
Zeitenwende bei Inflation und Zinsen

MARKUS DEMARY UND JONAS ZDRZALEK

Markus Demary, Institut der deutschen Wirtschaft, E-Mail: demary@iwkoeln.de
Jonas Zdrzalek, Institut der deutschen Wirtschaft und Universität zu Köln, E-Mail: zdrzalek@iwkoeln.de

Zusammenfassung: Lieferengpässe im Zuge der Covid-19-Pandemie und der Krieg Russlands gegen die Ukraine haben dazu beigetragen, dass die Inflationsraten wieder angestiegen sind. Wir argumentieren, dass sich dadurch sechs strukturelle Faktoren verstärkt haben, warum die Inflation und auch höhere Zinsen nicht nur temporär, sondern mittelfristig wieder möglich sind: De-Globalisierung, Dekarbonisierung, demografische Entwicklung, Digitalisierung, Staatsausgaben und Geldpolitik. Die Investitionen in die Transformation, die höheren Rüstungsausgaben und der Wiederaufbau der Ukraine sind hierbei zentral. Denn diese erhöhen die Nachfrage nach Rohstoffen und Arbeitskräften, was Preis- und Lohnreaktionen nach sich ziehen dürfte. Gleichzeitig wird der hohe Investitionsbedarf zu höheren Realzinsen beitragen. Es ist möglich, dass die Europäische Zentralbank (EZB) die Wirtschaftstätigkeit verlangsamen oder sogar eine Rezession einleiten muss, um einen Vertrauensverlust in ihre Strategie der Inflationssteuerung durch eine Destabilisierung der Inflationserwartungen zu verhindern. Längerfristig könnte dieses Umfeld aus höherer Inflation und höheren Realzinsen aber die geldpolitischen Leitzinsen von der Nullzinsgrenze entfernen und zu einer Normalisierung der Geldpolitik führen, deren Schwerpunkt dann wieder auf der Verhinderung von hoher Inflation und weniger im Verhindern von Niedriginflation liegen wird.

Summary: Supply shortages in the wake of the Covid-19 pandemic and Russia's war against Ukraine have contributed to a resurgence in inflation rates. We argue that the following six structural factors have strengthened. This is why inflation and also higher interest rates are not only temporary, but possible again in the medium term: de-globalization, decarbonization, demographic development, digitalization, government spending and monetary policy. Investments in transformation, higher defense spending and the reconstruction of Ukraine are central to this. These will increase demand for raw materials and labor, which is likely to lead to price reactions. At the same time, the high investment demand will contribute to higher real interest rates. It is possible that the European Central Bank (ECB) will have to slow economic activity or even initiate a recession in order to prevent a loss of confidence in its inflation targeting strategy by destabilizing inflation expectations. In the longer term, however, this environment of higher inflation and higher real interest rates could move key monetary policy rates away from the zero bound and lead to a normalization of monetary policy with a higher focus on preventing high inflation and less focus on preventing low inflation.

→ JEL classification: E31, E43, E44, E52, E62

→ Keywords: De-globalization, decarbonization, demography, digitalization, inflation, interest rates

1 **Zeitenwende auch auf den Finanzmärkten**

Die Covid-19-Pandemie und der Krieg Russlands gegen die Ukraine haben dazu beigetragen, dass die Inflationsraten nach einer langen Phase der Niedriginflation und der Niedrigzinsen wieder angestiegen sind. Wir argumentieren, ähnlich wie in Demary et al. (2022), auf Basis von sechs strukturellen Faktoren, dass eine höhere Inflation und auch höhere Realzinsen nicht nur temporär, sondern auch mittelfristig möglich sein werden; nämlich durch De-Globalisierung, Dekarbonisierung, demografische Entwicklung, Digitalisierung, Staatsausgaben sowie Geldpolitik.

Im weiteren Verlauf werden wir die unterschiedlichen Aspekte analysieren und abschließend in einem Fazit zusammenfassen.

2 **Aktuelle und zukünftige Treiber von Inflation und Zinsen**

2.1 De-Globalisierung

Die preissenkenden Effekte der Globalisierung schwinden schon seit einigen Jahren. Die Covid-19 Pandemie und die damit verbundene Null-Covid-Strategie Chinas sowie die geopolitischen Spannungen mit Russland haben diesen Trend nun verstärkt. Die nun stattfindende Umorientierung hin zu anderen Märkten, z. B. den USA bei Flüssiggas, schafft dort eine zusätzliche Nachfrage, die zu höheren Preisen beiträgt.

Während des Ausbruchs der Covid-19-Pandemie verfolgten vor allem die asiatischen Länder eine Null-Covid-Politik, bei der selbst bei einer geringen Zahl von Covid-Fällen Lockdowns ganzer Regionen verhängt wurden, während die Länder in Europa und den USA stattdessen auf Impfkampagnen setzten. Diese Lockdowns führten zu einer Schließung der asiatischen Häfen, die anschließend mehrere Wochen benötigten, um die Containerstaus zu beseitigen, was zu wochenlangen Verzögerungen in den globalen Lieferketten führte. Daher sind die Frachtraten während der Covid-19-Pandemie gestiegen und haben sich von Handelsindikatoren entkoppelt (Abbildung 1).

