

---

# Editorial: Epochenbruch – Wiedergeburt der Inflation?

ANDREAS PFINGSTEN, DOROTHEA SCHÄFER UND ANDREAS STEPHAN

---

Andreas Pfungsten, Institut für Kreditwesen der Universität Münster, E-Mail: [Andreas.Pfungsten@wiwi.uni-muenster.de](mailto:Andreas.Pfungsten@wiwi.uni-muenster.de)  
Dorothea Schäfer, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung DIW Berlin und Jönköping University, E-Mail: [dschaefer@diw.de](mailto:dschaefer@diw.de)  
Andreas Stephan, Linné-Universität, Växjö, E-Mail: [andreas.stephan@lnu.se](mailto:andreas.stephan@lnu.se)

---

Die Welt befindet sich zugleich in einer tiefen Krise, ausgelöst durch den Krieg in der Ukraine, und am Beginn einer neuen Epoche. Die Europäische Sicherheitsarchitektur der Nachkriegszeit gilt nicht mehr. Die Zeit der friedlichen Koexistenz und fruchtbaren wirtschaftlichen Zusammenarbeit zwischen dem Westen und den ehemaligen Staaten der Sowjetunion ist zu Ende. Der Rückfall Russlands in einen autoritären Staat ließ sich zwar schon länger beobachten, der Epochenbruch aber wird in Zukunft unwiderruflich mit dem 24. Februar 2022 verbunden sein, dem Tag an dem russische Soldaten die ukrainische Grenze überschritten und erste Bomben auf Kiew fielen. Seither sind Millionen Ukrainerinnen und Ukrainer vor dem Krieg in ihrem Land gen Westen geflohen. Mehr als vier Millionen ukrainische Flüchtlinge sind in europäischen Staaten offiziell als Schutzsuchende registriert worden. Die insgesamt in Europa erfasste Anzahl von Flüchtenden aus der Ukraine liegt bei mehr als sieben Millionen.<sup>1</sup> Staaten, multilaterale Organisationen und Bürger:innen brauchen nun dringend Strategien zur Bekämpfung, Bewältigung und Linderung der vom Krieg ausgelösten multiplen Krisen jetzt und wenn der Krieg einmal vorbei ist. Die Herausforderung ist enorm, vielfältig und sie ist global.

Die Versorgungssicherheit im Energiebereich ist gefährdet. Die Preise für fossile Energien explodieren. Die Umstellung auf erneuerbare Energien kommt noch immer nicht schnell genug voran. Die globale Ernährungssicherheit ist nicht mehr gegeben. Die Zusammenarbeit mit Russland steht auf vielen Ebenen vor dem Ende. Die Zweifel an einer engen wirtschaftlichen Kooperation mit China mehren sich. Die Hoffnung auf „Wandel durch Handel“ hat sich als Illusion herausgestellt. Die Furcht vor den negativen Folgen wirtschaftlicher Abhängigkeiten wächst unaufhaltsam.

Die Gewissheiten aus der alten Zeit sind unwiderbringlich verloren. Eine neue Zeit, eine neue Epoche, hat begonnen, aber noch gibt es keine neue Gewissheiten, die den Platz der alten ausfüllen könnten. Die Antworten auf die Fragen, welche wirtschafts- und gesellschaftspolitischen Optionen den westlichen Staaten überhaupt zur Verfügung stehen und welche Wirkungen von bestimmten politischen Maßnahmen ausgehen, sind offen. Die DIW Vierteljahrshefte beleuchten den **Epo-**

