

Silke Tober

Preisschocks bei Energie und Nahrungsmitteln

Die Inflationsprognose für Deutschland und den Euroraum hat sich innerhalb von zwölf Monaten mehr als verdreifacht. Lag sie im Juni 2021 noch überwiegend bei 1,5 % bzw. bei knapp 2 % für das Jahr 2022, sind es nun 6,5 % für Deutschland und 5,5 % für den Euroraum (Lagarde, 2021a; Europäische Kommission, 2021, 2022). Der Grund hierfür liegt nicht in einer fehlerhaften Analyse der makroökonomischen Zusammenhänge, einer zu zögerlichen EZB-Politik oder Modellversagen. Ausschlaggebend ist, dass die globale Wirtschaft zahlreichen massiven Preisschocks ausgesetzt ist. Dabei sind die Preisschocks im Bereich Energie mit denen der 1970er Jahre vergleichbar. Die langanhaltende Phase einer zu schwachen Inflation ab 2014 und die Gefahr, dass sich die Inflationserwartungen deutlich unterhalb des Inflationsziels von 2 % verfestigen, dürfte damit allerdings beendet sein. Daher ist der bereits im Frühjahr eingeleitete Einstieg in die Normalisierung der Geldpolitik sinnvoll. Derzeit zeichnen sich weder eine Überhitzung der Wirtschaft noch überhöhte Lohnsteigerungen ab und somit kann die EZB die Zinsen, ihrer geldpolitischen Strategie entsprechend, langsam erhöhen, ohne direkt auf die importierte Inflation zu reagieren.

Importierte Inflation dominiert Inflationsrate im Euroraum

Der Krieg in der Ukraine hat die Hoffnung auf eine zügige Erholung von den Pandemiefolgen zunichtegemacht. Die globalen Energiepreise haben sich zwar gegenüber ihren historischen Höchstständen im März 2022 etwas abgeschwächt (vgl. Abbildung 1), im April 2022 überstieg der Gaspreis aber seinen durchschnittlichen Preis des Jahres 2021 noch um 144 %, Rohöl war um 61 % teurer und die von der Welternährungsorganisation FAO ermittelten globalen Nahrungsmittelpreise verzeichneten einen Anstieg um 26 % gegenüber dem Vorjahresmonat.

© 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).

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

Ende Mai 2022 deuten die Futures-Preise für Rohöl und Erdgas auf einen Rückgang ab der zweiten Jahreshälfte 2022 hin. Allerdings lagen die Spotpreise für Rohöl und Erdgas im Mai 2022 um ein Vielfaches über dem Niveau, das die Zukunftsmärkte im Juni 2021 und selbst im Dezember 2021 anzeigten. Die Futures-Preise fassen die Erwartungen der Marktteilnehmenden zusammen und bilden die wahrscheinlichste Entwicklung zu einem gegebenen Zeitpunkt ab, sind aber zwangsläufig unsicher. Eine zeitnahe Verhandlungslösung im Ukrainekrieg könnte eine zügigere Entspannung einleiten, eine weitere Eskalation hingegen kann die Kette der Preisschocks noch verlängern.

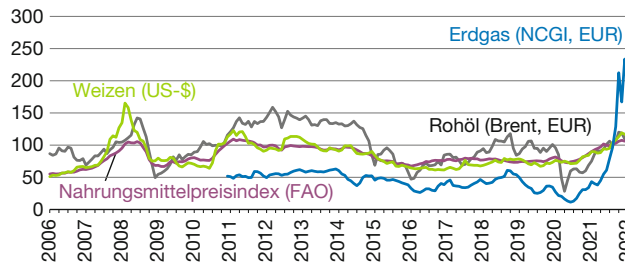
Mit jeweils 7,4 % lag die Inflation im März und im April höher als je zuvor im Euroraum. Dabei lieferte der Anstieg der Preise für Energie (Haushaltsenergie und Kraftstoffe) um 44,3 % bzw. 37,5 % einen Inflationsbeitrag von 4,4 Prozentpunkten im März und 3,7 Prozentpunkten im April. Stiegen die Energiepreise demgegenüber mit einer Rate von 2 %, so würde der Inflationsbeitrag bei rund 0,2 Prozentpunkten liegen. Bei Nahrungsmitteln und alkoholfreien Getränken läge der entsprechende Inflationsbeitrag bei 0,3 Prozentpunkten. Da der Anstieg der Nahrungsmittelpreise im April 2022 bei 7,4 % lag, trugen Nahrungsmittel und alkoholfreie Getränke mit 1,25 Prozentpunkten zur Inflationsrate bei. Einen untergeordneten, aber merklichen Einfluss auf die Preise hatte dabei auch die Abwertung des Euro, der unter dem Eindruck des Kriegs und der erforderlichen zügigeren geldpolitischen Straffung in den USA deutlich an Wert verloren hat.