Da sich vor allem Chinas Pandemiepolitik auf die Eindämmung und weniger auf die Impfung konzentriert, wird der aktuellen Omikron-Welle erneut mit Abriegelungen begegnet, die die bestehende Belastung der Lieferketten verstärken. Es kann auch nicht ausgeschlossen werden, dass die Frachtraten weiterhin hoch bleiben werden. Dies führt die mit Asien über Lieferketten eng verbundenen Länder in eine Situation, in der die Preisvorteile aus der Globalisierung derzeit ausbleiben. Zusätzlich dazu werden die Unternehmen auf eine länger anhaltende Null-Covid-Politik möglicherweise auch mit einer Umorientierung ihrer Lieferketten reagieren. Dies würde dann zu einer Phase höheren Kostendrucks führen.

Die Überlastung der Häfen hat bereits zu steigenden Preisen für Rohstoffe und Zwischenprodukte für die Industrieproduktion an den globalen Börsen geführt. So war bei den meisten Rohstoffen in der Zeit vor der Pandemie zwischen 2015 und 2019 ein Abwärtstrend der Preise zu beobachten. Mit Beginn der Pandemie ist ein Großteil der Preise für Rohstoffe und Zwischenprodukte stark angestiegen, von den Preisen für Holz über die Preise für Chemikalien bis hin zu den Preisen für Edelmetalle (Demary et al. 2022).

Abbildung 1

Frachtraten und Handelsindikatoren (Index: Januar 2016=100)



Quelle: Macrobond, Harper Petersen, Hamburg Shipbrokers Association, CPB World Trade Monitor.

Gleichzeitig mit den steigenden Frachtraten hat die Pandemie auch transitorische Spuren in der Ölförderung hinterlassen (Demary et al. 2022). Von Dauer ist allerdings die Umorientierung weg von russischem Öl und Gas, die nicht nur von der EU forciert wird, sondern nun auch durch ein Einstellen der Gaslieferungen von Russland stattfindet. Da die klimaneutrale Transformation gerade erst begonnen hat, sind die europäischen Länder weiterhin abhängig von Öl und Gas, so dass die Effekte der De-Globalisierung auf die Öl- und Gaspreise nicht durch eine ausreichend fortgeschrittene Dekarbonisierung abgemildert werden können. Denn eine Verlagerung der Öl- und Gasimporte auf andere Länder wird zum einen mit höheren Transportkosten einhergehen, da das Öl nicht per Pipeline, sondern zu aktuell hohen Frachtraten per Schiff transportiert wird. Die Umorientierung zu anderen Förderländern, führt zum anderen dort zu einer höheren Nachfrage und damit zu höheren Preisen.

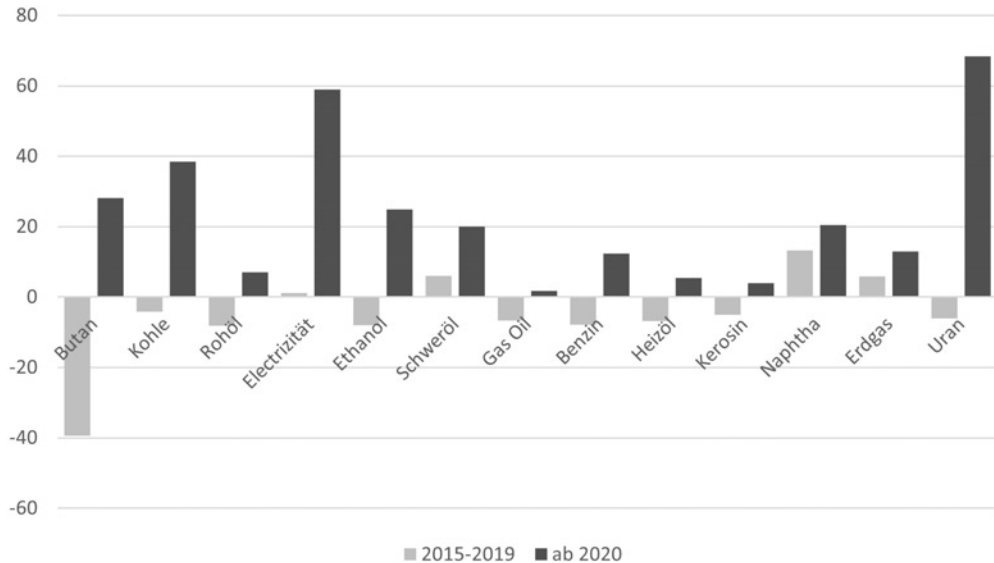
Der Gasmarkt ist nicht von der Pandemie betroffen, sondern von geopolitischen Spannungen. So berichtete die Financial Times bereits im letzten Jahr, dass Gasspeicher in Europa durch Gazprom nicht ausreichend gefüllt wurden (Sheppard et al. 2021). Die Gasspeicherung weist üblicherweise ein saisonales Muster auf, das mit der Temperatur korreliert (Demary et al. 2022). Bereits ab dem Juli 2021 lag die Gasspeicherung unter dem Minimum der Jahre 2011 bis 2020. Zum Jahresanfang 2022 war die Füllmenge um 9 Prozentpunkte niedriger als in den Vorjahren, was in den kommenden Monaten zu einer hohen Nachfrage nach Gas führen wird, um in den Normalbereich der Füllmenge zu gelangen. Die Entwicklungen haben sich nun verschärft, weil Russland die Gaslieferungen plötzlich eingestellt hat, wie bereits in Polen und Bulgarien geschehen. In näherer Zukunft werden vermutlich keine Öl- und Gaslieferungen mehr aus Russland in die EU gelangen, und diese wird sich mit einer kleineren Anzahl an Förderländern konfrontiert sehen, so dass diese

aufgrund der zusätzlichen Nachfrage aus Europa ihre Preise erhöhen werden. Die Umstellung von russischem Gas hin zu US-amerikanischem Flüssiggas wird dann nicht nur aufgrund der höheren Transportkosten, sondern auch aufgrund der höheren Nachfrage aus Europa zu höheren Energiepreisen in Europa führen.