---

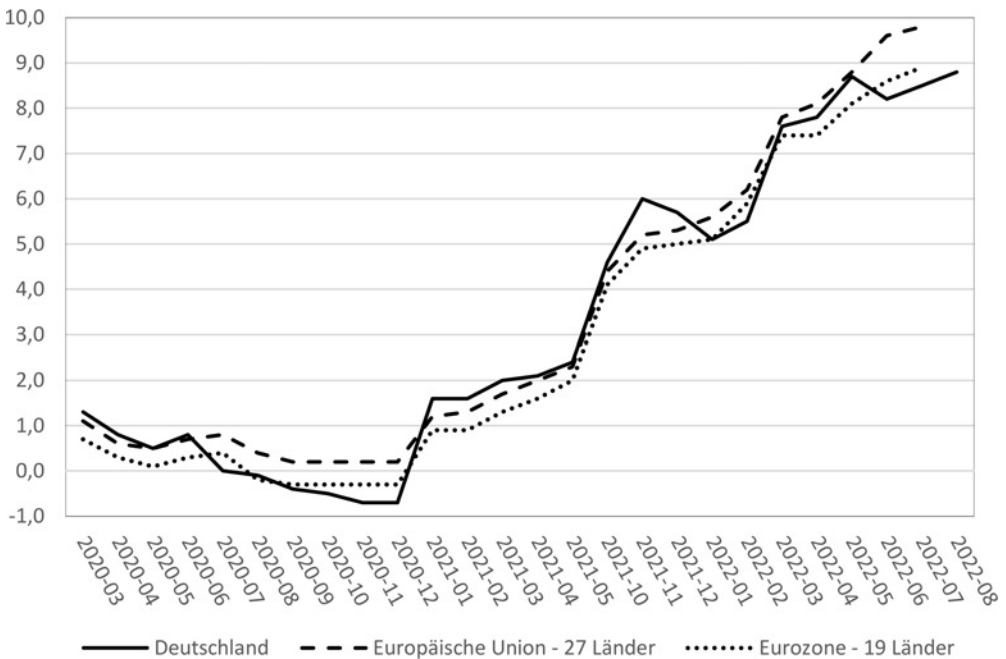
1 <https://data.unhcr.org/en/situations/ukraine>, Zahlen mit Stichtag vom 7. September 2022.

chenbruch und die damit einhergehenden Herausforderungen. Die Hefte liefern sowohl (Zwischen-)Bestandsaufnahmen als auch Orientierung und erste Lehren. Vieles davon wird bleiben und auch dann noch wirken, wenn der Krieg längst zu Ende gegangen ist.

Die Inflation ist hinsichtlich ihrer wirtschaftspolitischen Bewertung wohl die umstrittenste Begleiterscheinung des Krieges. Weder herrscht Einigkeit über die Ursache des Anstiegs der Inflationsrate noch über die geeigneten Mittel zur Bekämpfung. Blicken wir daher zunächst auf den Verlauf der Inflation in Deutschland, der Eurozone und der Europäische Union seit dem März 2020, dem Monat des ersten Corona-Lockdowns. Die Kurven in Abbildung 1 zeigen deutlich, dass die Inflation erst mit Beginn des Jahres 2021 Fahrt aufgenommen hat. Dem pandemiebe-

Abbildung 1

**Harmonized Index of Consumer Prices (HICP)  
Monatsdaten (Jährliche Veränderungsrate)**



Quelle: Eurostat, eigene Berechnung.

dingten Nachfrageausfall geschuldet, war die Preissteigerungsrate zuvor über Monate hinweg negativ gewesen. Erkennbar ist auch, dass mit dem Kriegsbeginn im Februar 2022 eine kurze Phase mit konstanten oder abnehmenden Inflationsraten jäh endete. Seither werden die Inflationsraten wieder größer. In Deutschland hat der Anstieg im Sommer 2022 durch Maßnahmen der Bundesregierung, wie 9-Euro-Ticket oder Tankrabbat, zwischenzeitlich pausiert, ohne dass es zu einer nachhaltigen Trendumkehr gekommen wäre.

Im August 2022 hat die Europäische Zentralbank den größten Zinsschritt ihrer Geschichte gemacht. Gleichzeitig werden für die kommenden Monate negative Wachstumsraten erwartet. Hinter dem historisch großen Zinsschritt steckt das Ziel, die Inflationserwartungen der kundigen Finanzmarktteilnehmerinnen und -teilnehmer wieder auf die Zwei-Prozentmarke herunterzudrücken. Dies, so die Hoffnung, wird den Aufwärtstrend bei der Inflationsrate stoppen.

Die Inflation scheint allerdings eher angebots- denn nachfragegetrieben. Wiederholt gab es, coronabedingt, Erschütterungen auf der Angebotsseite: Lieferketten innerhalb und außerhalb der EU sind gebrochen. Bislang konnten sie nicht wieder vollständig repariert werden. Der Krieg in der Ukraine und die Monate vor Kriegsbeginn – schon im Sommer 2021 hat Russland beim Gas eine Einschränkungspolitik betrieben, um die Preise in die Höhe zu treiben – haben schwere Beeinträchtigungen der Energieversorgung mit sich gebracht und damit die Preise für Energie nicht nur in Europa, sondern weltweit in bislang unbekannte Höhen getrieben. Energie ist essenzielle Voraussetzung für die Erzeugung und Verteilung von Gütern und Dienstleistungen. Daher schlagen die enormen Preissprünge auf den Energiemärkten auf der Kostenseite auch auf alle Güter- und Dienstleistungen durch. Viele Güter sind wegen der unterbrochenen Lieferketten zudem gar nicht oder nur verzögert lieferbar.