Energiepreisschocks sind besonders belastend, weil sie über die Produktion und den Transport indirekt auf die Preise nahezu aller anderen Güter und Dienstleistungen wirken. Zu einem erheblichen Teil ist der mit 3,5 % überhöhte Anstieg der Kerninflation daher ebenfalls auf die Preisschocks zurückzuführen (vgl. Abbildung 2). Diese indirekten Effekte unterscheiden sich fundamental von Zweitrundeneffekten, die dadurch zustande kommen, dass die Löhne eine vom Inflationsziel abweichende Inflation nachvollziehen. Indirekte Effekte laufen in absehbarer Zeit ebenso aus wie der ursprüngliche Energiepreisschock. Sie sind temporär in dem Sinne, dass sie sich entweder zurückbilden oder aber ein Jahr später nicht mehr inflationswirksam sind. Demgegenüber bewirken Zweitrundeneffekte eine Verfestigung der vom Inflationsziel abweichenden Inflationsrate. Derzeit gibt es keine Hinweise auf überhöhte Lohnsteigerungen im Euroraum, aber genau auf diese wird und muss die EZB besonders achten.

Dr. Silke Tober ist Leiterin des Referats Geldpolitik am Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in Düsseldorf.

Abbildung 1
Internationale Energie- und Agrarrohstoffpreise

Index (2021=100)



Quellen: FAO, Macrobond; U. S. Energy Information Administration; eigene Berechnungen.

Die Lage in den USA unterscheidet sich nicht nur durch die geografische Kriegsferne von der des Euroraums. Die US-amerikanische Inflation lag trotz eines geringeren Anstiegs der Energiepreise (April 2022: 30,3) mit 8,3 % deutlich höher als im Euroraum.¹ Dies gilt noch stärker für den Anstieg der Verbraucherpreise ohne Berücksichtigung von Energie und Nahrungsmitteln, der in den USA 6,2 % betrug, verglichen mit 3,5 % im Euroraum. Auch die Lohnentwicklung ist vor dem Hintergrund einer historisch niedrigen Arbeitslosenquote in Höhe von 3,6 % (April 2022) kräftiger, als mit dem Inflationsziel der Federal Reserve vereinbart ist.² Daher hat die US-Notenbank den Leitzins bereits im März und im Mai dieses Jahres um insgesamt 0,75 Prozentpunkte angehoben und es dürften in den kommenden beiden Sitzungen zwei weitere Erhöhungen um 50 Basispunkte folgen (Federal Reserve, 2022). Mindestens eine weitere Erhöhung ist wahrscheinlich, die den Leitzins auf 2,25 % bis 2,5 % und damit auf das Niveau der ersten Jahreshälfte 2019 bringen würde.