Die Preise für deutsche Energieimporte sind deutlich angestiegen. Im März 2022 lagen die Gaspreise um 304,3 Prozent höher als im Februar 2021, die Rohölpreise stiegen um 81,3 Prozent und die Steinkohlepreise um 307 Prozent (Demary et al. 2022). Dieser Anstieg der Energiepreise spiegelt sich deutlich in den Importpreisen wider. Während die Exportpreise im Februar 2022 um 12,4 Prozent über dem Vorjahresniveau lagen, stiegen die Importpreise um 26,3 Prozent. Allerdings waren die Preise bereits vor dem Angriff aufgrund der Unsicherheit im internationalen Handel gestiegen (Statistisches Bundesamt 2022). Bei der Betrachtung der Börsenpreise für Energie ist zu erkennen, dass alle Energieformen schon während der COVID-19-Pandemie eine positive Trendentwicklung aufwiesen, während die meisten Energieformen in den Jahren vor der Pandemie 2015 bis 2019 durch eine negative durchschnittliche Preisentwicklung gekennzeichnet waren (Demary et al. 2022). Dies gilt nicht nur für Gas und Öl, sondern auch für die Börsenpreise von Kohle und Uran (Abbildung 2). Durch die Verlagerung der Nachfrage von Russland hin zu anderen Ländern, werden diese die Preise erhöhen müssen, so dass der Trend zu höheren Energieimportpreisen anhalten könnte.

Abbildung 2

**Börsenpreise für verschiedene Energieträger
(Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate, in Prozent)**



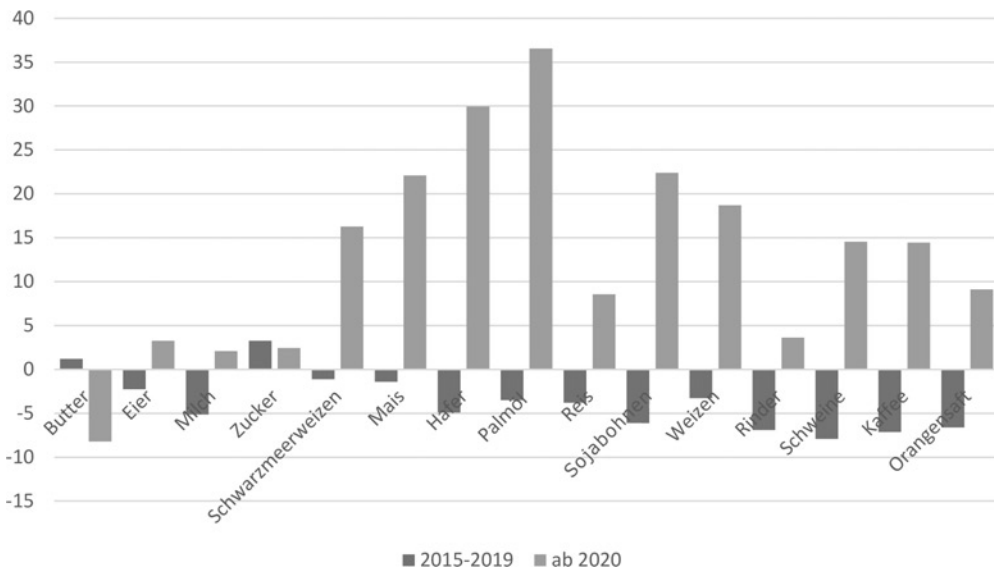
Quelle: Demary et al. (2022) basierend auf Macrobond.

Aufgrund steigender Energiepreise und steigender Frachtraten haben sich die Preise für Nahrungsmittel weltweit ebenfalls stark erhöht (Demary et al. 2022). Auch hier ergibt sich ein ähnliches Bild wie bei den vorherigen Zahlen. In der Zeit vor der Pandemie sind die meisten Börsen-

preise für Nahrungsmittel im Durchschnitt gesunken, während sie mit Beginn der Pandemie stark gestiegen sind. Da sowohl die Ukraine als auch Russland wichtige Weizenproduzenten sind, ist zu erwarten, dass Weizen noch teurer wird, wenn der russische Krieg gegen die Ukraine länger andauert. Da Weizen auch für die Schweine- und Rinderproduktion verwendet wird, werden auch die Preise für Fleisch weiter steigen. Dieser weltweite Preisanstieg hat sich bereits in höheren Verbraucherpreisen für Lebensmittel niedergeschlagen. Dieser Trend wird länger anhalten, da der Zugang zu russischem und ukrainischem Weizen in Zukunft erschwert sein wird. Die Nachfrage aus der EU wird sich einem geringeren Angebot gegenübersehen, da Weizen nicht so schnell in anderen Teilen der Welt bereitgestellt werden kann.

