



Wirtschaftspolitische Informationen

Materialengpässe und Preisdynamik Handlungsmöglichkeiten der Geldpolitik?

Die Pandemielage hat sich in den letzten Wochen wieder verschärft, die Omikron-Mutante beunruhigt die Märkte. Trotzdem wird die Weltwirtschaft 2021 kräftig wachsen. Die deutsche Ökonomie leidet vor allem unter Zulieferproblemen. Gleichzeitig steigen die Verbraucherpreise, getrieben von Energiekosten, so stark wie seit Jahren nicht mehr. Die Geldpolitik reagiert bisher, auch geleitet von ihrer neuen Strategie, eher gelassen und rechnet nicht mit einer dauerhaft höheren Inflation.

70 bis 80 Prozent aller Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes klagen über Probleme bei der Versorgung mit Rohstoffen und Zulieferteilen. Eine vergleichbare Situation hat es noch nie zuvor gegeben. Das ifo Institut schätzt, dass die dadurch bedingten Produktionsausfälle knapp 40 Milliarden Euro ausmachen werden. Das unzureichende Angebot von Energierohstoffen führt zu enormen Preissteigerungen.

Das Ganze fällt in eine Phase, in der die Europäische Zentralbank zur Krisenbekämpfung eine stark expansive Geldpolitik betreibt. Die Zinsen sind auf einem historisch niedrigen Niveau. Viele sehen darin eine große Gefahr und fordern, dass die Geldpolitik umsteuern und stärker die Bekämpfung der Inflation in den Fokus nehmen sollte. Diese agiert eher mittelfristig und sieht derzeit noch keine Gefahren für die Geldwertstabilität.

Kurz & bündig

Trotz der sich verschärfenden Pandemie erwartet der Internationale Währungsfonds für 2021 und 2022 ein starkes Wachstum. Die Lieferengpässe bremsen die Erholung in Deutschland aus. Für 2022 wird aber auch hier ein kräftiges Wachstum von etwa fünf Prozent erwartet.

Die Zulieferprobleme haben zu einem Anstieg der Kurzarbeit im November geführt. Vor allem die Automobilindustrie, die stark unter fehlenden Chips leidet, ist betroffen.

In dieser Situation steigen die Verbraucherpreise im November um 5,2 Prozent, der höchste Wert seit August 1993.

Angesichts dauerhaft steigender Nachfrage nach vielen Rohstoffen, die für den ökologischen Umbau notwendig sind, stellt sich die Frage nach einem „Superzyklus“ langfristig steigender Rohstoffpreise.

Seit der Finanzkrise 2008/09 betreibt die EZB eine expansive Geldpolitik, auch mit neuen, kreativen Instrumenten.

In der Corona-Krise wurden diese Programme noch kräftig ausgeweitet. Die Bilanzsumme der EZB liegt inzwischen bei über acht Billionen Euro.

Die aktuelle Inflation ist eine Folge des Rohstoff- und Teilemangels und lässt sich nicht durch die Geldpolitik beeinflussen.

Autor*in:

Wilfried Kurtzke und Beate Scheidt



Quelle: Statistisches Bundesamt

Grafik: IG Metall, Koordination Branchenpolitik



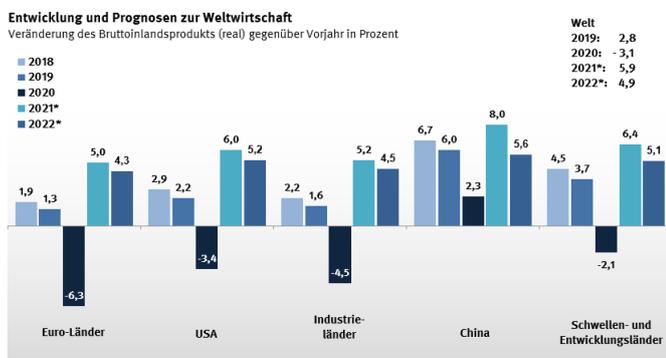
1. Konjunktur und Pandemie

1.1 Weltwirtschaft im Aufwind

Die Weltwirtschaft muss weiter unter den Bedingungen der Pandemie funktionieren. In vielen ärmeren Ländern blieben die Infektionsraten hoch, auch weil kaum Impfstoffe zur Verfügung standen. In den reicheren Staaten schien die Pandemie zeitweilig fast besiegt. Doch in den letzten Wochen nahmen die Infektionen vielerorts wieder kräftig zu, im Herbst begann die vierte Welle der Pandemie. Dazu kamen Probleme mit den internationalen Lieferketten, die in vielen Bereichen gerissen waren. Trotz aller Schwierigkeiten erlebt die Weltwirtschaft, nach dem Einbruch um mehr als drei Prozent 2020, einen kräftigen Wirtschaftsaufschwung. Der Internationale Währungsfonds prognostiziert in seinem aktuellen Wirtschaftsausblick vom Oktober 2021 eine Zunahme der weltweiten Wirtschaftsleistung um 5,9 Prozent. 2022 soll sich dieser Aufschwung nur leicht abgeschwächt fortsetzen. Dann wird ein Wachstum von 4,9 Prozent erwartet.

Die Erholung zeigte sich in allen Weltregionen. **Eindeutige Konjunkturlokomotiven waren jedoch China und die USA.** China war die einzige große Volkswirtschaft, deren Wirtschaftsleistung auch im Coronajahr 2020 anstieg. Davon ausgehend wird für 2021 ein erneuter Anstieg des BIP um acht Prozent erwartet. Im Herbst schwächte sich zumindest das Wachstum der Industrieproduktion etwas ab. Chinas starkes Wachstum beeindruckt umso mehr, als das Land immer wieder unter lokalen Covid-Ausbrüchen leidet, die mit kompletten Lockdowns bekämpft werden. Diese beeinträchtigen die wirtschaftliche Entwicklung. Für 2022 wird mit einer etwas weniger dynamischen Entwicklung gerechnet.

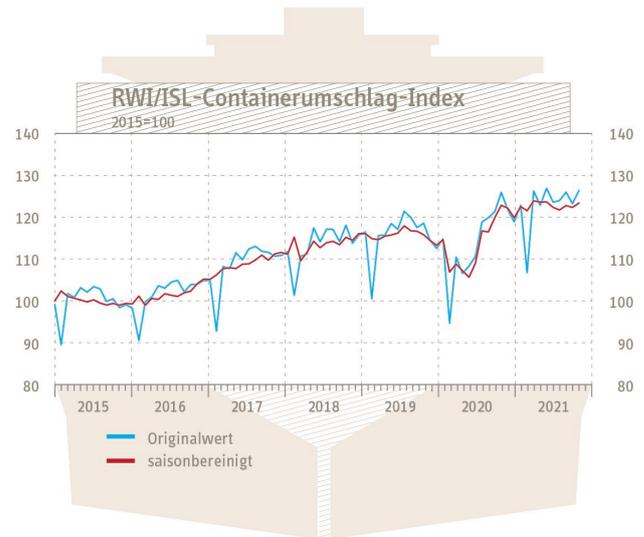
Auch die USA wachsen, getrieben vom privaten Konsum, sehr kräftig. Da es so aussieht, dass zumindest Teile von Bidens Investitionsprogrammen realisiert werden können, dürfte das Wachstum im nächsten Jahr andauern. **Auch die Eurozone wächst voraussichtlich mit fünf Prozent durchaus stark,** steckt aber noch im Aufholprozess. Nach dem starken Rückgang des BIP um minus 6,3 Prozent 2020 kann das Vorkrisenniveau in diesem Jahr noch nicht wieder erreicht werden.



Anteile an der Weltwirtschaftsleistung 2020 (IWF, World Economic Outlook, Oktober 2021):
USA: 24 Prozent, Europäische Union: 17,9 Prozent, China: 17,4 Prozent, Restliche Welt: 39,9 Prozent
Quelle: IWF, Oktober 2021 (* = Prognose)

Grafik: IG Metall, Koordination Branchenpolitik

Mit der wirtschaftlichen Erholung legte auch der Welthandel wieder rasant zu. Mit Blick auf den weltweiten Containerumschlag erfolgte das Wachstum bereits in der zweiten Jahreshälfte 2020. Ende des letzten Jahres wurden die Vorkrisenwerte übertroffen. Im Jahresverlauf 2021 gab es dann keinen weiteren Anstieg mehr. **Allerdings haben sich die Handelsströme in der Pandemie verändert und mehrere chinesische Häfen wurden wegen Corona-Fällen zeitweise komplett geschlossen.** US-amerikanische Häfen leiden zum Teil unter Arbeitskräftemangel und der schnelle Anstieg des Handels sorgte zusätzlich für Probleme.



Eigene Schätzungen nach Angaben für 91 Häfen; Oktober 2021: Schnellschätzung.

Die weltweite Schiffslogistik funktioniert derzeit nicht mehr reibungslos. „Nach wie vor stauen sich die Frachter gleichzeitig vor den großen Seehäfen Chinas und der USA in besorgniserregendem Ausmaß“, sagt Vincent Stamer vom Kieler Institut für Weltwirtschaft (04.11.2021, Kiel Trade Indicator). Danach stecken neun Prozent der weltweiten Frachtkapazitäten in vier großen Staus fest. Container sind knapp und die Frachtraten steigen kräftig an. In Vorkrisenzeiten kostete der Container von Rotterdam nach Shanghai 1.000 bis 2.000 US-Dollar. Im Juni 2021 mussten dafür 12.000 US-Dollar bezahlt werden (neopresse.com).