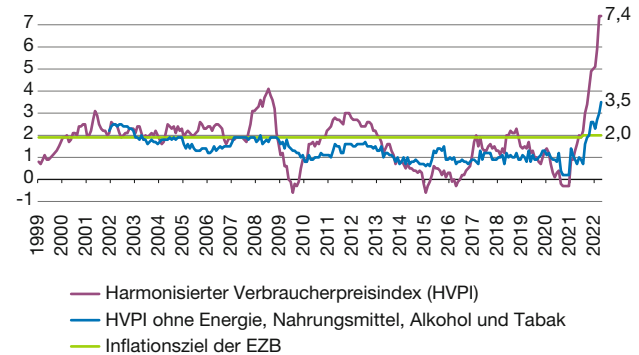
Hierin zeigt sich ein wesentlicher Unterschied zwischen den USA und dem Euroraum. Im ersten Halbjahr 2019 lag der entscheidende Leitzins der EZB bei -0,4 % und damit nur um 0,1 Prozentpunkte höher als während der Coronakrise und im Frühjahr 2022. Der Euroraum hatte sich vor der Coronakrise noch nicht vollständig von den vorangehenden Krisen erholt, die Kerninflationsrate lag – wie bereits durchgängig seit 2014 – bei rund 1 % und die Arbeitslosenquote lag im Vor-Corona-Jahr 2019 mit 7,6 % mehr als doppelt so hoch wie in den USA (3,7 %).

1 Sofern nicht anders vermerkt dienen als Datenquellen Deutsche Bundesbank, Eurostat, Macrobond, Federal Reserve, US Bureau of Labor Statistics, U. S. Bureau of Economic Analysis und die FRED Database der Federal Reserve Board of St. Louis, jeweils mit dem Datenstand 27. Mai 2022.

2 Die Arbeitslosenquote war bisher nur in drei Monaten (September 2019, Januar und Februar 2020) niedriger, und zwar bei 3,5 % (U. S. Bureau of Labor Statistics).

Abbildung 2
Inflationsrate und Kerninflationsrate im Euroraum

Veränderung der Indizes gegenüber dem Vorjahresmonat in %, Januar 1999 bis April 2022



Quelle: Eurostat.

Das darin zum Ausdruck kommende konjunkturelle Gefälle besteht weiter fort. Die Erwerbslosenquote im Euroraum lag zuletzt bei 6,8 % (März 2022). Damit hatte sie zwar den niedrigsten Wert in der Geschichte des Euroraums erreicht, allerdings primär wegen der Entwicklung in Deutschland. Für den Euroraum ohne Deutschland lag die Arbeitslosenquote bei 8,3 % und war damit immerhin so niedrig wie zuletzt im Oktober 2008. Seit Oktober 2008 ist die deutsche Arbeitslosenquote um 4,1 Prozentpunkte von 7 % auf 2,9 % gesunken und hat die Rate für den Euroraum entsprechend nach unten gezogen. Auf Deutschland – als dem Euroland mit dem höchsten Gewicht und der niedrigsten Erwerbslosenquote – wird die EZB in den kommenden Monaten ein besonders scharfes Auge haben, um Anzeichen für Zweitundeneffekte frühzeitig zu erkennen. Bleiben diese aus, dürfte das Zinsniveau aber auch im kommenden Jahr noch unter dem neutralen Niveau bleiben.

Geldpolitische Strategie impliziert graduelle Normalisierung

Die etwas früher als auch von der EZB selbst erwartete Einleitung der Normalisierung der Geldpolitik ist folgerichtig und impliziert keineswegs, dass in der Vergangenheit Politikfehler gemacht wurden oder dass diejenigen, die schon seit Jahren den Ausstieg auf den Negativzinsen fordern, nun die empirische Evidenz auf ihrer Seite hätten. Wären die Preisschocks auf die des Jahres 2021 beschränkt geblieben – also jene als Reaktion auf die schwache Entwicklung im ersten Pandemiejahr, die restriktive OPEC-Förderpolitik, die Lieferengpässe in Asien und den beginnenden Ukrainekonflikt –, wäre eine Zinserhöhung wegen der geringen zugrunde liegenden Inflationsdynamik erst frühestens zur Jahreswende 2022/2023 wahrscheinlich und richtig gewesen (Lagarde, 2021b).