Abbildung 3

Börsenpreise für Nahrungsmittel (Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate, in Prozent)



Quelle: Demary et al. (2022) basierend auf Macrobond.

2.2 Dekarbonisierung

Ein Baustein der klimaneutralen Transformation ist die Schaffung von Anreizen durch die Einführung von CO₂-Preisen. Zusätzlich macht die Dekarbonisierung großvolumige Investitionen erforderlich, so dass die Nachfrage nach Rohstoffen steigt. Durch höhere Rohstoffpreise entsteht Kostendruck, der dann auf die Endkunden umgelegt werden könnte und damit preistreibend wirkt.

Höhere CO₂-Preise beziehen die Kosten der externen Effekte mit ein und setzen Anreize zur Abkehr von fossilen Energieträgern. Auf diese Weise erhöhen diese Preise den Nutzen von kohlenstoffneutralen Alternativen, die in ihrer Nutzung wirtschaftlich werden. So entscheiden sich die Menschen bei höheren CO₂-Preisen für den Kauf eines weniger von fossilen Brennstoffen ab-

hängigen Autos oder einer weniger von fossilen Brennstoffen abhängigen Heizung und beginnen, die externen Kosten in ihr Investitions- und Konsumverhalten einzubeziehen.

Obwohl die Einführung von CO₂-Preisen angekündigt und damit von den Haushalten erwartet wurde, vollzieht sich die Umstellung ihres Mobilitäts- und Heizverhaltens nur langsam, da viele Haushalte vor der Einführung der CO₂-Preise nicht in klimaneutrale Alternativen investiert haben. Dadurch erhöht die Einführung von CO₂-Preisen während der Anpassungsphase die Lebenshaltungskosten für viele Haushalte (Demary et al. 2022). Dem Anstieg der Lebenshaltungskosten können die Haushalte aber entgegenwirken, indem sie in kohlenstoffneutrale Heizungen und kohlenstoffneutrale Autos investieren. Dies ist auch von den politischen Entscheidungsträgern beabsichtigt. In der Zeit, in der die Haushalte nicht auf kohlenstoffneutrale Alternativen umgestellt haben, tragen die CO₂-Preise allerdings zur Steigerung der Lebenshaltungskosten bei.

Um die Dekarbonisierung zu erreichen, sind erhebliche Investitionen notwendig, die zu einer hohen Nachfrage nach Rohstoffen führen werden. Da das Angebot an diesen kurzfristig nicht ausgeweitet werden kann, ist hier mit weiter steigenden Preisen zu rechnen. Der Angriff Russlands auf die Ukraine hat gezeigt, dass die Dekarbonisierung auch aus sicherheitspolitischen Gründen eine hohe Relevanz hat. Der Anstieg der Investitionen in Dekarbonisierung verbunden mit dem Preisdruck bei den Rohstoffen wird zu Kostendruck bei den Unternehmen führen und diese zur Erhöhung der Preise für die Endverbraucher zwingen. Zudem wird die höhere Investitionsnachfrage zu steigenden Zinsen am Kapitalmarkt beitragen.

Die Investitionen in Dekarbonisierungen könnten aber auch die Nachfrage nach Arbeitskräften erhöhen und somit zu höheren Löhnen führen, die dann wiederum zur Preisentwicklung beitragen.

2.3 Digitalisierung

Während die Preisdynamik vieler Waren und Dienstleistungen eher zu einer höheren Inflation führt, gibt es auch Waren und Dienstleistungen, die eher negativ auf die Inflation wirken. Dabei handelt es sich in der Regel um Waren, deren Preise aufgrund von Qualitätsanpassungen sinken. Das gilt vor allem für Datenverarbeitungsgeräte wie Mobiltelefone oder Computer. Trotz ihres geringen Gewichts im Warenkorb ist die Kaufkraft des Euros aufgrund der Qualitätsverbesserungen gestiegen und hat somit durch Qualitätsbereinigungsverfahren einen negativen Beitrag zur gemessenen Inflation geleistet (Demary et al. 2021).

Diese starken Preissenkungen für die Informations- und Kommunikationstechnologie sind in den Daten zu finden. Bedingt durch die Pandemie haben Unterbrechungen der Lieferketten zu höheren Produktionskosten von Mobiltelefonen und Computern geführt. Somit fehlen nicht nur große negative Beiträge, sondern sie haben sich in jüngster Zeit auch in positive Inflationsbeiträge verwandelt. Im Zuge der digitalen Transformation kann die Nachfrage nach den dafür benötigten Rohstoffen steigen. Wenn die Förderung der Rohstoffe mit der gestiegenen Nachfrage nicht mithalten kann, ist es durchaus möglich, dass die qualitätsbereinigt negativen Beiträge von digitalen Endgeräten zur Inflationsentwicklung nicht mehr in der Größenordnung stattfinden, wie in den vergangenen Jahren. Es ist damit zu rechnen, dass dieser ausbleibende dämpfende Effekt zu höheren Inflationsraten beitragen wird.

2.4 Demographie und Arbeitsmarkt

Durch die demografische Entwicklung werden Arbeitskräfte in Zukunft knapper, was deren Verhandlungsposition stärkt und höhere Löhne leichter durchsetzbar macht. Dadurch können Lohn-Preis-Spiralen in Zukunft leichter entstehen. Diese These war erstmals bei Goodfriend und Prahan (2017) zu finden.