1.2 Gebremste Erholung in Deutschland

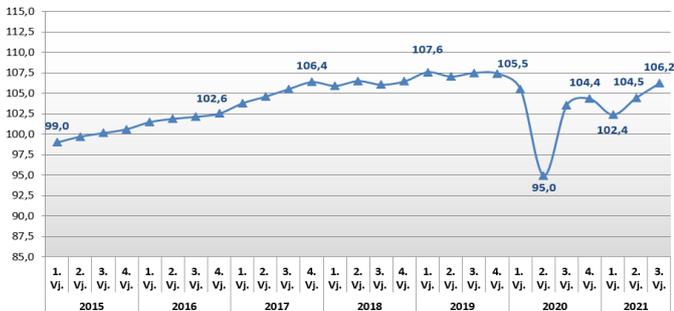
Auch in Deutschland ist die Entwicklung aufwärtsgerichtet. Der wirtschaftliche Verlauf ist dabei stark vom Pandemiegeschehen geprägt. Mit der dritten Welle und dem damit verbundenen Lockdown sank die Wirtschaftsleistung im ersten Quartal 2021. **Durch diesen Rückschlag erfolgte die wirtschaftliche Erholung nicht so schnell, wie es nach dem starken Wachstum im zweiten Halbjahr 2020 zunächst erwartet wurde.** Im zweiten und dritten Quartal legte die Wertschöpfung wieder zu. Das Vorkrisenniveau wurde aber noch nicht wieder erreicht; wir sind auf dem Weg aus der Krise. Offen ist derzeit,



wie die wirtschaftlichen Aktivitäten auf die derzeit grassierende vierte Welle der Pandemie reagieren werden. Ein allgemeiner Lockdown soll vermieden werden, was der wirtschaftlichen Entwicklung zugutekommen wird.

Entwicklung des realen BIP

Index 2015=100, Quartalsdaten saison- und kalenderbereinigt



Quelle: Statistisches Bundesamt

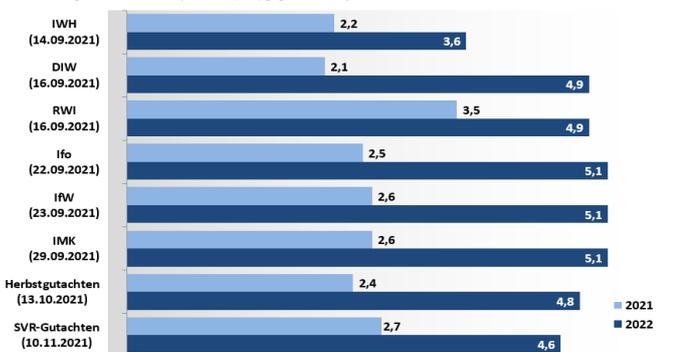
Grafik: IG Metall, Koordination Branchenpolitik

Auf das ganze Jahr gerechnet erwarten die Wirtschaftsforschungsinstitute in ihren aktuellen Prognosen ein Wachstum zwischen 2,2 und 2,7 Prozent. Damit ist Deutschland klar auf dem Weg der wirtschaftlichen Erholung, aber diese Erholung fällt schwächer aus als in anderen Ländern. Nicht nur in den USA entwickelt sich die Wirtschaft viel dynamischer. Auch die IWF-Prognose für die Eurozone liegt mit fünf Prozent BIP-Wachstum weit darüber.

Dabei waren die Erwartungen für Deutschland noch im Sommer positiver. In der Gemeinschaftsdiagnose vom April waren es plus 3,7 Prozent. Im Herbstgutachten (Gemeinschaftsdiagnose) vom 13.10. wird für 2021 ein Wachstum von 2,4 Prozent prognostiziert. Auch alle anderen Prognosen wurden nach unten korrigiert. Vor allem die Industrieproduktion entwickelt sich schwächer, als zunächst erwartet. In der M+E-Industrie war die Produktion im September 2021 im Vergleich zum September 2020 um 3,6 Prozent gesunken. Nach den Prognosen wird die wirtschaftliche Erholung allerdings nicht schwächer ausfallen als ursprünglich erwartet, sie verschiebt sich nur in das nächste Jahr. Für 2022 wurden die Erwartungen kräftig nach oben korrigiert. Einige Institute rechnen sogar mit einem Wachstum von mehr als fünf Prozent.

Institutsprognosen für 2021 und 2022

Veränderung des Bruttoinlandsprodukts (real) gegenüber Vorjahr in Prozent



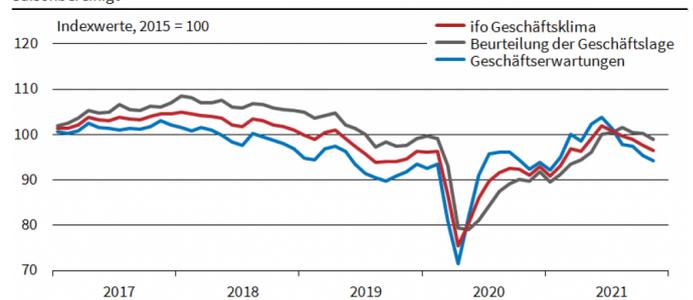
Quelle: Prognosen der Institute

Grafik: IG Metall, Koordination Branchenpolitik

Der stockende Aufschwung zeigt sich auch in der Stimmungslage, wie sie vom ifo Institut erhoben wird. Die Einschätzung der Geschäftslage verschlechtert sich leicht, die Beurteilung bewegt sich aber auf dem gleichen Niveau wie vor der Krise. Doch die Unternehmen sind nicht mehr so optimistisch. Die Erwartungen für die nächsten sechs Monate verschlechtern sich seit Juli kontinuierlich, der Rückgang hat sich zuletzt sogar noch verstärkt. Am stärksten verschlechtert hat sich in den vergangenen Monaten das Geschäftsklima im Verarbeitenden Gewerbe, allerdings ist es immer noch relativ positiv. Dienstleistungen und Handel sind pessimistischer gestimmt, das Geschäftsklima hat sich aber weniger verschlechtert. Die negativsten Einschätzungen hat das Bauhauptgewerbe. Hier verbessert sich das Geschäftsklima allerdings seit Monaten.

ifo Geschäftsklima Deutschland*

Saisonbereinigt



*Verarbeitendes Gewerbe, Dienstleistungssektor, Handel und Bauhauptgewerbe.

Quelle: ifo Konjunkturumfragen, November 2021.

© ifo Institut

Mit der wirtschaftlichen Erholung gingen auch die Kurzarbeiterzahlen zurück. Auf dem Höhepunkt der Krise waren sechs Millionen Menschen in Kurzarbeit. Bis in den Mai 2021 lag die Zahl über zwei Millionen. Danach schrumpfte sie bis zum Oktober. Nach ersten Schätzungen des ifo Instituts stiegen sie im November erstmals wieder an, von knapp 600 Tausend im Oktober auf 608 Tausend. Von der aktuellen Zunahme ist vor allem die Industrie betroffen: Hier erhöhte sich die Zahl der Kurzarbeitenden von gut 270 Tausend im Oktober auf über 300 Tausend im November. Die fehlenden Zulieferungen haben ihre Spuren auf dem Arbeitsmarkt hinterlassen.

ifo-Schätzung* der Kurzarbeit in der Gesamtwirtschaft und im Verarbeitenden Gewerbe

in Millionen Personen



*April 2020 bis Mai 2021 endgültige Zahlen der BA, Juni bis August: Hochrechnungen der Bundesagentur für Arbeit

Schätzungen des ifo Instituts ab September 2021

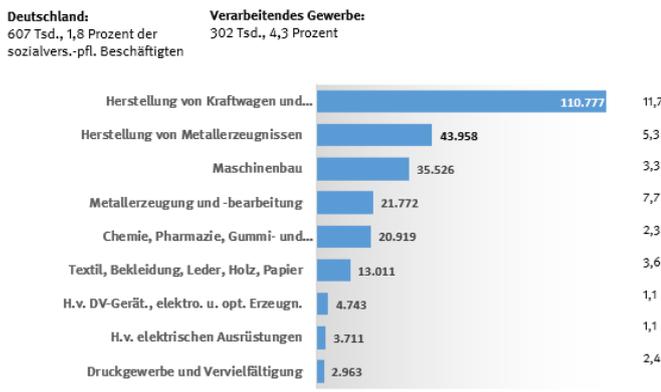
Quelle: ifo, Statistik der Bundesagentur für Arbeit, Dezember 2021

Grafik: IG Metall, Koordination Branchenpolitik



Besonders stark betroffen war die Autoindustrie. Über 110.000 oder 12 Prozent der Beschäftigten mussten hier in Kurzarbeit gehen. Relativ gesehen lagen die Metallherzeugung und -bearbeitung mit 7,7 Prozent Anteil auf dem zweiten Rang. Absolut betrachtet war die Zahl der Kurzarbeitenden bei den Herstellern von Metallherzeugnissen mit knapp 44.000 am zweithöchsten. Das bedeutet einen Anteil von immerhin 5,3 Prozent. Im Maschinenbau waren es immerhin noch über 35.000 oder 3,3 Prozent aller Beschäftigten.

ifo-Schätzung der Kurzarbeit nach Wirtschaftsbereichen im November 2021
Anzahl der Kurzarbeitenden, Anteil in Prozent der sozialvers.-pfl. Beschäftigten



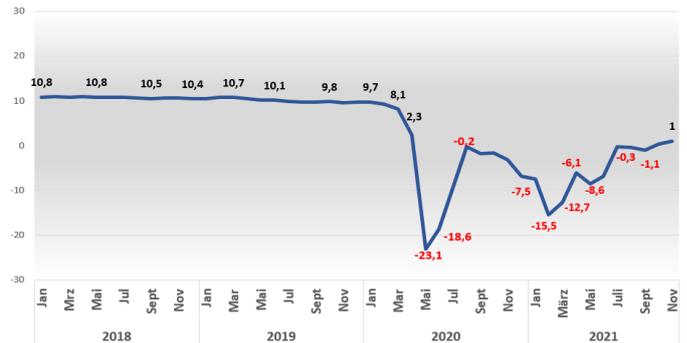
Quelle: Ifo-Institut, Dezember 2021 Grafik: IG Metall, Koordination Branchenpolitik

1.3 Hohe Ersparnis und Versorgungengpässe bremsen Konjunktur

Einer der Gründe, warum die Konjunkturerholung zäher verläuft als zunächst erwartet, ist der weiterhin schwächelnde private Konsum. In der Krise war die private Konsumnachfrage viel stärker zurückgegangen als die Einkommen. Teilweise waren im Lockdown schlichtweg Konsummöglichkeiten nicht gegeben, zum anderen Teil hat die Verunsicherung über die weitere Entwicklung zur Konsumzurückhaltung geführt. Diese Entwicklung drückt sich in der hohen Ersparnisbildung aus. **In den Jahren vor der Krise lag die Sparquote (Anteil der Ersparnis am verfügbaren Einkommen) im zweiten Quartal bei jeweils etwas über zehn Prozent. Im zweiten Quartal 2020, im Lockdown, verdoppelte sich die Sparquote fast auf 19,8 Prozent.** Danach ging die Sparneigung zwar etwas zurück, die Sparquote lag im zweiten Quartal 2021 mit 16,3 Prozent aber immer noch weit über dem Vorkrisenniveau.