Nicht die Argumentationslinie, sondern die Rahmenbedingungen haben sich – insbesondere durch den Ukrainekrieg – geändert. Unterstützung durch die Geld- oder die Fiskalpolitik benötigt die Wirtschaft im Euroraum jedoch weiterhin, da das Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal 2021 das Vor-Corona-Niveau des vierten Quartals 2019 nur um 0,6 % überschritten hatte, während der private Konsum und die Investitionen noch darunter lagen und die Erholungsphase von den Krisen des vergangenen Jahrzehnts entsprechend noch nicht abgeschlossen ist.

PEPP 2 als Vorsichtsmaßnahme

Ein weiterer Grund für eine behutsame geldpolitische Strafung liegt darin, dass der Ukrainekrieg nicht nur höhere Inflationsraten mit sich bringt, sondern auch eine Eintrübung der Wachstumsaussichten und eine nennenswerte Erhöhung der Unsicherheit. Diese erhöhte Unsicherheit schlägt sich bereits in deutlich gestiegenen Renditedifferenzialen zwischen den Euroländern nieder. Die Renditedifferenz zwischen italienischen und deutschen Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit stieg zwar bereits mit der Ankündigung, dass das Notfallwertpapierkaufprogramm PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) Ende März 2022 beendet würde, um 0,3 Prozentpunkte. Seit Anfang Februar 2022 waren es aber weitere 0,6 Prozentpunkte, sodass die zu zahlenden Zinsen für einen Zehnjahreskredit für den italienischen Staat nun um 2 Prozentpunkte höher liegen als für den deutschen; bei griechischen Anleihen beträgt die Differenz sogar 2,6 Prozentpunkte (26. Mai 2022).

Mit ihrer im Juli 2021 aktualisierten geldpolitischen Strategie und ihrem mittlerweile erweiterten Instrumentenkasten ist die EZB heute besser als während der Euroraumkrise in der Lage, mit schwierigen wirtschaftlichen Situationen umzugehen und die monetären und finanziellen Rahmenbedingungen dafür zu schaffen, dass sich die Wirtschaft des Euroraums nachhaltig entwickelt (EZB 2021; Dullien und Tober, 2021). Die neue Strategie berücksichtigt insbesondere die über das primäre Ziel der Preisstabilität hinausgehende Verantwortung für die wirtschaftspolitischen Ziele der EU und die Besonderheit von Preisschocks, die nur im Fall von Zweitrundeneffekten eine geldpolitische Reaktion erfordern (Tober und Zimmermann, 2009). Das im März 2020 aufgelegte Pandemie-Kaufprogramm PEPP hat der EZB zudem zusätzliche Flexibilität verschafft, indem gezielt bestimmte Assetklassen und Euroländer gestützt werden konnten. Bei der Beendigung des Kaufprogramms hat die EZB betont, ein derartiges Kaufprogramm könne bei Bedarf jederzeit wieder aufgelegt werden.

Bereits im Dezember 2021 hat die EZB zudem angekündigt, fällig werdende Wertpapiere im Rahmen des PEPP bis Ende 2024 flexibel zu reinvestieren. Das Volumen der

Reinvestitionen im Rahmen von PEPP könnte sich allerdings als zu gering erweisen, um negativen Erwartungen am Markt für Staatsanleihen wirksam zu begegnen. In den ersten vier Monaten des Jahres betragen die PEPP-Rückzahlungen durchschnittlich 22,7 Mrd. Euro. Anstatt ein Notfallprogramm in der Zukunft als Reaktion auf Marktturbulenzen zu aktivieren, erscheint es ratsam, sofort die Einführung eines vorsorglichen Notfall-Kaufprogramms (Precautionary Emergency Purchase Programme, PEPP 2) anzukündigen, zumal im Juli auch die Nettokäufe im Rahmen der anderen Wertpapierkaufprogramme (APP) beendet werden dürften. Für die zweite Jahreshälfte 2022 erwartet die EZB fällige Tilgungsbeträge aus APP-Beständen in Höhe von insgesamt 149 Mrd. Euro, die ebenfalls noch eine Zeitlang reinvestiert werden sollen. Das PEPP 2 könnte sich daher aus den fälligen Tilgungsbeträgen des APP und dem bisher nicht ausgeschöpften Rahmen des ursprünglichen PEPP (152 Mrd. Euro) zusammensetzen, womit sich ein Volumen von rund 300 Mrd. Euro ergäbe, das bei Bedarf zusätzlich zu den fälligen Tilgungsbeträgen des PEPP investiert werden könnte.