Eine vergleichbare Entwicklung hat sich im Zuge der letzten Rezession in den USA gezeigt. In den USA war die Reaktion des Arbeitsmarktes auf die Covid-19-Pandemie sehr anders als in Europa. In den USA stieg die Arbeitslosenquote im Vergleich zu ihrem Wert vor der Pandemie um 11 Prozentpunkte und es dauerte zwei Jahre, bis sie wieder den Vor-Pandemie-Wert erreichte. Die Reaktion der EU-Arbeitslosenquote war im Vergleich deutlich milder. Da die Unternehmen in der EU Kurzarbeitergeld in Anspruch nehmen konnten, waren sie nicht gezwungen, während der Rezession Verträge zu kündigen. Gleichzeitig hat die Beschäftigungsquote in den USA und in der EU unterschiedlich reagiert (Abbildung 4). Während die Beschäftigungsquote in Europa derzeit über dem Wert vor der Pandemie liegt, erreichte sie in den USA nie wieder den Wert vor der Pandemie, weil viele Arbeitnehmer es vorzogen, während der Pandemie in den Ruhestand zu gehen (Fry 2021). In den USA sind die Arbeitsmärkte also angespannt, weil viele Verträge neu ausgehandelt werden müssen und der Wettbewerb auf dem Arbeitsmarkt aufgrund der vielen Menschen, die in den Ruhestand gehen, größer geworden ist. Diese Anspannung wird zu einem Lohndruck in den USA führen, da die Arbeitnehmer bessere Bedingungen haben, um höhere Löhne zu fordern. Diese Entwicklung könnte zu einer Lohn-Preis-Spirale in den USA führen und damit die Inflationdynamik über Zweitrundeneffekte verstärken. Goodfriend und Prahan (2017) sehen diesen Effekt in den kommenden Jahren auch in anderen Ländern entstehen.

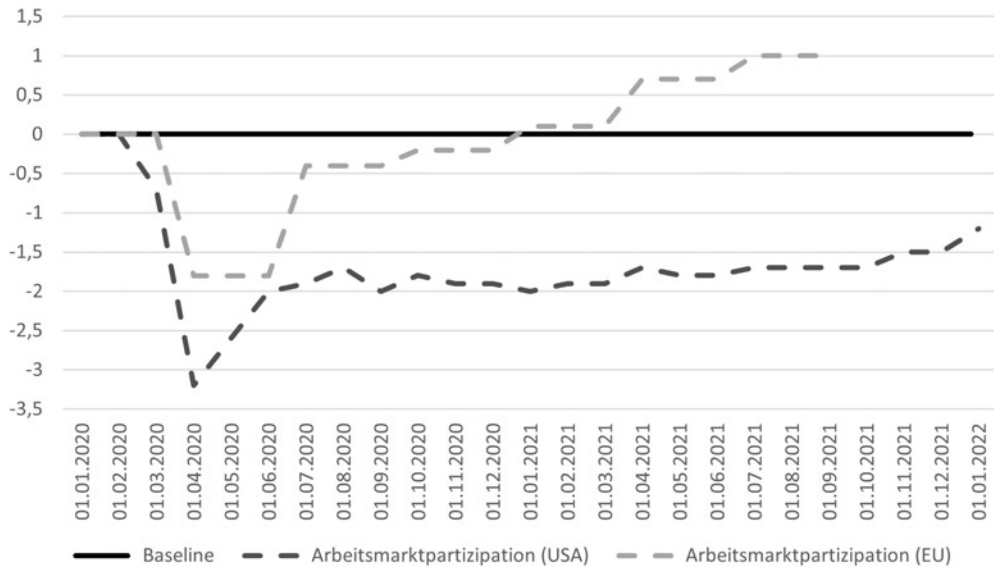
In den USA ist bereits ein Lohndruck zu beobachten (Demary et al. 2022). Das Lohnwachstum beschleunigte sich von 2,8 Prozent im Mai 2021 auf 6,0 Prozent im Februar 2022. Während in der Regel die Löhne von Arbeitsplatzwechslern stärker steigen, sind derzeit bei Arbeitnehmern, die ihren Arbeitsplatz behalten, enorme Lohnanstiege zu verzeichnen.

Die Effekte der Demografie auf den Arbeitsmarkt können in den kommenden Jahren auch in anderen Ländern zu einem höheren Lohndruck führen, wie von Goodhart und Pradhan (2017) prognostiziert. Die Autoren argumentieren hier, dass die nicht erwerbstätige Bevölkerung Nettokonsumenten sind, während nur die erwerbstätige Bevölkerung Waren und Dienstleistungen produzieren kann, um die Nachfrage zu decken. Wenn der Anteil der erwerbstätigen Bevölkerung kleiner wird, trifft eine hohe Nachfrage auf ein geringeres Angebot, was zu Inflation führt.

Dies zeigt sich anhand von Daten zur Jugendbeschäftigungsquote für 200 Länder (Demary et al. 2022). So ist allen Ländern gemeinsam, dass die Quote im Laufe der Zeit gesunken ist. Es besteht die Tendenz, dass in den nächsten Jahren weniger junge Menschen der Erwerbsbevölkerung zur Verfügung stehen werden. Wenn nicht jeder Rentner durch einen neuen jungen Erwerbstätigen ersetzt wird, wird es zu einem Arbeitskräftemangel kommen, der den Wettbewerb um die besten Talente auf dem Arbeitsmarkt verschärft und damit ermöglicht, dass sich höhere Lohnabschlüsse leichter durchsetzen lassen. Dieser steigende Lohndruck kann dann zu höheren Verbraucherpreisen beitragen.