Auf vielen Märkten traf und trifft eine unveränderte oder wegen coronabedingter Sparüberhänge und Nachholeffekte sogar erhöhte Nachfrage auf ein unerwartet geringes Angebot an Gütern und Dienstleistungen. Die Preise werden solange steigen, bis sich die Kaufkraft der Bürger dem geringeren Angebot angepasst hat oder die Bürgerinnen und Bürger von ihren Kaufvorhaben Abstand nehmen, entweder weil eine persönliche Schmerzgrenze überschritten ist oder ihr persönliches Budget es nicht mehr erlaubt, die Nachfrage aufrechtzuerhalten.

Die Zentralbanken können kurz- oder auch mittelfristig nichts gegen das reduzierte Warenangebot tun. Auch den Nachholbedarf können sie nicht beeinflussen, ist er doch das Resultat des coronabedingten, früheren Nachfragerückgangs. Beim ersten Lockdown im März 2020 haben die Zentralbanken mit riesigen Wertpapieraufkäufen gegen drohende hohe Verluste bei Banken, Versicherungen und Wertpapierfirmen angekämpft (Wullweber 2020). Die Erfahrungen nach der Lehman Insolvenz ließen den Zentralbanken auch kaum eine andere Wahl, als mit einem Schutzschirm auf das „Moratorium der Wirtschaftstätigkeit“ (Lockdown) zu reagieren. Den schnellen Preisrutsch an den Börsen zu stoppen, ist besonders wichtig, wenn die Rentenversicherung auf Kapitaldeckung aufbaut und der Wert von Aktien, Anleihen und Fondsanteilen die Höhe der Pensionen und Renten bestimmt. In vielen westlichen Ländern, darunter die USA, Großbritannien, Schweden und der Schweiz, ist dies der Fall. Mit ihren Käufen haben die Zentralbanken nicht zuletzt auch Pensionskassen sowie Rentnerinnen und Rentner geschützt, denen sie andererseits den realen Vermögenserhalt mittels risikofreier festverzinslicher Anlageformen unmöglich gemacht haben.

Zweifelsohne haben die Wertpapierkäufe der Zentralbanken zu den seit Jahren ansteigenden Vermögenspreisen beigetragen. Der Kauf von Wertpapieren der unterschiedlichsten Art hat den Zinssatz und damit den Diskontfaktor für zukünftige Cashflows gesenkt. Zeitweise war der Zinssatz sogar negativ und dadurch der Diskontfaktor kleiner als 1. Üblicherweise wird gegenwärtigen Zahlungen ein höherer Wert als zukünftigen Zahlungen zugemessen. Bei einem Diskontfaktor unter eins ist es umgekehrt, zukünftige Zahlungen sind mehr wert als heutige und der

Anreiz zu investieren wird extrem gesteigert. Dieses wird durch eine hohe Inflation, die zu negativen realen Zinsen führt, noch weiter verstärkt.

Nicht zuletzt deswegen ist nicht nur unter Ökonominnen und Ökonomen eine harsche Debatte um die Verteilungswirkungen der EZB-Geldpolitik entbrannt. Die Vorteile der das Finanzsystem schützenden Wertpapierkäufe waren allerdings nicht so einseitig auf Seiten der Eigentümer, wie es auf den ersten Blick erscheinen mag. Die sinkenden Zinsen kamen auch den privaten und gewerblichen Schuldern zugute. Bei variablen Kreditverträgen reduzierte sich die Zinslast sofort, bei Festzinsverträgen, wenn die langfristige Anschlussfinanzierung anstand. Bei letzterer bleiben diese Vorteile den privaten Haushalten auch über viele Jahre erhalten, abhängig davon wie lange im Anschlussvertrag der Zins festgeschrieben wurde. Private Haushalte konnten sich auch über Beschäftigungseffekte der Niedrigzinsen freuen, wenn Mitglieder in „Gewinner“-Branchen wie Bauindustrie (günstige Kredite) oder Exportindustrie (günstiger Wechselkurs des Euro) beschäftigt sind (Michels 2019). Die Allgemeinheit hat von den seit Jahren sinkenden Durchschnittszinsen für die öffentlichen Schulden profitiert. Und schließlich hat der zinsinduzierte Investitionsanreiz auch die Aussichten verbessert, mit großen Investitionen in existierende und neue Technologien den Klimaschutz massiv voranbringen zu können.