Spiegelbildlich zur Sparneigung lässt sich die Konsumneigung am Konsumklimaindex ablesen. Dieser entwickelt sich entlang des Pandemiegeschehens. Mit dem zweiten großen Lockdown im Winter/Frühjahr 2021 ging er noch einmal kräftig zurück. Danach erholte er sich, blieb aber noch weit vom Vorkrisenniveau entfernt. Ob er mit der vierten Welle in diesem Winter wieder sinken wird, muss sich noch zeigen.

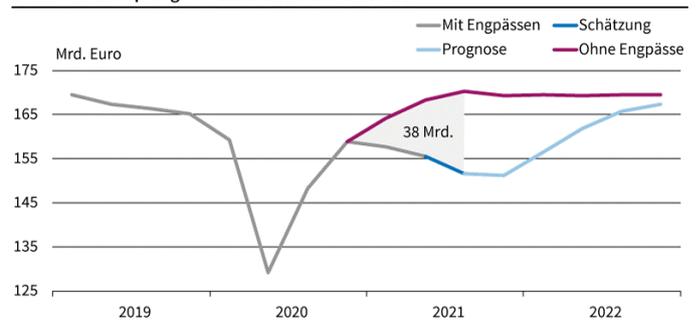
GfK-Konsumklimaindex
Saldo aus negativen und positiven Erwartungen



Quelle: GfK Grafik: IG Metall, Koordination Branchenpolitik

Eingebremst wird die wirtschaftliche Entwicklung aber vor allem durch den Mangel an Rohstoffen und Vorprodukten. Ein in dieser starken Ausprägung völlig neues Phänomen in der deutschen Ökonomie. Nach den Befragungen des ifo Instituts gab es in den letzten 30 Jahren vor der Corona-Krise nie die Situation, dass mehr als 20 Prozent der Betriebe im Verarbeitenden Gewerbe über eine Knappheit von Vorprodukten klagten. Und auch dieser Anteil wurde nur zwei Mal (2011 und 2018) erreicht. Im Jahresverlauf 2021 ging der Wert dann durch die Decke. In der Spitze im September beklagten knapp 80 Prozent die mangelnde Verfügbarkeit von Vorprodukten. Zwar ging dieser Anteil im Oktober um sieben Prozentpunkte zurück, doch angesichts des immer noch extrem hohen Wertes kann von einer wirklichen Entspannung keine Rede sein. Besonders stark betroffen waren im Oktober 2021 die Elektrischen Ausrüstungen und die Automobilindustrie, wo etwa neun von zehn Betrieben nicht genügend Vorprodukte bekamen.

Bruttowertschöpfung^a im Verarbeitenden Gewerbe



^a Preis-, saison- und kalenderbereinigt. Quelle: Statistisches Bundesamt; Berechnungen des ifo Instituts. © ifo Institut

„Obwohl die Auftragseingänge beinahe ununterbrochen gestiegen und die Auftragsbücher so voll wie selten zuvor sind, standen Lieferengpässe bei wichtigen industriellen Vorprodukten einer Ausweitung der Produktion im Wege. Damit ging Schätzungen des ifo Instituts zufolge reale Wertschöpfung im Umfang von knapp 40 Milliarden Euro verloren. Das entspricht etwas mehr als einem Prozent der gesamten Wirtschaftsleistung eines Jahres in Deutschland“ (Wollmershäuser 2021b).



Der Mangel beschränkt sich nicht auf einzelne Produkte, sondern es fehlt praktisch an allem. Bei einer nicht repräsentativen Befragung des ifo Instituts (Wohlrabe 2021) wurden (sortiert nach der Häufigkeit der Nennungen) Stahl, Elektronik, Kunststoff, Metall, Chips, Holz, Aluminium, Chemikalien ... und ganz viele andere Stoffe und Produkte genannt. Die Ursachen für diese historisch einmalige Situation sind ebenso vielschichtig. Die weiter oben schon beschriebenen Störungen im internationalen Schiffsverkehr haben einen erheblichen Einfluss. Immer wieder kam es auch zu regionalen Produktionsunterbrechungen durch Pandemieausbrüche, die bei einer weltweit steigenden Nachfrage schnell zu Angebotsengpässen führten. In vielen Fällen konnte die Produktion mit der schnell steigenden Nachfrage auch schlicht nicht mithalten.

Etwas anders ist der Fall bei der Chip-Produktion gelagert. Im Handelsblatt (10.11.2021) wurde beschrieben, wie Infineon-Chef Ploss den Weg in den Mangel sieht: „Vor der Chipkrise hatte die Autoindustrie bei ihren Zulieferern teilweise sehr kurzfristig be- und abbestellt. Beim Ausbruch der Pandemie führte die Panik in der Branche dazu, dass die Chipbestellungen schlagartig gekappt wurden. Die Chiphersteller vergaben ihre Kapazitäten an andere Kunden. Im schnellen Aufschwung der Automobilnachfrage waren dann die Chips für die Autobauer nicht mehr verfügbar.“ Die Krise wirkte zudem als Beschleuniger für die weltweite Digitalisierung. Das ließ die Nachfrage nach Halbleitern ansteigen. Die Kapazitäten werden ausgebaut, doch neue Produktionslinien entstehen nicht über Nacht. Manche befürchten, dass sich der Mangel bis in das Jahr 2023 hinziehen wird. **Verstärkt wird die Vorleistungskrise durch die fehlende Lagerhaltung und die kurzfristige Orderpolitik der Unternehmen. Dadurch sind sie extrem anfällig für solche Störungen.**

2. Inflation - ein Gespenst ist wieder da

2.1 Energie und Vorleistungen treiben die Preise

Mit der Erholung nach der Corona-Krise kommt ein Phänomen in die wirtschaftliche Entwicklung zurück, das in den letzten Jahren keine Rolle mehr gespielt hat: stark steigende Verbraucherpreise. **Im Grunde kann die Situation nicht überraschen. Auf der einen Seite zieht die Nachfrage stark an, auf der anderen Seite ist die Produktion durch Störungen in den Lieferketten begrenzt.** Steigende Nachfrage trifft also auf ein begrenztes Angebot. Als unmittelbare Folge steigen die Preise. So gehen im Jahresverlauf 2021 die Verbraucherpreise regelrecht durch die Decke. Im November betrug die Inflationsrate plus 5,2 Prozent. Eine höhere Inflationsrate gab es zuletzt im August 1993 mit plus 4,6 Prozent.

Die stark steigenden Preise sind kein deutsches, sondern ein globales Phänomen. Die anziehende Nachfrage nach der Krise

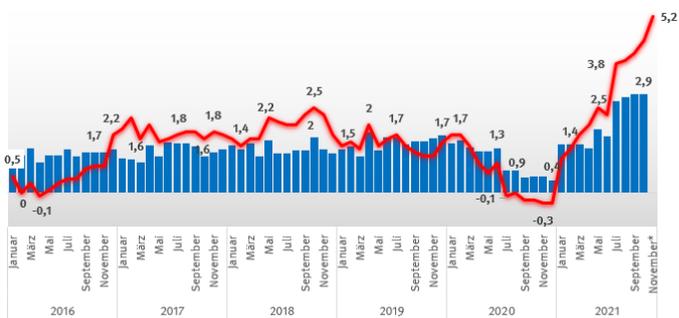
Verbraucherpreise

Veränderung zum Vorjahresmonat in Prozent, letzter Wert: November 2021

Verbraucherpreise insgesamt

Verbraucherpreise ohne Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation)

Harmonisierter Verbraucherpreisindex November* 2021: + 6,0 Prozent



Quelle: Statistisches Bundesamt, *=vorläufig

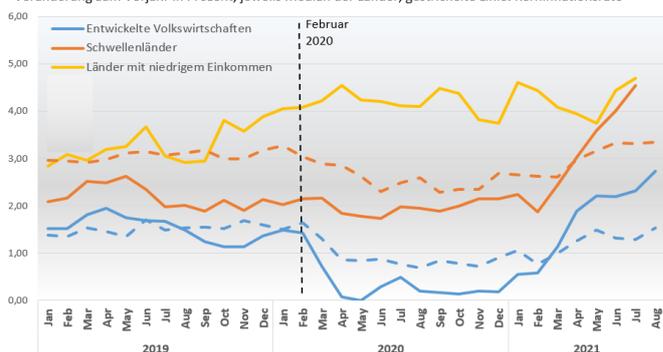
Grafik: IG Metall, Koordination Branchenpolitik

und die Probleme bei Rohstoffen und Vorprodukten sind ein weltweites Phänomen. Etwas anders verlief die Entwicklung in den Schwellenländern. Zwar steigen hier die Preise sogar am stärksten, doch dieser Prozess setzte schon vor der Pandemie ein. In den entwickelten Ländern und in den Ländern mit niedrigem Einkommen vollzog sich der dramatische Anstieg – wie auch in Deutschland – im Jahresverlauf 2021. Während der Krise, fast über das gesamte Jahr 2020, stiegen die Preise in den entwickelten Ländern fast gar nicht. Wir bewegten uns eher am Rande einer Deflation (sinkendes Preisniveau).