Abbildung 4

Arbeitsmarktpartizipation während der Pandemie (Index: 1. 1. 2020 = 0)



Quelle: eigene Berechnungen basierend auf Macrobond, Eurostat, Bureau of Labor Statistics.

2.5 Staatsausgaben

Während die Staatsausgaben durch die Austeritätspolitik nach der Banken- und Staatsschuldenkrise im Euroraum eher negativ zur Inflationsentwicklung beigetragen hat, fällt dieser Effekt möglicherweise nicht nur weg, sondern könnte auch expansiv und damit preistreibend wirken.

Der finanzpolitische Kurs in Europa war während der Pandemie nicht auf eine Ausweitung der Nachfrage ausgelegt. Die meisten fiskalpolitischen Maßnahmen wie die Kurzarbeiterregelung oder die Liquiditätsmaßnahmen für Unternehmen hatten im Fokus, die Wirtschaft gegenüber den negativen Folgen der Pandemie abzusichern. Arbeitnehmer, die Kurzarbeitergeld erhielten, bekamen weniger Geld als vor der Krise, und Unternehmen, denen mit Liquiditätsmaßnahmen geholfen wurde, nutzten diese eher zur Kostendeckung als für neue Investitionen. Der fiskalpolitische Kurs der USA war viel stärker auf eine Ausweitung der Nachfrage ausgerichtet. Der American Jobs Plan (AJP) und der American Families Plan (AFP) werden nach Angaben des Internationalen Währungsfonds die Ausgaben in den nächsten zehn Jahren um 4,3 Billionen US-Dollar erhöhen, was etwa 18,7 Prozent des BIP im Jahr 2021 entspricht. Der IWF schätzt, dass das AJP und das AFP das US-BIP im Zeitraum 2022–24 um insgesamt 5,3 Prozent erhöhen werden (Hodge und Lin 2021).

Der finanzpolitische Kurs in Europa könnte jedoch als Reaktion auf die russische Invasion in der Ukraine expansiver werden. Dies ist zum einem aufgrund der ohnehin notwendigen staatlichen Investitionen in Klimaneutralität sowie nun auch zur Finanzierung von Investitionen zur Lösung der Abhängigkeit von russischem Gas und Öl der Fall. Zum anderen muss die EU ihre Verteidi-

gungsausgaben erhöhen. Deutschland hat angekündigt, mit Militärausgaben in Höhe von 100 Milliarden Euro dazu beizutragen (Marksteiner 2022). Das enorme Investitionsvolumen kann dank der (noch) niedrigen Zinssätze bewältigt werden. Es ist zu erwarten, dass durch die genannten Ausgaben die Nachfrage nach Stahl und Elektronik steigt, was den Preisanstieg bei Rohstoffen und Vorprodukten beschleunigen könnte. Zudem sind erhebliche Investitionen in den Wiederaufbau der Ukraine in den nächsten Jahren notwendig. Allein der Aufbau der zerstörten Gebäude wird zu einer erheblichen Nachfrage nach Stahl, Beton und Holz führen, so dass hier mit steigenden Preisen zu rechnen ist. In Anbetracht dessen scheint eine fiskalische Expansion in Europa bevorzugen zu werden, die wahrscheinlich zu mehr Inflation beiträgt.

2.6 Geldpolitik

Die expansive Geldpolitik seit der globalen Finanzkrise im Jahr 2008 spiegelt sich in den inflationsbereinigten Renditen für Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit wider, d. h. in den Renditen abzüglich der aktuellen Inflation, die den langfristigen Realzins auf den Kapitalmärkten darstellen. Für Deutschland lag der Realzins in diesem Jahr noch bei -3,4 Prozent, was auf sehr günstige Finanzierungsbedingungen hindeutet, obwohl die Renditen seit den letzten Wochen wieder steigen und eine Zinswende zu erkennen ist. Auch anderen Staaten bieten sich aktuell sehr günstige Finanzierungsbedingungen. Die Emissionsrendite für italienische Staatsanleihen liegt aktuell bei 0,42 Prozent (Dipartimento del Tesoro 2022). Die niedrigeren Zinssätze haben jedoch viele Jahre lang nicht zur Ankurbelung der Investitionen beigetragen, da sich Staat und Unternehmen nach der globalen Finanzkrise in einem Konsolidierungsprozess befanden, der eine niedrige Inflation begünstigte.

So ist zu erwarten, dass die Geldpolitik in den USA aufgrund der dortigen Inflation, überwiegend ausgelöst durch gestiegene Nachfrage, restriktiver werden muss, aber auch in der Eurozone, da die Investitionsnachfrage zur Erleichterung der wirtschaftlichen Transformation zu einem inflationsären Wachstum führen wird. Die EZB könnte auch wegen gesteigerter Inflationserwartungen eine Verschärfung der Geldpolitik bereits in den kommenden Monaten beginnen (EZB 2022a; EZB 2022b). Ausgehend von einem Einlagenzins für Banken von -0,5 Prozent müssen aber nicht alle Zinsanhebungen gleich bremsend auf die Wirtschaft wirken, wobei für das eine oder andere Mitgliedsland des Euroraums durchaus Rezessionsgefahren bestehen.