Fiskalpolitische Reaktion: Haushalte mit geringem Einkommen besonders stark belastet

Während die Geldpolitik aus heutiger Sicht über die wenn auch sehr zahlreichen Preisschocks im Wesentlichen hinwegsehen kann, können die privaten Haushalte das nicht. Insbesondere für Haushalte mit geringen Einkommen stellen die Verteuerung von Haushaltsenergie, Kraftstoffen und Nahrungsmitteln eine erhebliche Belastung dar. Sie verfügen nicht nur über geringe finanzielle Puffer, um die Mehrkosten abzufedern, sondern ihre haushaltsspezifische Inflationsrate ist auch merklich höher als die von einkommensstarken privaten Haushalten. Berechnungen auf Basis von 30 Ausgabenkategorien ergeben für die deutschen Verbraucherpreise eine Spanne bei den haushaltsspezifischen Inflationsraten im April 2022 von 6,2 % für einkommensstarke Alleinlebende bis 8 % für einkommensschwache Paare mit zwei Kindern (Dullien und Tober, 2022). Dabei liefern Haushaltsenergie, Kraftstoffe und Nahrungsmittel einen Inflationsbeitrag in Höhe von 5,8 Prozentpunkten im Fall der einkommensschwachen Familie, verglichen mit 3,1 Prozentpunkten bei einkommensstarken Alleinlebenden. Das entspricht für die durchschnittliche einkommensschwache Familie einer über die Inflation von 2 % hinausgehenden Zusatzbelastung um 126 Euro im April 2022 verglichen mit April 2021.

Die Bundesregierung hat mittlerweile zwei umfangreiche Maßnahmenpakete verabschiedet, die diese Belastungen weitgehend sozial ausgewogen abfedern. Dabei wirken einige Maßnahmen, wie die Senkung der Energiesteuer auf Kraftstoffe und die vorgezogene Abschaffung der

EEG-Umlage direkt inflationsdämpfend, andere wie das Energiegeld und der Familienzuschuss sind steuerpflichtige Transfers (Dullien et al., 2022).

Verteilungs- und klimapolitisch kontrovers ist dabei insbesondere die Kraftstoffpreissubventionierung. Dieses Instrument könnte allerdings zu einem wirkungsvollen Stabilisierungsinstrument werden, indem die Subvention nicht auf drei Monate begrenzt, sondern an den Ölpreis gekoppelt und zugleich um eine Abgabe ergänzt wird, die greift, sobald Rohölpreise unter ein bestimmtes Niveau sinken. Damit würde die Finanzierung an der gleichen Stelle ansetzen wie die Subventionierung und eine Verstärkung der Kraftstoffpreise erreicht, die makroökonomisch stabilisierend wirkt und zugleich die Anreize hin zu E-Autos, kleineren Pkw oder den öffentlichen Verkehrsmitteln aufrechterhält. Neben derartigen inflationsstabilisierenden Maßnahmen und der Entlastung einkommensschwacher Haushalte sollte die Regierung eine Verringerung des Energieverbrauchs in den Vordergrund rücken und so gleichzeitig die Abhängigkeit von Russland und anderen autoritären Staaten sowie den Treibhausgasausstoß senken. So könnten ein regelmäßiger autofreier Sonntag, eine Stärkung des Homeoffice und eine Einführung bzw. Reduzierung des Tempolimits auf Autobahnen für die privaten Haushalte und gesamtgesellschaftlich eine Ersparnis bringen und über den verringerten Verbrauch dämpfend sowohl auf die Energiepreise als auch auf den Klimawandel wirken (IEA, 2022).