Deutlich zu erkennen ist auch, dass die Kerninflation in den Ländergruppen geringer war als der Verbraucherpreisanstieg. Das war 2020 noch anders, denn im letzten Jahr lag die Kerninflation noch höher als die Gesamtrate. Der globale Trend in den entwickelten Ländern verlief dabei ähnlich wie in Deutschland, wo die Kernrate mit zuletzt 2,9 Prozent auch niedriger lag als die gesamte Preissteigerung.

Verbraucherpreisanstieg nach Ländergruppen

Veränderung zum Vorjahr in Prozent, jeweils Median der Länder, gestrichelte Linie: Kerninflation



Quelle: IWF, World Economic Outlook Data, Oktober 2021

Grafik: IG Metall, Koordination Branchenpolitik

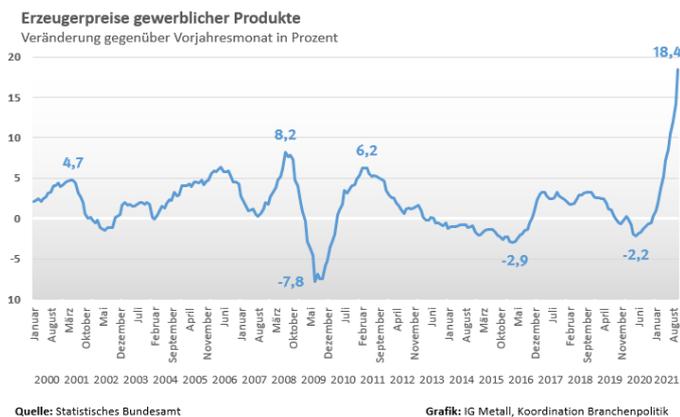
Das Auseinanderfallen von Kernrate und gesamter Inflation zeigt die wichtige Rolle der Energiepreise für die Gesamtentwicklung. Aber auch andere Rohstoffe waren Preistreiber. Nach Angaben der OECD (2021) lagen die globalen Rohstoffpreise im Sommer 55 Prozent über dem Vorjahresniveau. Auch bei der Lebensmittelproduktion kam es zu wetterbedingten Ausfäll-



len, was für Knappheiten sorgte und die Preise steigen ließ. Die Probleme in der Handelslogistik waren ebenfalls starke Preistreiber. Die weltweiten Containerfrachtraten lagen im September 2021 zwei bis dreimal so hoch wie ein Jahr zuvor.

Für Deutschland lässt sich die große Bedeutung importierter Rohstoffe für die Preissteigerung an den Importpreisen ableiten. Insgesamt legten die Importpreise im September 2021 gegenüber dem September 2020 um 17,7 Prozent zu (Destatis). Dabei gab es aber riesige Unterschiede zwischen den einzelnen Produkten. Vor allem die Energieimporte verteuerten sich enorm. Erdgas erhöhte sich um 170,6 Prozent, Mineralölerzeugnisse immerhin noch um plus 78,7 Prozent. Auch Metalle wurden teurer. Importiertes Roheisen, Stahl und Ferrolegierungen stiegen im Preis um 60,9 Prozent. Zudem legten manche Lebensmittel überproportional zu. Getreideimporte stiegen um 30,3 Prozent im Preis. Dagegen waren die Preissteigerungen bei Investitionsgütern (plus 2,7 Prozent), Gebrauchsgütern (plus 2,9 Prozent) und Verbrauchsgütern (plus 3,3 Prozent) sehr moderat.

Das derzeitige konjunkturelle Umfeld mit starker Nachfrage und einer eher gestörten Produktion, die diese gar nicht komplett bedienen kann, schafft gute Voraussetzungen, dass die Unternehmen den Preisdruck von der Rohstoffseite mit Preiserhöhungen an ihre Kunden weitergeben können. Damit steigen auch die **Erzeugerpreise** stark an. Im Oktober legten sie gegenüber dem gleichen Vorjahresmonat um 18,4 Prozent zu. Im September hat dieser Anstieg noch bei plus 14,2 Prozent gelegen. Ein so kräftiges Plus wie im Oktober hat es zuletzt im November 1951 gegeben. Dies spricht dafür, dass auch bei den **Verbraucherpreisen** das Ende der Fahnenstange noch nicht erreicht ist.



Diese starken Preisanstiege sind zunächst die Werte für einzelne Monate. **Auf das ganze Jahr gerechnet fallen sie deutlich geringer aus.** In einem Punkt muss die Preisdynamik im Herbst 2021 relativiert werden. Verschiedene Sondereffekte spielen dabei auch eine Rolle. Die zeitweilige Absenkung der Mehrwertsteuer 2020 führte mit der Umstellung auf den normalen Satz 2021 zwangsläufig zu einer Preiserhöhung. Auch die Ausweitung der CO₂-Bepreisung Anfang 2021 hat die Preise administrativ in die Höhe getrieben.

Da die Energiepreise einen wesentlichen Anteil an den steigenden Verbraucherpreisen haben, lohnt ein Blick auf den Ölmarkt im vergangenen Jahr. **Am Anfang der Ölpreisentwicklung stand im Winter der Konflikt zwischen den beiden größten Förderländern Saudi-Arabien und Russland.** Sie konnten sich auf keine Fördermengen verständigen. Schließlich wurde die Produktion hochgefahren, um die amerikanischen Schieferölproduzenten durch Preisdruck aus dem Markt zu drängen. Diese Entwicklung fiel zusammen mit dem praktisch weltweiten Shutdown und dem daraus folgenden Einbruch bei der Ölnachfrage. Der Ölpreis stürzte in den Keller.

„Innerhalb von fünf Wochen sollten die Ölpreise nicht nur fallen. Schreckliche vierundzwanzig Stunden lang, in denen sich die überschüssigen Rohölvorräte in den Lagern in den Vereinigten Staaten anhäuferten, sollte der Preis für Terminkontrakte in den negativen Bereich abstürzen.“

Adam Tooze (2021, S. 95)

Die sinkenden Ölpreise 2020 sind die Basis für die später ansteigenden Preise. Der Bezug der Verbraucherpreise auf das Vorjahr, also 2020, führt zu erheblichen Basiseffekten. Ohne die teilweise sinkenden Preise letztes Jahr wäre der derzeitige Preisanstieg schon rein rechnerisch kleiner ausgefallen.

„Ohne die kräftigen Preisrückgänge im Vorjahr hätte die Inflationsrate im August bei gerade mal 2,3 Prozent gelegen und wäre damit spürbar niedriger als die tatsächlich gemessenen 3,9 Prozent. Die Differenz in Höhe von 1,6 Prozentpunkten ist damit vollständig auf die niedrigen Vorjahrespreise zurückzuführen.“

Timo Wollmershäuser (2021a, S. 8/9)

2.2 Ist die Inflation zurück – oder nur eine temporäre Entwicklung?

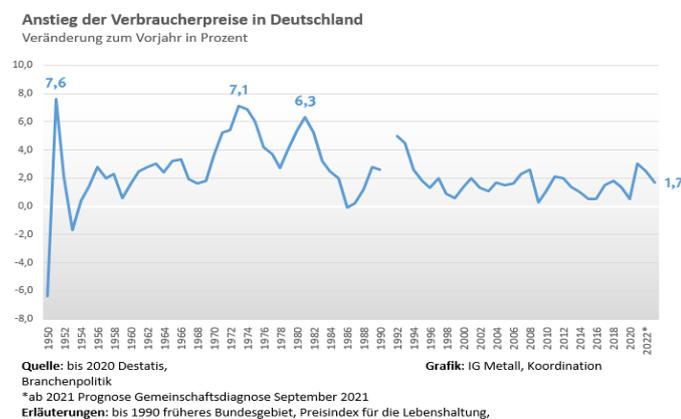
Langfristig ist eine höhere Inflation ein seltenes Phänomen. **In der Geschichte der Bundesrepublik gab es nur eine Phase mit sehr hohen Preissteigerungsraten: Das waren die siebziger Jahre.** Auch damals wurde diese Entwicklung durch einen starken Anstieg der Ölpreise eingeleitet. Die Inflationsrate war aber damals viel höher als heute, in der Spitze lag der Jahresdurchschnittswert über sechs Prozent!

Da in dieser Zeit die steigenden Ölpreise nicht nur zu höheren Verbraucherpreisen, sondern auch zu einem schwächeren Wirtschaftswachstum führten, wurde damals der Begriff der **Stagflation** geprägt. Das Kunstwort ist aus den Begriffen Stagnation und Inflation zusammengesetzt. In dieser Zeit kam es zu einem starken Anstieg der Arbeitslosigkeit, erstmals seit der



unmittelbaren Nachkriegszeit wurden 1973 mehr als eine Million Arbeitslose in Deutschland registriert.

Im Verlauf der achtziger Jahre schwächten sich die Inflationsraten deutlich ab. Nur im Vereinigungsboom Anfang der neunziger Jahre stieg sie kurzfristig wieder etwas stärker an. Seitdem war das Problem der Inflation nicht mehr virulent. Im langfristigen Vergleich sind auch die derzeitigen Preissteigerungen noch keineswegs dramatisch. Trotzdem wird in der aktuellen Debatte immer wieder das Gespenst der Stagflation beschworen. Doch die Befürchtungen sind übertrieben, die Zeiten nicht vergleichbar. Von den damaligen Preissteigerungen sind wir weit entfernt: „Als Stagflation bezeichnete man die Entwicklungen in den 1970er und 1980er Jahren. Damals waren die Inflationsraten in einigen EU-Ländern über Jahre hinweg zweistellig. Ich kann nicht sehen, dass wir wieder ähnliche Probleme bekommen werden“ Peter Bofinger (2021).



Auch eine längerfristige Schwäche beim Wirtschaftswachstum zeichnet sich nicht ab, wie die oben beschriebenen Prognosen zeigen: „Aber mit Stagflation haben wir es aktuell längst nicht zu tun. Die meisten Volkswirtschaften schließen beim

Wachstum ja wieder zu dem Trend aus der Zeit vor der Corona-Pandemie auf“ OECD-Chefökonomin Laurence Boone (Handelsblatt vom 12.11.2021).