Angesichts der aktuell höheren Inflationszahlen, die eindeutig gegen die Inflationsziele der EZB und der Federal Reserve verstoßen, scheint eine Straffung der Geldpolitik gerechtfertigt zu sein. Während die nachfragebedingte Inflation in den USA der Fed scheinbar einen klaren Handlungsauftrag gibt, ist die Situation der EZB aufgrund der überwiegend angebotsbedingten Inflation deutlich komplexer, wie Demary und Hüther (2022) feststellen. Wie in diesem Beitrag argumentiert, könnten die Investitionen in Klimaneutralität zur Abkoppelung von russischem Öl und Gas, in höhere Militärausgaben und in den Wiederaufbau der Ukraine zu einer nachfragegetriebenen Inflation führen. Wenn sich die angebotsseitigen Einschränkungen hartnäckig halten und die Nachfrage tatsächlich steigen sollte und zudem die Lohnpolitik versucht, die Preiseffekte weiterzugeben, wird die Geldpolitik aufgrund ihres Primärziels gezwungen sein, restriktiv zu werden.

Bleibt die Inflation in der Eurozone hartnäckig, bleibt der EZB also nur der Versuch, die Inflation durch eine Abschwächung des wirtschaftlichen Wachstums (möglicherweise sogar eine Rezession) wieder auf ihren Zielwert zu bringen. Unklar ist, wie stark der Einfluss der EZB auf eine

angebotsbedingte Inflation sein könnte. Es wird für die EZB sehr schwierig, wenn nicht gar unmöglich werden, die Wirtschaft zu stützen, ohne ihr vorrangiges Ziel zu verletzen.

3 **Fazit**

Der Krieg Russlands gegen die Ukraine hat nicht nur eine geostrategische Neuausrichtung der europäischen Länder und eine militärische Aufrüstung in Gang gesetzt, sondern es muss auch die Transformation der Wirtschaft hin zu Klimaneutralität mit einem höheren Tempo vorangetrieben werden. Denn Klimaneutralität ist für die Souveränität der europäischen Energiesysteme und damit für die europäische Sicherheit essenziell. Die notwendigen Investitionen in die Transformation und die militärische Aufrüstung werden aber auch makroökonomische Effekte in Form von höherer Inflation und höheren Zinsen nach sich ziehen. Gleichzeitig haben die asiatischen Länder durch niedrige Impfquoten noch länger mit der Pandemie zu kämpfen, so dass weitere Lockdowns an asiatischen Häfen nicht ausgeschlossen werden können. Dadurch kann die Transformation der Wirtschaft mit angespannten Lieferketten einhergehen, was deutliche Preisreaktionen nach sich ziehen kann.

Wir argumentieren, dass die Phase der niedrigen Inflation und der niedrigen Zinsen zu Ende gegangen ist, und stützen uns dabei auf sechs strukturelle Faktoren, die das neue Umfeld bestimmen:

- Die **De-Globalisierung** gewann mit der Null-Covid-Politik in Asien an Fahrt. Mit der russischen Invasion in der Ukraine hat sich diese Entwicklung weiter beschleunigt. Da die Länder begonnen haben, ihre Energieimportabhängigkeit von Russland zu verringern, dürften die pandemiebedingten höheren Energiepreise noch weiter steigen. Zudem wird der Krieg zu Knappheiten bei Getreide führen, was die Lebensmittelpreise zusätzlich ansteigen lässt.
- Die **Dekarbonisierung** wird durch die Einführung von CO₂-Preisen gefördert und dieser Preisanstieg ist notwendig, damit die Wirtschaft von fossilen Brennstoffen zu kohlenstoffneutraler Energie übergehen kann. Aufgrund der Anpassungskosten für die Haushalte, die sich durch energiesparende Investitionen an die höheren Energiepreise anpassen müssen, geht die Übergangszeit mit steigenden Energieausgaben für die Haushalte einher. Die gestiegene Investitionsnachfrage wird c.p. einen Anstieg der Realzinsen begünstigen und aufgrund der hohen Nachfrage auch die Preise der Rohstoffe erhöhen.
- Die **Digitalisierung** hat zu einer niedrigeren Inflation beigetragen. Aufgrund vorübergehender angebotsseitiger Restriktionen hat die Verknappung von Halbleitern jedoch zu einem Anstieg der Preise für Elektronik geführt. Da im Zuge der digitalen Transformation eine höhere Nachfrage nach Elektronik besteht, ist mit einem Preisanstieg zu rechnen, wodurch die preissenkende Wirkung digitaler Innovationen auf die Inflation möglicherweise beendet wird.
- Die **demografische Entwicklung** wirkt sich längerfristig weltweit auf die Arbeitsmärkte aus, indem sie die Knappheit an Arbeitskräften und damit den Wettbewerb um qualifiziertes Personal verschärft. Der angespanntere Arbeitsmarkt bietet die Möglichkeit, höhere Löhne zu fordern. Im Zuge der Transformation wird aber auch die Nachfrage nach Arbeitskräften in Europa weiter ansteigen, was auch zu höheren Löhnen führen dürfte.
- Die **Fiskalpolitik** in den USA hat zu einer nachfragegetriebenen Inflation geführt, während die Fiskalpolitik in Europa eher darauf ausgerichtet war, die Unternehmen durch Kurz-

arbeitsregelungen und Liquiditätsmaßnahmen vor den negativen Folgen der Pandemie zu schützen. Die EU muss nun jedoch mehr Geld für militärische Ausrüstung ausgeben. Außerdem muss sie in die Abkehr von fossilen Brennstoffen investieren, um ihre Abhängigkeit von Russland zu verringern. Die fiskalische Reaktion könnte zu einer nachfragegesteuerten Inflation beitragen. Zudem ist davon auszugehen, dass die gestiegenen staatlichen Investitionsvorhaben zur Ermöglichung und Begleitung der Transformation das Zinsniveau erhöhen werden.

