingeleitet. Noch ist dabei aber offen, ob beim Ausstieg aus der Zeit lockerer Geldpolitik eine sanfte Landung gelingt. Die EZB steht vor folgendem Dilemma: Gelingt es nicht, die Öffentlichkeit rechtzeitig von ihrer Entschlossenheit zu überzeugen, eine Preis-Lohn-Spirale zu unterbinden, erhöht sich die Unsicherheit darüber, wie stark die Inflation im Laufe der nächsten Jahre noch weiter ansteigen wird. Dann aber steigt an den Finanzmärkten die Risikoprämie an, die in den längerfristigen Nominalzinsen neben den Inflationserwartungen zusätzlich enthalten ist. Weil sich damit auch der

Abbildung 3  
Inflationserwartungen<sup>1</sup> der privaten Haushalte über  
die nächsten fünf Jahre, Median- und Mittelwert



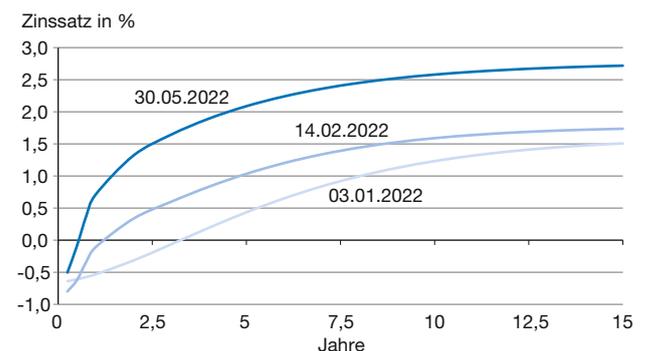
<sup>1</sup> Die Unsicherheit wird durch die Standardabweichung der subjektiven Wahrscheinlichkeitsverteilung aus der wahrscheinlichkeitstheoretischen Frage nach den Inflationserwartungen gemessen. Frage: Wie wahrscheinlich ist es Ihrer Meinung nach, dass sich die Inflationsrate in den nächsten zwölf Monaten wie folgt ändern wird? Die Teilnehmenden werden gebeten, die Wahrscheinlichkeit von 100 % auf 10 Kategorien zwischen einer Deflationsrate von  $\geq 12\%$  und einer Inflationsrate von  $\leq 12\%$  zu verteilen.

Quelle: Haushaltspanel der Deutschen Bundesbank, 13.5.2022.

Realzins entsprechend verteuert, wird es später dann umso kostspieliger, moderate Inflationsraten durchzusetzen. Berechnungen der EZB zufolge ist die Prämie für Inflationsrisiken (ermittelt anhand inflationsindexierter Swapsätze), die angesichts von Deflationsgefahren nach Ausbruch der Eurokrise negativ wurden, mittlerweile wieder positiv (Schnabel, 2022).

Vieles deutet freilich darauf hin, dass es dabei bislang eher zu einer Normalisierung der Zinserwartungen gekommen ist. Betrachtet man die Zinsstrukturkurve für die gesamten Anleihen im Euroraum und leitet daraus die über die nächsten 15 Jahre erwartete Zinsentwicklung ab (die Instantaneous Forward Rate), haben sich seit

Abbildung 4  
Implizite Zinserwartungen im Euroraum – abgeleitet  
aus der Zinsstrukturkurve



Quelle: Europäische Zentralbank.

Anfang des Jahres die längerfristigen Zinserwartungen zwar um einen Prozentpunkt nach oben verschoben (bereits vor Ausbruch des Ukrainekriegs stiegen sie an, seitdem aber noch heftiger); die in zehn bis 15 Jahren erwarteten Zinsen liegen mit 2,7 % im historischen Vergleich aber immer noch sehr niedrig (vgl. Abbildung 4). Berücksichtigt man zudem, dass ein gewisser Teil der Verschiebung wohl auf höheren Prämien für Länder- und Inflationsrisiken beruht, liegen die tatsächlich erwarteten langfristigen Zinsen sogar noch tiefer.