Nicht nur in der aktuellen Lage, auch generell können steigende Rohstoffpreise eine wichtige Ursache für höhere Inflationsraten darstellen. Phasen mit über Jahren stark steigenden Rohstoffpreisen werden als ‚Superzyklus‘ bezeichnet. Das HWWI identifiziert in der Zeit seit dem zweiten Weltkrieg zwei Superzyklen. Der erste betraf die Aufbauphase nach dem Krieg. Wiederaufbau und einsetzendes Wachstum trieben die Nachfrage nach Rohstoffen nach oben. Diese Periode ging bis Anfang der 1980er Jahre. In diesen Zyklus fiel auch noch die erste Ölkrise.

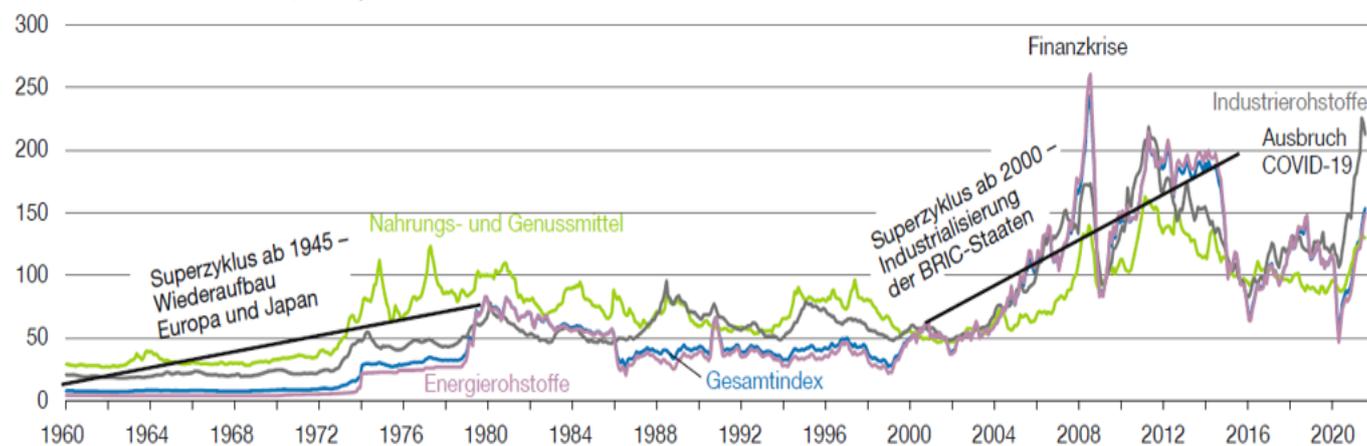
Der zweite Zyklus umfasste ungefähr die ersten fünfzehn Jahre dieses Jahrtausends. Als Ursache dafür wird die Industrialisierung der BRIC-Staaten (Brasilien, Russland Indien, China) gesehen. Auch das führte zu einem starken Nachfraganstieg bei Rohstoffen und dementsprechenden Preissteigerungen.

Das Ende des ersten Superzyklus fällt tatsächlich mit dem Rückgang der Preissteigerungsraten in den achtziger Jahren zusammen. Das Auslaufen des Superzyklus war aber längst nicht der einzige Faktor, der zur Überwindung der Inflation führte. Die in dieser Zeit stark zunehmende Globalisierung hat den Wettbewerbsdruck erhöht. In vielen Industriezweigen entstanden neue Produktionsstätten in Staaten mit sehr niedrigen Löhnen, die den Preiswettbewerb angeheizt haben. Außerdem hat die Geldpolitik die Inflation in den achtziger Jahren massiv bekämpft (das Zusammenspiel von Geldpolitik und Inflation ist in den nächsten beiden Kapiteln ausführlich beschrieben.)

Der zweite Superzyklus hatte dann, zumindest für Deutschland, keine Auswirkungen mehr auf die Verbraucherpreise. Auch die nach Abschluss des Zyklus sogar stark sinkenden Rohstoffpreise haben sich in Deutschland nicht auf der Verbraucherpreis-

Langfristige Entwicklung der HWWI-Rohstoffpreisindizes

Monatliche Indexwerte auf US-\$-Basis, 2015=100



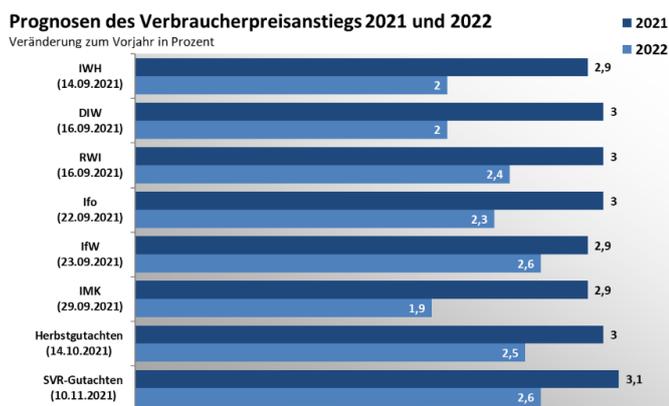
Quelle: Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut (HWWI).



ebene niedergeschlagen. Aktuell sind dagegen die Verbraucherpreise vor allem von den Rohstoffpreisen getrieben. Das hat zu der Debatte geführt, ob die derzeitige Entwicklung nur ein kurzzeitiger Effekt oder der Beginn eines neuen Superzyklus darstellt. Zumeist mit der Dekarbonisierung der Wirtschaft die Nachfrage nach einigen Rohstoffen (z.B. Lithium, Kobalt, Kupfer) langfristig stark zunehmen wird. Sicher ist diese Frage nicht zu beantworten, die Rohstoffexpert*innen des HWWI sind aber eher skeptisch. „Ob diese Entwicklungen ausreichen, um einen neuen Superzyklus anzustoßen, ist daher derzeit noch fraglich“ (Wellenreuther 2021).

Die Nachfragedynamik kann ebenfalls zu weiter hohen Inflationsraten führen. Mehr noch als die öffentlichen Konjunkturprogramme würde auch die Auflösung des Konsumstaus die weitere Nachfrage anheizen und damit die Konjunktur stützen. Die Preisentwicklung könnte damit einen weiteren Schub bekommen. Vor allem, wenn die angebotsseitigen Engpässe länger anhalten, als bisher erwartet. Bernoth/Ider (2021) schätzen die überschüssigen Ersparnisse in der Eurozone bis einschließlich zweites Quartal 2021 auf 650 Milliarden Euro. „Inwieweit sich der Nachholbedarf auf die Inflation auswirkt, hängt jedoch stark davon ab, wie viel und wie schnell von den überschüssigen Ersparnissen in den kommenden Quartalen ausgegeben wird“ (Bernoth/Ider 2021, S. 699). Weil vor allem Dienstleistungen pandemiebedingt nicht genutzt werden konnten und diese kaum nachzuholen sind, halten sie diesen Effekt für gering. Stärker wird der Ersparnisüberhang zu erhöhten Vermögenspreisen führen.

Die Wirtschaftsforschungsinstitute sind sich aber einig, dass weder die beschriebenen Effekte noch mögliche Zweitrunderffekte bei den Löhnen zu dauerhaft höheren Preissteigerungsraten führen. **Alle prognostizieren für 2022 eine gegenüber 2021 deutlich sinkende Inflationsrate, die nur noch zwischen 1,9 und 2,6 Prozent liegen soll.**



Quelle: Prognosen der Institute

Grafik: IG Metall, Koordination Branchenpolitik

Der Sachverständigenrat sieht die Risiken, dass tendenziell die Preissteigerungen in den nächsten Jahren etwas höher ausfallen als in der jüngeren Vergangenheit. Neben dem lang-

fristigen Preisanstieg bei einigen Rohstoffen werden stärkere Lohnerhöhungen durch den demografischen Wandel (Fachkräftemangel) und eine beginnende Umkehr der Globalisierung als Risikofaktoren gesehen (SVR 2021, S. 25). Noch nicht in der Debatte berücksichtigt sind die Kosten des ökologischen Umbaus, die ebenfalls die Preisdynamik befeuern dürften.

Langfristig könnten diese Effekte zu einer etwas höheren Inflationsrate führen, aber nicht zu dramatischen Preissteigerungen. Traut/Mütze (2021) rechnen aus diesen Gründen damit, dass in den nächsten fünf Jahren die Verbraucherpreise in Deutschland um jährlich mindestens zwei Prozent steigen werden und auch längere Überschreitungen dieses Wertes möglich sind.

3. Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank vor neuen Herausforderungen

„(1) Das vorrangige Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken (im Folgenden „ESZB“) ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union, um zur Verwirklichung der in Artikel 3 des Vertrags über die Europäische Union festgelegten Ziele der Union beizutragen.“

Artikel 127, Vertrag über die Arbeitsweise der EU

Zuständig für die Preisniveaustabilität in der Europäischen Währungsunion ist die EZB. Schon in der Vergangenheit gab es insbesondere in Deutschland Kritik an einer zu lockeren Geldpolitik. Mit der zunehmenden Preisdynamik hat diese Kritik zugenommen. Die im Sommer 2021 beschlossene grundsätzliche Neuausrichtung der geldpolitischen Strategie der EZB soll die Wirksamkeit der Geldpolitik verbessern, indem sie veränderten Rahmenbedingungen Rechnung trägt. Doch: Warum war die bisherige Strategie nicht so wirksam, wie man sich das erhoffte? Welche veränderten Rahmenbedingungen sind hier gemeint und wie kann die neue Strategie dazu beitragen, das Preisniveau zu stabilisieren?