- Die **Geldpolitik** hat ein Umfeld mit niedrigen Zinssätzen und hoher Liquidität geschaffen, in dem Regierungen und Unternehmen günstige Finanzierungsbedingungen vorfinden. Dieses Umfeld war längere Zeit nicht inflationär, da sich Regierungen und Unternehmen in einem Prozess der Schuldenkonsolidierung befanden. Dieser Prozess ist jedoch zu Ende gegangen. Es zeichnet sich die Notwendigkeit von Investitionen in die Klimaneutralität ab, in das Lösen der Abhängigkeit von russischem Gas und in die Erhöhung der Militärausgaben. Wie hoch werden die Inflation und die Zinsen steigen? Wie lange wird das neue Umfeld andauern? Wie schwierig ist es für die Zentralbanken, diesem Inflationsdruck entgegenzuwirken? Da die Transformation der Wirtschaft von unterbrochenen Lieferketten begleitet wird, kann eine Stagflation wie in den 1970er Jahren möglich sein. Ein mögliches Ergebnis ist, dass die Zentralbanken die Wirtschaftstätigkeit verlangsamen oder sogar eine Rezession einleiten müssen, um einen Vertrauensverlust in ihre Strategien der Inflationssteuerung und eine Destabilisierung der Inflationserwartungen zu verhindern. Längerfristig könnte dieses Umfeld aus höherer Inflation und höheren Realzinsen aber die Geldpolitik weiter von der Nullzinsgrenze entfernen und zu einer Normalisierung der Geldpolitik führen, deren Schwerpunkt auf der Verhinderung von hoher Inflation und weniger im Verhindern von Niedriginflation liegt.

Literaturverzeichnis

- Demary, Markus, Anna-Lena Herforth und Jonas Zdrzalek (2022): The New Inflationary Environment: How Persistent are the Current Inflationary Dynamics and How is Monetary Policy Expected to Respond?. IW-Report Nr. 16, 13. April 2022. <https://www.iwkoeln.de/studien/how-persistent-are-the-current-inflationary-dynamics-and-how-is-monetary-policy-expected-to-respond.html> (abgerufen am 7. 4. 2022).
- Demary, Markus und Michael Hüther (2022): How Large is the Risk of Stagflation in the Eurozone?. *Intereconomics*. Vol. 57, No. 1, 34–39.
- Demary, Markus, Cornelius Kruse und Jonas Zdrzalek (2021): Welche Inflationsunterschiede bestehen in der Bevölkerung?. IW-Report Nr. 46. <https://www.iwkoeln.de/studien/markus-demary-jonas-zdrzalek-welche-inflationsunterschiede-bestehen-in-der-bevoelkerung.html> (abgerufen am 7. 4. 2022).
- Dipartimento del Tesoro (2022): Dati Statistici, Costi Medi All’Emissione Dei Titoli Di Stato. https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/index.html (abgerufen am 7. 4. 2022).
- EZB – Europäische Zentralbank (2022a): Monetary Policy Decisions. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220310~2d19f8ba60.en.html> (abgerufen am 7. 4. 2022).
- EZB – Europäische Zentralbank (2022b): Survey of Professional Forecasters. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/ecb.spf2022_q1~082bc1deaa.en.html#toc2 (abgerufen am 7. 4. 2022).

- Fry, Richard (2021): Amid the pandemic, a rising share of older U.S. adults are now retired. Pew Research Center. <https://www.pewresearch.org/fact-tank/2021/11/04/amid-the-pandemic-a-rising-share-of-older-u-s-adults-are-now-retired/> (abgerufen am 7. 4. 2022).
- Goodhart, Charles und Manoj Pradhan (2017): Demographics will reverse three multi-decade global trends. BIS Working Papers. No. 656.
- Hodge, Andrew und Li Lin (2021): Boosting the Economy: The Impact of US Government Spending Plans. IMF Country Focus. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2021/07/01/nao70121-boosting-the-economy-the-impact-of-us-government-spending-plans> (abgerufen am 7. 4. 2022).
- Marksteiner, Alexandra (2022): Explainer: The Proposed Hike in German Military Spending. Stockholm International Peace Research Institute. <https://www.sipri.org/commentary/blog/2022/explainer-proposed-hike-german-military-spending> (abgerufen am 7. 4. 2022).
- Sheppard, David, Mehreen Khan und Guy Chazan (2021): Gazprom's Low Gas Storage Levels Fuel Questions over Russia's Supply to Europe. Financial Times. 27.10.2021. <https://www.ft.com/content/576a96f7-e41d-4068-a61b-f74f2b2d3b81> (abgerufen am 7. 4. 2022).
- Statistisches Bundesamt (2021): 7,8 Millionen Niedriglohnjobs im April 2021. https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2021/12/PD21_586_62.html (abgerufen am 7. 4. 2022).