Schlussfolgerungen

Die Inflationsaussichten haben sich infolge der historischen Preisschocks im Bereich Energie deutlich verändert. Die Prognosen für den Euroraum 2022 liegen über 5 %, für 2023 wurden sie von rund 1,5 % auf rund 2,5 % angehoben (Europäische Kommission, 2022; IMF, 2022). Angesichts der veränderten Rahmenbedingungen ist es sinnvoll, bereits in diesem Jahr aus den Negativzinsen auszusteigen und die Normalisierung der Geldpolitik einzuleiten.

Sofern Zweitrundeneffekte weiterhin ausbleiben, sollte es dabei nur um einen Ausstieg aus der extrem expansiven Geldpolitik und um graduelle Schritte in Richtung des neutralen Zinsniveaus gehen, bei dem die Geldpolitik die Wirtschaft weder anschiebt noch bremst. Vor allem muss die Geldpolitik flexibel bleiben, um zeitnah auf Veränderungen des Ausblicks für das Bruttoinlandsprodukt und die Inflation reagieren zu können. Zur Vermeidung von Vertrauensverlusten an den Finanzmärkten sollte sie zeitnah entsprechende Maßnahmen einleiten, beispielsweise durch die Aktivierung eines Precautionary Emergency Purchase Programme (PEPP 2).

Anders als die Geldpolitik kann die Fiskalpolitik bei Preisschocks direkt inflationsdämpfend wirken. Eine darüber hinausgehende Entlastung sollte vor allem auf die besonders belasteten Haushalte mit geringem Einkommen zielen.

Literatur

- Dullien, S. und S. Tober (2021), ECB Strategy: Best Practice and New Frontiers, *IMK Policy Brief*, 105.
- Dullien, S. und S. Tober (2022), IMK Inflationsmonitor – Preisschocks bei Energie und Nahrungsmitteln dominieren auch im April 2022, *IMK Policy Brief*, 123.
- Dullien, S., K. Rietzler und S. Tober (2022), Die Entlastungspakete der Bundesregierung. Sozial weitgehend ausgewogen, aber verbesserungsfähig, *IMK Policy Brief*, 120.
- Europäische Kommission (2021), Spring 2021 Economic Forecast: Rolling up sleeves.
- Europäische Kommission (2022), Spring 2022 Economic Forecast: Russian invasion tests EU economic resilience.
- EZB (2021), The ECB's monetary policy strategy statement.
- IEA – Internationale Energieagentur (2022), A 10-Point Plan to Cut Oil Use, *International Energy Agency*.
- Federal Reserve (2022), Minutes of the Federal Open Market Committee, 3.-4. Mai 2022, Washington D. C.
- IMF – International Monetary Fund (2022), World Economic Outlook – War Sets Back the Global Recovery.
- Lagarde, C. (2021a), Monetary policy statement (with Q&A), EZB-Pressekonferenz am 10. Juni, Frankfurt/M.
- Lagarde, C. (2021b), Monetary policy statement (with Q&A), EZB-Pressekonferenz am 22. Juli, Frankfurt/M.
- Tober, S. und T. Zimmermann (2009), Monetary Policy and Commodity Price Shocks, *Intereconomics*, 44/4, 231-237, <https://www.intereconomics.eu/contents/year/2009/number/4/article/monetary-policy-and-commodity-price-shocks.html> (30. Mai 2022).

Title: Energy and Food Price Shocks in the Euro Area

Abstract: The sharp revisions in inflation forecasts are not rooted in analytical flaws, overly hesitant ECB policies or model failures. Energy price shocks of historic dimensions are the key factor. They have ended the prolonged phase of excessively weak inflation with risks now clearly increasing. In contrast to the United States, the euro area shows no signs of overheating or excessive wage increases. Provided second-round effects remain muted, the ECB should proceed gradually given the high war-related uncertainty and the energy-cost related drag on the economy. Monetary policy flexibility is of key importance particularly with regards to sovereign yield differentials.