3.1 Inflationsursachen und die geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank

Dass die **Geldmenge** mit der Entwicklung des Preisniveaus zusammenhängt, gehört zu den ältesten ökonomischen Phänomenen (**ältere Quantitätstheorie**). Allerdings stammt diese Erkenntnis aus einer Zeit, als die Geld- und Finanzmärkte noch sehr unterentwickelt waren und Geld nahezu ausschließlich für Warenkäufe verwendet wurde. Höhere Preise sind nach dieser Auffassung — zumal wenn man voll ausgelastete Produktionskapazitäten unterstellt — nur über ein Anwachsen der Geld-



menge möglich. Bleibt die Geldmenge gleich, können auch die Preise nicht steigen. Auch die neuere Quantitätstheorie sieht in der Geldmengenentwicklung die entscheidende Größe bei der Erklärung der Inflation. Allerdings kann nach der **neueren Quantitätstheorie** der strenge Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisniveau kurzfristig durch Wachstums- und Beschäftigungsveränderungen ausgehebelt werden. Langfristig ist die Ausweitung der Geldmenge jedoch immer mit einem höheren Preisniveau verbunden.

„Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon.“

„Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen.“

Milton Friedman (1963)

Inflationserklärungen, die die **Ursache nicht in der Geldmengenentwicklung** sehen (**nicht-monetär**), legen den Schwerpunkt zum Beispiel auf Veränderungen der **Güternachfrage**. So steigt das Preisniveau, wenn die Güternachfrage rascher steigt als das Angebot. Andere Ansätze führen ein steigendes Preisniveau auf **höhere Kosten** (Cost-push) zurück, insbesondere dann, wenn diese nicht durch Produktivitätszuwächse ausgeglichen werden. Steigende Löhne oder teurere Vorprodukte werden nach dieser Erklärung den Kunden in Form von höheren Preisen in Rechnung gestellt, also ‚überwälzt‘. Darüber hinaus spielt auch die Marktmacht der Unternehmen eine Rolle. So geht die **Gewindruckinflation** (Profit-push) davon aus, dass bestimmte Renditeziele dann auf die Preise überwälzt werden können, wenn die Unternehmen über ausreichend Marktmacht verfügen. Profit-push und Cost-Push können sich gegenseitig verstärken, wenn es im Rahmen von Tarifverhandlungen möglich ist, auf höhere Preise mit höheren Entgelten zu reagieren (**Anspruchsinflation**). Auch die außenwirtschaftliche Entwicklung kann über den Wechselkursmechanismus bei Wertverlusten der Inlandswährung das inländische Preisniveau beeinflussen (**importierte Inflation**). Die Geldmengenentwicklung ist bei den nicht-monetären Inflationserklärungen nicht die Ursache. Allerdings kann nur dann das Preisniveau steigen, wenn die Geldmenge entsprechend ausgeweitet wird, also wenn die Geldpolitik diesen Prozess gewissermaßen ‚alimentiert‘.

Die Geldmenge und die Geldpolitik spielen folglich eine entscheidende Rolle. Und da die Zentralbank eine wichtige Akteurin bei der Steuerung der Geldmengenentwicklung ist, steht sie auch in der Verantwortung. Allerdings ist die Zentralbank nur eine von mehreren Handelnden in diesem Prozess. Die Geschäftsbanken, die Haushalte sowie die Unternehmen und der Staat beeinflussen den Geldschöpfungsprozess ebenfalls über ihre Entscheidungen Kredite an Unternehmen, Haushalte und den Staat zu gewähren bzw. diese nachzufragen und Bargeld zu halten. Das erschwert die Kontrolle der Zentralbank über die Geldmengenentwicklung. Dennoch war über lange Zeit die

Geldmenge die zentrale (Zwischen-) **Zielgröße** im Rahmen der geldpolitischen Strategien vieler Notenbanken.

Vor Gründung der Europäischen Währungsunion im Jahr 1999 herrschte ein Flickenteppich verschiedener **geldpolitischer Strategien** unter den Mitgliedsländern der Europäischen Union vor. Die **Geldmenge** spielte jedoch — in unterschiedlicher Abgrenzung — **als Zwischenziel** bei vielen Notenbanken (Deutschland, Frankreich, Italien, Griechenland) eine wichtige Rolle (Deutsche Bundesbank, 1998, S. 38). Das **Endziel der Preisniveaustabilität** sollte über einen mittleren Zeithorizont erreicht werden. Die Zielvorstellung für die Inflationsrate betrug für Deutschland 1,5 bis zwei Prozent, für Italien und Frankreich zwei Prozent und für Griechenland unter 4,5 Prozent. Für einige kleinere Länder, die sehr intensiv mit dem Ausland verflochten waren, hatte die **Wechselkursorientierung als Zwischenzielgröße** eine größere Bedeutung. Durch einen stabilen Wechselkurs (häufig gegenüber der D-Mark) sollte das inländische Preisniveau stabilisiert werden. Neben der Geldmenge und dem Wechselkurs war aber schon damals die **Strategie der direkten Inflationssteuerung** (Beeinflussung der Erwartungen auf eine Zielinflationsrate) verbreitet. Insbesondere Großbritannien wechselte 1992 zu dieser Strategie (zuvor schon Neuseeland und Kanada, 1993 Schweden und Finnland, 1994 Spanien) nachdem die Geldmengenstrategie und/oder die Wechselkursorientierung gescheitert war (Deutsche Bundesbank, 1998, S. 41). Bei diesen Ländern gab es aber teilweise für die Geldmenge und den Wechselkurs weiterhin Zwischenzielorientierungen. Die Zielinflationsrate lag für Schweden bei zwei Prozent (+/- ein Prozent) und für Finnland und Spanien bei zwei Prozent.

Der EZB-Rat einigte sich im Oktober 1998 auf die zentralen Bestandteile seiner geldpolitischen Strategie für die Europäische Währungsunion (Europäische Union 2021):

- die **quantitative Definition der Preisstabilität** (Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisanstiegs — Maßeinheit zur Ermittlung der Inflationsrate in den Mitgliedsländern der Währungsunion — unter zwei Prozent gegenüber dem Vorjahr), **sie soll mittelfristig gewährleistet werden.**

Weil die Inflationsrate nicht direkt steuerbar ist, kommt

- der Überwachung der Geldmenge bei der Beurteilung der Risiken für die Preisniveaustabilität (**monetäre Analyse**) eine große Bedeutung zu, außerdem braucht es
- eine Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung (**wirtschaftliche Analyse**).

Die **monetäre Analyse** befasst sich mit dem Zusammenhang zwischen Geldmengen- und Preisentwicklung, um möglichst frühzeitig Informationen darüber zu bekommen, ob die Übertragung der geldpolitischen Impulse über den Bankensektor an die Haushalte und Unternehmen funktioniert. Die **wirtschaftliche Analyse** bezieht sich auf die konjunkturelle Entwicklung,



die Kostensituation und die außenwirtschaftliche Lage, um Informationen über mögliche Gefahren der Preisniveaumentwicklung zu bekommen. Außerdem werden die Finanzmarktpreise und die Inflationserwartungen beobachtet und erhoben.

Im Mai 2003 bestätigte der EZB-Rat im Wesentlichen die seit Anfang 1999 geltende Strategie. Allerdings wurde das Preisstabilitätsziel präzisiert: Angestrebt wurde seitdem eine Preissteigerungsrate von unter, aber nahe zwei Prozent. Änderungen gab es zudem bei der Präsentation der geldpolitischen Entscheidungen und durch die Umstellung auf eine nicht mehr jährliche Überprüfung des Referenzwertes für das Geldmengenwachstum, um dessen längerfristige Ausrichtung zu betonen (Europäische Zentralbank 2003).

Geldpolitische Strategie des Eurosystems		
Vorrangiges Ziel: Preisniveaustabilität		
Preissteigerung unter 2 Prozent (1999), unter aber nahe 2 Prozent (von 2003 bis Sommer 2021)		
EZB-Rat trifft geldpolitische Entscheidungen auf der Grundlage einer einheitlichen Gesamtbeurteilung der Risiken für die Preisstabilität (Zwei-Säulen-Strategie)		
1. Säule	Wechselseitige Überprüfung	2. Säule
Wirtschaftliche Analyse Analyse wirtschaftlicher Entwicklungen und Schocks	↔	Monetäre Analyse Analyse monetärer Trends
Gesamtheit der zur Verfügung stehenden Informationen		

Quelle: Deutsche Bundesbank (2019)

Grafik: IG Metall, Koordination Branchenpolitik

Die Europäische Zentralbank versucht auf das Kreditvergebenverhalten der Geschäftsbanken Einfluss zu nehmen. Über die Kreditvergabe verändert sich maßgeblich die Geldmenge, denn durch die Kreditgewährung und die Gutschrift auf ein Girokonto entsteht Buchgeld, das Bestandteil der Geldmenge ist. In der Vergangenheit steuerte die Zentralbank die Kreditvergabe überwiegend durch die Veränderung des sogenannten **Leitzinssatzes**, also den Zinssatz, zu welchem sich die Geschäftsbanken kurzfristig bei der Zentralbank refinanzieren können. Die Übertragung des geldpolitischen Impulses auf die Wirtschaft und auf das Preisniveau (**Transmissionsmechanismus**) gelingt dann, wenn die Geschäftsbanken ihrerseits die Konditionen bzw. die Zinssätze für die Kreditvergabe verändern. Übertrifft zum Beispiel die Inflationsrate das Ziel der Preisniveaustabilität, so könnte die Zentralbank den Leitzins erhöhen. Daraufhin geben die Geschäftsbanken die höheren Zinsen im Idealfall an ihre Kunden weiter, was deren Kreditnachfrage mindert. In Folge sinkt die Güternachfrage, was wiederum die Preisdynamik bremst. Umgekehrt kann die Zentralbank über niedrigere Leitzinsen die Kreditvergabe sowie die Güternachfrage und damit die Preisdynamik stimulieren.

Die Veränderung des Leitzinssatzes ist aber nur ein Baustein eines sehr umfangreichen **Instrumentariums der Geldpolitik**, das die Europäische Zentralbank nutzt, um die Preisniveausta-

bilität sicherzustellen. So verlangt sie von den Geschäftsbanken eine Mindestreserve auf Zentralbankkonten zu halten. Über die Variation des Mindestreservesatzes beschränkt oder lockert sie die Kreditvergabemöglichkeiten der Geschäftsbanken. Sie vergibt Kredite an Geschäftsbanken gegen Sicherheiten (Offenmarktgeschäfte), sie ermöglicht ihnen gegen einen relativ hohen Zinssatz („Spitzenrefinanzierungsfazilität“) sich sehr kurzfristig („über Nacht“) mit Zentralbankgeld zu versorgen, oder ermöglicht gegen einen niedrigen Zinssatz („Einlagenfazilität“) überschüssige Guthaben auf Zentralbankkonten anzulegen.