Güterknappheit eliminiert den Preisstabilisator Wettbewerb. Damit der Wettbewerb wieder funktioniert, muss entweder das Angebot steigen, z. B. durch eine rasche Wiederherstellung der Lieferketten und einen starken Anstieg bei erneuerbaren Energien und Speichern, oder die Warennachfrage muss sinken. Der Kommentar „Die Rückkehr der Rabattschlachten“ in der FAZ.NET vom 19. August 2022 veranschaulicht dies sehr gut.<sup>2</sup> Der Kommentator beschäftigt sich mit den Folgen des Nachfragerückgangs bei neuen Küchenmöbeln. Die privaten Haushalte leisten sich bereits jetzt weniger Küchen, entweder weil die Budgets bereits am Limit sind oder sie dies in Kürze erwarten. Den Möbelherstellern gelingt es daher zunehmend weniger, ihre gestiegenen Produktionskosten an die Kundinnen und Kunden weiterzugeben. Stattdessen geben sie sogar Rabatte, um die Kunden anzulocken.

Das Beispiel des Küchenmöbelmarktes macht klar: Die Hoffnung darauf, dass steigende Zinsen über gesunkene Inflationserwartungen schmerzlos die Inflationsraten dämpfen, könnte trügerisch sein. Das Eindämmen der Nachfrage scheint ohne das Herbeiführen härterer Budgetbeschränkungen für Privatleute und Unternehmen nicht zu gehen, auch die öffentliche Hand müsste Ausgaben reduzieren, was angesichts der Krise und der bereitgestellten Hilfe zur Bewältigung der Folgen aber als wenig möglich erscheint.

Wohin also steuern wir nach dem Epochenbruch? Die Vierteljahrshefte zum Epochenbruch nähern sich dieser Frage in drei Schritten, oder besser ausgedrückt, in drei Teilen. Der erste Teil setzt sich mit den Gefahren von wiedererwachter Inflation, Zinsanstieg und Wachstumsschwäche auseinander. *Markus Demary* und *Jonas Zdrzalek* haben keinen Zweifel, dass wir es mit einem Umbruch zu tun haben. Sie sprechen zwar nicht von einem Epochenbruch, aber von einer **Zeitenwende bei Inflation und Zinsen**, verursacht *hauptsächlich* durch die Covid-19-Pandemie und

---

2 Möbelindustrie: Die Rückkehr der Rabattschlachten, Ein Kommentar von Sven Astheimer, <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/moebel-werden-teurer-die-rueckkehr-der-rabattschlachten-18256502.html?GEPC=s3>.

den Krieg Russlands gegen die Ukraine. Sie erwarten eine anhaltende höhere Inflation gepaart mit höheren Zinsen. Als Haupttreiber dieser Entwicklung identifizieren sie die De-Globalisierung, Dekarbonisierung, demografische Entwicklung, Digitalisierung, Staatsausgaben und Geldpolitik. Investitionen in die Transformation, in Rüstung und in den Wiederaufbau der Ukraine führten zu Knappheiten, auch beim verfügbaren Kapital, die ansteigende Preise nach sich ziehen. Wegen der unterbrochenen Lieferketten halten die Autoren auch eine Stagflation wie in den 1970er Jahren für möglich, welche die Zentralbanken dazu veranlassen könnte, eine Rezession einzuleiten, um ihrer Glaubwürdigkeit als inflationssteuernde Instanz Nachdruck zu verleihen. Längerfristig erwarten die Autoren eine Normalisierung der Geldpolitik mit dem dann wieder möglichen Schwerpunkt der Inflationskontrolle durch Zinsvariation.

*Michael Heine* und *Hansjörg Herr* betonen im Beitrag **Stagflationsgefahren durch die Inflationswelle nach der Covid-19-Krise – Lehren aus den 1970er Jahren** die große Gefahr, dass Inflation und Stagnation gemeinsam auftreten. Sie gehen von einer kostengetriebenen Inflationswelle aus, die im Falle einer Lohn-Preis-Spirale eine inflationäre Dynamik in Gang setzen kann, die von der Geldpolitik mit hohen Kosten in Form einer Stabilisierungskrise bekämpft werden muss. Die Autoren erinnern an die exogenen Preisschocks aus den 1970er Jahren, die in Lohn-Preis-Spiralen mündeten. Nur unter Inkaufnahme zweier schmerzhafter Rezessionen konnten damals die teilweise zweistelligen Inflationsraten wieder auf ein Normalmaß abgesenkt werden. Sie empfehlen die Reallohnneinbußen nach 2021 zu akzeptieren, nicht von der Politik inflationsneutraler Lohnforderungen abzuweichen, und einen Sozialvertrag zwischen Gewerkschaften, Arbeitgeberverbänden und Staat zu schließen, mit dem die unteren Einkommensbezieher für die Absenkung der Realeinkommen kompensiert werden.