Die Einleitung einer Zinswende könnte dazu beitragen, die Prämie für das Inflationsrisiko wieder sinken zu lassen. Umgekehrt könnten zu aggressive Zinssteigerungen jedoch rasch kontraproduktiv wirken. So versuchte die EZB schon im Frühjahr 2011 (ganz im Gegensatz zu den meisten anderen Zentralbanken), den damals nur vorübergehenden Anstieg der Energiepreise aus Sorge vor Zweitrundeneffekten mit steigenden Zinsen zu bekämpfen. Sie verhinderte damit jedoch eine Erholung nach der Finanzkrise und trug wesentlich dazu bei, dass die Wirtschaftsaktivität im Euroraum dramatisch einbrach. Zwar ist davon auszugehen, dass die Energiepreise diesmal für längere Zeit hoch bleiben. Allerdings ist keineswegs ausgeschlossen, dass Russland versucht sein könnte, durch niedrige Preise für fossile Energie dem Absatzausfall entgegenzuwirken, der durch die verhängten drastischen Sanktionen droht, um so seinen lang andauernden Krieg weiter finanzieren zu können. Selbst wenn die westlichen Staaten den Ausstieg aus russischer Energie trotzdem konsequent durchsetzen sollten, könnte sich eine solche Strategie in rückläufigen Preisen am Weltmarkt niederschlagen. Solange der Krieg in der Ukraine andauert, dürfte sich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage im Euroraum auf jeden Fall eher schwach entwickeln. Weil wenig Anzeichen für eine generelle Überhitzung am Arbeitsmarkt zu erkennen sind, spricht dies eindeutig gegen ein zu starkes Bremsen der Wirtschaft. Schließlich ist angesichts der massiven Ausgangsbeschränkungen und Produktionsschließungen in China mit strikter Null-Covid-Strategie eine weitere Verschärfung der Lieferengpässe und damit ein tiefer wirtschaftlicher Einbruch auch in Europa keineswegs auszuschließen. Selbst in den USA deuten Finanzmarktdaten mittlerweile wieder auf zunehmende Sorgen vor einer Rezession.

## Fiskalpolitik kann gegen Zweitrundeneffekte helfen

Die Weltwirtschaft befindet sich derzeit in einer Phase hoher Unsicherheit. Mit steigenden Zinsen lässt sich die Angebotsknappheit als zentrale Treiberin der hohen importierten Inflation kaum wirksam bekämpfen. Der angekündigte Zinsanstieg ist vielmehr vor allem als Signal der Europäischen Zentralbank zu verstehen, ihre Entschlossenheit zu betonen, das Einsetzen einer Lohn-Preis-Spirale von vornherein zu unterbinden. Sollte die Weltwirtschaft angesichts des Kriegs in der Ukraine und des Lockdowns in China in weitere Turbulenzen geraten, wäre es jedoch fatal, sich auf einen strikten Pfad anhaltend steigender Zinsen zu verpflichten.

Angesichts dieser Herausforderungen ist vielmehr Vorsicht geboten. Alles spricht dafür, im Juli nur mit einem kleinen Zinsschritt zu beginnen. Dabei sollte die EZB – dem Beispiel der amerikanischen Zentralbank folgend – klar kommunizieren, dass aufgrund der hohen Unsicherheit die Einleitung weiterer Zinsschritte stark davon bestimmt sein wird, wie sich die Daten im Laufe der Zeit weiterentwickeln. Um eine „sanfte Landung“ zu ermöglichen, darf nicht ausgeschlossen werden, die Normalisierung zu revidieren, falls die Konjunktorentwicklung im Euroraum bei schwacher Nachfrage verhalten bleibt.

Fiskalpolitik könnte einen wichtigen Beitrag leisten, um die Herausforderung der Zentralbank einfacher zu gestalten. Werden die Belastungen der Haushalte aus den hohen Energie- und Nahrungsmittelpreisen durch anreizkompatible Transferzahlungen abgemildert, sinkt der Druck, in Tarifverhandlungen hohe Lohnsteigerungen durchzusetzen. Gelingt es so, die Inflation im Inland niedrig zu halten, können Zweitrundeneffekte wirksam unterbunden werden. Angesichts der weiterhin niedrigen Zinsen bieten sich kreditfinanzierte Transferzahlungen geradezu als attraktive Investition an, um dauerhaft eine stabile Preisentwicklung zu sichern.

## Literatur

- Moessner, R. (2022), Determinants of Inflation Expectations in the Euro Area, *Intereconomics*, 57(2), 99-102, <https://www.intereconomics.eu/contents/year/2022/number/2/article/determinants-of-inflation-expectations-in-the-euro-area.html> (24. Mai 2022).
- Schnabel, I. (2022), The globalisation of inflation, Wien, 11. Mai, [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220511\\_1~e9ba02e127.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220511_1~e9ba02e127.en.html) (24. Mai 2022).

### Title: *Inflation Risk in the Euro Area – How to Achieve a Soft Landing*

**Abstract:** Whereas strong demand is a key factor driving high inflation in the US, inflation in the Euro Area is mainly due to adverse external supply shocks (in Europe, energy prices are much higher due to the war in Ukraine). Standard monetary policy response to such shocks is to accommodate first-round effects, to fight spiralling inflationary expectations in order to prevent second-round effects. Long run inflation expectations – as measured by the survey of professional forecasters – still seem to be well anchored. The ECB's announced tightening intends to dampen rising household's inflation expectations. Given the current high uncertainty about the economic outlook, a soft landing calls for modest, data-dependent steps, allowing for a reversal in case the outlook worsens.