Welche dieser Instrumente zum Einsatz kommen, hängt davon ab, wie ihre Wirksamkeit eingeschätzt wird. Seit der Finanzkrise kann beobachtet werden, wie die Europäische Zentralbank sehr **kreativ ihr Instrumentarium ausgeweitet** hat, um ihr Ziel der Preisniveaustabilität zu erreichen. Die Vielfalt der Maßnahmen zeugt davon, dass offenbar die Wirksamkeit des bisherigen Instrumentenkastens im Laufe der Zeit und unter dem Eindruck außergewöhnlicher Ereignisse und veränderter Rahmenbedingungen gelitten hat.

3.2 Die Bilanz der geldpolitischen Strategie der EZB

Neues Inflationsregime erzwingt Politikwechsel

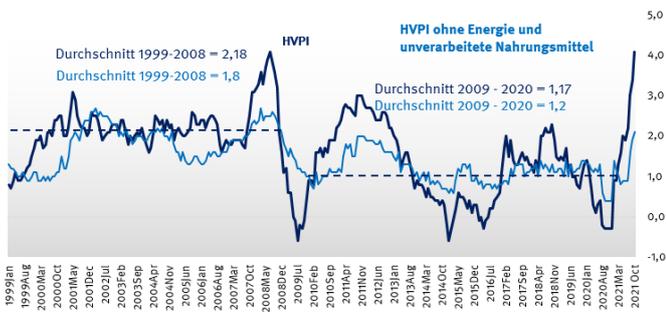
Die aktuell anziehenden Inflationsraten verzerren etwas den Blick auf die gesamte Zeitspanne, in der die Europäische Zentralbank mit ihrer Geldpolitik die Verantwortung für die Preisniveaustabilität in der Europäischen Währungsunion getragen hat. Über die letzten 20 Jahre lässt sich eher ein fallender Trend der Inflationsraten im Euroraum beobachten. Während die Europäische Zentralbank **in der ersten Dekade**, also etwa im Zeitraum **1999 bis 2008**, Instrumente einsetzen musste, um ein Überschießen der Inflationsrate über das Preisstabilitätsziel zu verhindern, war sie in der **anschließenden Phase** bemüht die Verbraucherpreise anzuschieben. Durchschnittlich stiegen zwischen 1999 und 2008 die Preise jährlich um knapp **2,2 Prozent**.

Das zweite Jahrzehnt nach der Vollendung der Währungsunion, also die Zeit nach der Finanzkrise, war geprägt von deutlich sinkenden Inflationsraten. Außer der Finanzkrise lastete die Debatte um die Schuldentragfähigkeit einzelner Euro-Mitgliedsländer sowie die anschließende **Austeritätspolitik** (Kürzung der Staatsausgaben zur Schuldenreduktion) auf der wirtschaftlichen Dynamik und den Inflationsraten. Schließlich schockte die **Covid-19-Pandemie** die Konjunktur, was den Trend fallender Inflationsraten fortsetzte. Im Durchschnitt stiegen im Zeitraum 2009 bis 2020 die (harmonisierten) **Verbraucherpreise in der Europäischen Währungsunion** nur noch um jährlich **1,7 Prozent**. In einigen Monaten sank sogar das Preisniveau gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisniveau und zwar im Sommer 2009, im Winter 2014/15, im Sommer 2016 und zuletzt im Sommer 2020. Rechnen wir die sehr stark schwankenden Energiepreise, die politischen Entscheidungen der OPEC-Staaten und massiven spekulativen Einflüssen ausgesetzt sind, sowie die Preise für Nahrungsmittel heraus, so



zeigt sich zwar ein flacherer Verlauf, aber auch für die sog. **Kerninflation** ergibt sich über den Zeitraum 1999 bis 2020 ein fallender Trend. Im Zeitraum 1999 bis 2008 betrug die durchschnittliche jährliche Kerninflation 1,8 Prozent und zwischen 2009 und 2020 stieg das Preisniveau jährlich im Durchschnitt um 1,2 Prozent.

Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) im Euroraum
Veränderung zum Vorjahresmonat in Prozent



Quelle: EZB, Data Warehouse und Deutsche Bundesbank
Grafik: IG Metall, Koordination Branchenpolitik

Die **Harmonisierten Verbraucherpreise in Deutschland** folgten einem ähnlichen Muster, was nicht überrascht, da das Gewicht der deutschen Volkswirtschaft im Euroraum sehr hoch ist. Auch in Deutschland sank die Teuerungsrate im Zeitablauf, wenn auch nicht so deutlich wie auf europäischer Ebene. Im Zeitraum 1999 bis 2008 betrug der durchschnittliche jährliche Anstieg noch 1,7 Prozent. Zwischen 2009 und 2020 sank die Rate auf nur noch 1,3 Prozent. Die Verbraucherpreise nach deutscher Berechnung, die sich hinsichtlich einzelner Aspekte von der europäischen unterscheiden (z.B. die Berücksichtigung des selbst genutzten Wohnraums, siehe hierzu auch Kapitel 3.3), entwickelten sich nahezu identisch. Nur in einzelnen Jahren kam es zu deutlicheren Abweichungen.

Verbraucherpreise und Harmonisierter Verbraucherpreisindex Deutschland
Veränderung zum Vorjahr in Prozent



Quelle: Destatis
Grafik: IG Metall, Koordination Branchenpolitik

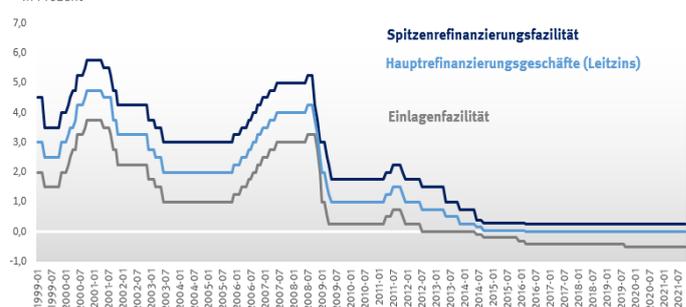
Notenbankzinssätze erreichen die Nulllinie

Die Europäische Zentralbank nutzte seit Bestehen der Währungsunion die gesamte Palette des ihr zur Verfügung stehenden **Instrumentariums**. So erhöhte sie Anfang der 2000er Jahre die Notenbankzinssätze. Sie hob **den Hauptrefinanzierungssatz** von drei Prozent nach einer vorübergehenden Absenkung

auf 2,5 Prozent auf 4,75 Prozent im Oktober 2000. Entsprechend stiegen auch der **Spitzenrefinanzierungssatz** und der Einlagensatz. Damit veränderte sie die Refinanzierungskosten der Banken, um die Kreditvergabe durch die Geschäftsbanken sowie die Konjunktur und damit auch den Preisauftrieb zu bremsen. Ende 2005 wiederholte sich das Szenario bis zum Ausbruch der Finanzkrise. Anschließend ist ein dramatischer Rückgang der Notenbankzinssätze zu beobachten. Auf die — zu frühe — Anhebung der Zinssätze ab Mitte 2011 folgte rasch der Rückzug.

Der Hauptrefinanzierungssatz bewegt sich nun schon seit März 2016 und damit seit über fünf Jahren entlang der Null-Linie. Der **Einlagenzinssatz** sank bereits im Juni 2014 in den negativen Bereich. Geschäftsbanken müssen dafür bezahlen, wenn sie Guthaben auf Konten bei der Zentralbank halten. Auf diese Weise versucht die Notenbank die Geschäftsbanken dazu zu bewegen, ihrerseits die Kreditkonditionen attraktiver zu gestalten, um die Kreditvergabe und -aufnahme anzuregen. Letztlich stützt sie damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, was bei zunehmender Auslastung der Produktionskapazitäten zu höheren Inflationsraten führt. Doch die Bemühungen verfangen wenig. Zuletzt stand die Corona-Krise einer umfassenden Belebung im Weg.

Zentralbankzinssätze
in Prozent



Quelle: Deutsche Bundesbank
Grafik: IG Metall, Koordination Branchenpolitik

Mit Kommunikation und Anleihekäufen gegen Disflation

Mit Erreichen der effektiven Zinsuntergrenze war das **Instrumentarium der konventionellen Geldpolitik ausgeschöpft**. Negative Zinsen sind nur begrenzt durchsetzbar, weil zum Beispiel mehr Bargeld gehalten wird. Deswegen bediente sich die EZB neben der schrittweisen Absenkung der Notenbankzinssätze weiterer Instrumente, um in der Finanzkrise eine Kreditklemme zu verhindern, den Finanzmarkt zu stabilisieren und die Inflationsrate in die Nähe ihres Zielwertes von nahe, aber unter zwei Prozent zu bewegen. So bekamen die **Geschäftsbanken Liquidität zugeteilt**, damit sie nicht in Zahlungsnot gerieten. Die drohte, weil ein massiver Vertrauensverlust unter den Geschäftsbanken um sich griff und diese sich immer weniger auf dem Interbankenmarkt gegenseitig Kredite gewährten. Darüber hinaus änderte die EZB ihre **Kommunikationsstrategie**. Im Juli 2013 ging sie dazu über, die Öffentlichkeit gezielt über die längerfristige Ausrichtung der Geldpolitik zu



unterrichten, um damit Vertrauen zu schaffen und Einfluss auf die Erwartungen zu nehmen (**Forward Guidance**).