*Horst Tomanns* **„Frau Lagarde, so geht das!“ – Eine Polemik** setzt sich mit den geringeren Handlungsmöglichkeiten der Europäischen Zentralbank im Vergleich zur US-Fed auseinander. Die Möglichkeiten der EZB, den Preisschock auf den internationalen Energiemärkten mit einer entschiedenen Restriktionspolitik zu bekämpfen, sieht er als begrenzt an, da die europäischen Kapitalmärkte fragmentiert, die Bankenunion unvollendet ist, und viele Banken unzureichend mit Risikopuffern ausgestattet sind. Durch den absehbaren Rückgang der Globalisierung sieht Tomann die Gewerkschaften zwar gestärkt, gleichzeitig könnten sie aber in die Rolle des Schuldigen geraten, wenn sie ihre verbesserte Verhandlungsposition für (zu) hohe Lohnzuwächse nutzen und die Arbeitslosigkeit ansteigt. Vor diesem Hintergrund sieht Tomann in der Europäischen Währungsunion einen hohen Bedarf für Einkommenspolitik.

*Dirk Ehnts* und *Jonas Plattner* beleuchten **Die Eurozone und die Weltwirtschaft – Geld und Ressourcen**. Sie entwickeln zunächst ein geldtheoretisch fundiertes Verständnis von der Rolle des Staates. Im zweiten Schritt analysieren sie die Ausrichtung von Geld- und Fiskalpolitik als die wesentlichen Steuerungskanäle für makroökonomische Größen. Die Impulse für wirksame Klimawirtschaftspolitik, Inflationsbekämpfung, Vollbeschäftigung und Konjunktursteuerung schreiben die Autoren ausschließlich der Fiskalpolitik zu. Dabei sehen sie Vollbeschäftigung als inhärente Aufgabe der Fiskalpolitik (nicht der Geldpolitik). Die Autoren schlagen eine bedingungslose Jobgarantie vor, bei der der Staat als „employer of last resort“ agiert. Um der gegenwärtigen Energiepreisexplosion zu begegnen, sollte die Fiskalpolitik die Preise deckeln, denn die Geldpolitik der EZB könne gegen steigende Energiepreise nicht viel ausrichten. Die Autoren schlagen einen dauerhaften Nullzins oder einen Zins in Höhe der Zielinflation vor, um im Um-

gang mit Geld und Ressourcen die gesellschaftlichen Ziele Vollbeschäftigung, Preisstabilität, Klimaschutz und nachhaltige Ressourcenbewirtschaftung zu erreichen.

Abschließend legt *Elke Muchlinski* **Die Funktionsbedingungen einer resilienten Wirtschaft** offen. Muchlinski sieht im Epochenbruch die Chance zur kooperativen Gestaltung und zur Herstellung einer „resilienten Gesellschaft“. Die resiliente Wirtschaft zeichnet sich durch Mut zum Erproben neuer Handlungsfähigkeiten und durch flexible Reaktionen auf wirtschaftliche Schocks aus. Habituelle Handlungsmuster Deutschlands im Kontext der Europäischen Währungsunion und Europas müssten neu definiert werden. Die Autorin rekapituliert Umbrüche in der Vergangenheit und damit einhergehende Theorie-Innovationen, mit denen die Bedingungen für eine effektive Kooperation zwischen dem Staat, den Akteuren in den Märkten und der Zentralbank besser verstanden wurden. Sie erinnert daran, dass John Maynard Keynes, dessen Leben durch den Ersten und Zweiten Weltkrieg geprägt war, in strategischen Kooperationen von Industrie, Finanzen, Wissenschaft und Handel mit dem Staat und den Zentralbanken die größten Entwicklungschancen für eine resiliente Wirtschaft und Gesellschaft sah.

Der Epochenbruch hat neben Inflation auch Zustandekommen, Ausmaß, Wirkung und Abbau der wirtschaftlichen Abhängigkeiten bei Energie, Rohstoffen und Vorprodukten in das Zentrum der Aufmerksamkeit gerückt. Mit den Risiken (und Chancen) der vielfältigen Abhängigkeiten befasst sich Vierteljahrsheft 3/2022. Das Vierteljahrsheft 4/2022 schließlich weitet den Blick und erkundet, wie nach dem Epochenbruch Anpassungen in global orientierten Politiken und systemische Risiken aussehen könnten.

## Literaturverzeichnis

- Michels, Jürgen (2019): Gewinner und Verlierer in der Welt dauerhafter Niedrigzinsen. In: Ifo Schnelldienst 72 (20), S. 3–5.
- Wullweber, Joscha (2020): The COVID-19 Financial Crisis, Global Financial Instabilities and Transformations in the Financial System. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3688453> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3688453>.