Seit Juli 2009 legte das Eurosystem mehrere Programme auf, die den **Ankauf von Wertpapieren** beinhalteten. Der Grund für den Instrumentenwechsel der EZB bestand darin, dass die Notenbankzinsen sich immer mehr der (effektiven) Zinsuntergrenze näherten. Um die Wirksamkeit der Geldpolitik zu stärken, konzentrierte sie sich deshalb zunehmend auf die direkte Intervention auf den Finanzmärkten, die sich nicht nur auf den Erwerb von Staatsanleihen beschränkte, sondern auch den **Kauf von Unternehmensanleihen** ermöglichte (Corporate Sector Purchase Programme – CSPP ab 2016). Durch den Ankauf von festverzinslichen Wertpapieren steigt deren Kurswert und damit sinkt die Rendite, also die Effektivverzinsung, die sich aus der gleichbleibenden Zinsvergütung und der Differenz zwischen dem (gestiegenen) Kaufpreis und dem Rückzahlbetrag am Laufzeitende ergibt. Das Zinsniveau sinkt und ermöglicht Kreditaufnahmen, bzw. Neu-Emissionen zu ebenfalls niedrigeren (Coupon-)Zinssätzen. Die günstigen Finanzierungskosten sollen die Güternachfrage stimulieren und das inländische Preisniveau erhöhen. Gleichzeitig führt das sinkende inländische Zinsniveau dazu, dass ausländische — höher verzinst — Kapitalanlagen attraktiver werden und mehr finanzielle Engagements im Ausland eingegangen werden. Damit verbunden ist eine Abwertung der Inlandswährung, was wiederum durch teurere Importe die Inflationsrate nach oben treibt.

Den Beginn der Wertpapierankäufe machte 2009 das **Covered Bond Purchase Programme (CBPP)**, das den Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen beinhaltete und ebenfalls der Refinanzierung der Banken diente. Ihm folgten zwei weitere entsprechende Formate bis Oktober 2014. Für Aufsehen sorgte im Mai

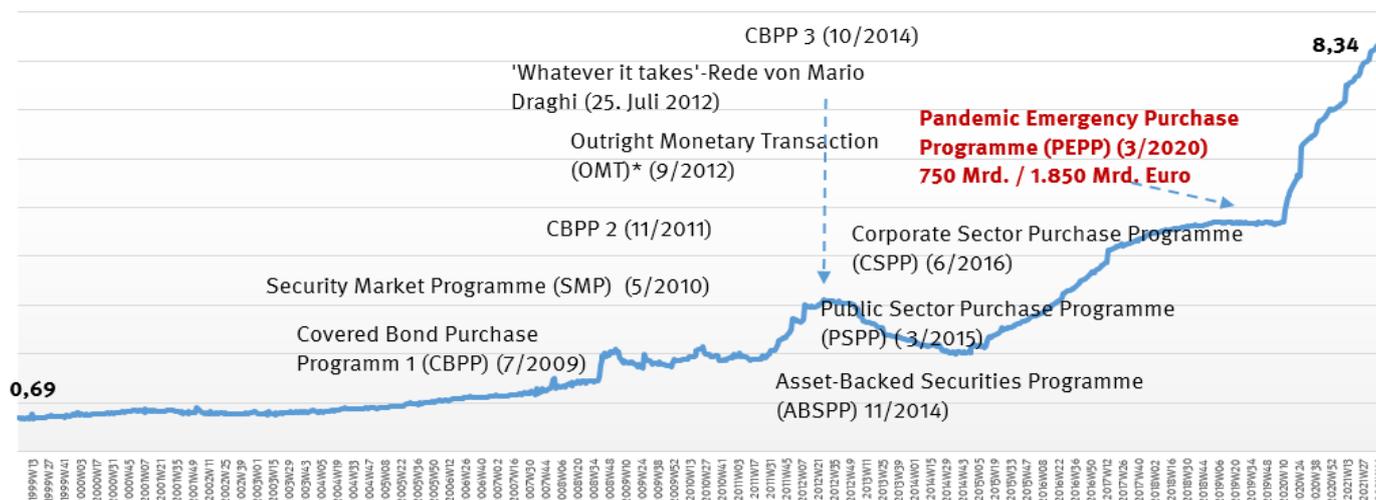
2010 das **Security Market Programme (SMP)**, das den gezielten Ankauf von im Umlauf befindlichen Anleihen bestimmter Euro-Staaten vorsah, um ‚Störungen im geldpolitischen Transmissionsmechanismus‘ zu bekämpfen. Beendet wurde es im September 2012, als das **Outright Monetary Transactions-Programme (OMT)** beschlossen, aber letztlich nie in Anspruch genommen wurde. Damit verbunden waren Auflagen für die Staaten im Rahmen des EFSF-/ESM-Programms (vorübergehender Euro-Schutzschirm und dauerhafter Europäischer Stabilitätsmechanismus). Hilfreich war die dem OMT-Programm vorausgegangene Ankündigung von **Mario Draghi**, alles zu tun, was nötig sei, um die Wirksamkeit der Geldpolitik sicherzustellen (**Whatever-it-takes!**). Damit beruhigten sich zunächst die spekulativen Attacken auf die Anleihen einzelner Mitgliedsstaaten mit hoher Staatsverschuldung, die die Risikozuschläge so hochtrieben, dass diese quasi von den Finanzmärkten abgeschnitten wurden.

Im März 2015 beschloss der EZB-Rat eine weitere geldpolitische Lockerung mit dem Programm zum Ankauf öffentlicher Anleihen an den Sekundärmärkten, das **Public Security Purchase Programme (PSPP)**. Seit November 2015 gilt dafür eine Obergrenze von einem Drittel aller öffentlichen Anleihen eines Mitgliedlandes. Damit bleibt ein Schuldenschnitt mit Einverständnis von zwei Dritteln der Gläubigern möglich. Die EZB dürfte diesem nicht zustimmen, da er als illegale Staatsfinanzierung angesehen werden könnte und laut EU-Verträgen nicht zulässig ist.

Der Ankauf von Staatsanleihen des Eurosystems stand von Anfang an in der Kritik und war Ziel verschiedener Klagen, die hierin eine Umgehung des Verbots der monetären Haushaltsfinanzierung sahen und die den Übergang in eine ‚Transferunion‘ mit Gemeinschaftshaftung verhindern wollten. Alle Klagen wurden bislang vom Europäischen Gerichtshof negativ be-

Bilanzsumme der Europäischen Zentralbank und Ankaufprogramme

in Billionen Euro, Kalenderwochen 01/1999 bis 41/2021, Monat des Ankaufbeginns



* bislang nicht in Anspruch genommen

Quelle: Europäische Zentralbank, Data Warehouse

Grafik: IG Metall, Koordination Branchenpolitik



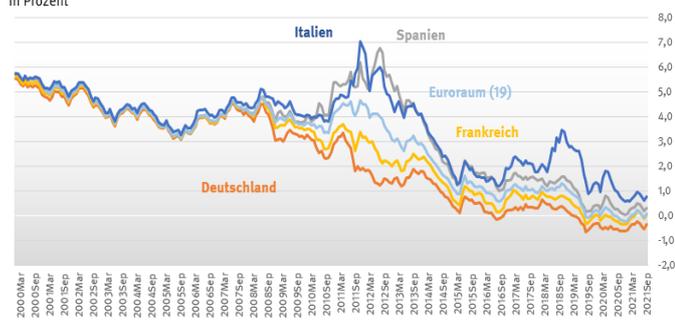
chieden. Das volumenmäßig umfassendste Programm zum Ankauf von Staatsanleihen wurde im März 2020 beschlossen: das **Pandemic Emergency Purchase Programm (PEPP)**. Das PEPP sah zunächst ein Ankaufvolumen von 750 Mrd. Euro vor, das jedoch schon im Oktober 2020 auf 1.850 Mrd. Euro erweitert wurde, aber nicht ausgeschöpft werden muss. Erwähnenswert ist dessen Flexibilität. PEPP ermöglicht den gezielten Ankauf von Staatsanleihen bestimmter Mitgliedsländer der Währungsunion nach Bedarf, um die günstigen Finanzierungsbedingungen während der Pandemie zu gewährleisten.

Durch die Wertpapierankäufe stieg die Bilanzsumme und damit auch die ‚Geldbasis‘ der Europäischen Zentralbank kräftig an (‚Quantitative Easing‘ – Quantitative Lockerung), denn die Wertpapiere erhöhen gleichzeitig das Forderungsvolumen der Zentralbank und die Einlagen der Banken. Die **Bilanzsumme betrug im September 2021 mehr als acht Billionen Euro**. Der **Gesamtbestand der Geldmenge (M3) im Euroraum stieg** in Folge aufgrund der Geldschöpfung der Geschäftsbanken bis September 2021 auf über **15 Billionen Euro** an. Andere Notenbanken, insbesondere die Federal Reserve in den USA, die Bank of England, aber auch die Bank of Japan, haben ebenfalls seit Beginn der Finanzkrise ihre Forderungsbestände durch Wertpapierkäufe kräftig aufgebaut, um mit der lockeren Geldpolitik die konjunkturelle Erholung zu unterstützen und ihr Ziel Preisniveaustabilität sicherzustellen.

Geldpolitik kommt auf Finanzmärkten an ...

Die Wirksamkeit der Geldpolitik zeigt sich in der Entwicklung der Umlaufrenditen 10-jähriger Staatsanleihen. Tatsächlich ist es gelungen, das **Vertrauen in die Handlungsfähigkeit** der Europäischen Zentralbank, dessen Kern ganz Wesentlich auf dem Vertrauen in den Fortbestand der Währungsunion selbst beruht, glaubhaft zu vermitteln. Während der Anstrengungen der Zentralbank über die letzten zehn Jahre, die Wirksamkeit der Geldpolitik zur Wahrung der Preisniveaustabilität sicherzustellen, war sie immer wieder gefordert, das drohende Auseinanderbrechen der Währungsunion zu verhindern. Die Risikozuschläge auf einzelne Staatsanleihen (Abweichung der Umlaufrendite auf die Rendite für deutsche Staatsanleihen) sind erheblich abgeschmolzen. Im Ergebnis ist das **Zinsniveau in der**

Umlaufrendite 10-jähriger Staatsanleihen im Euroraum (Auswahl)
in Prozent



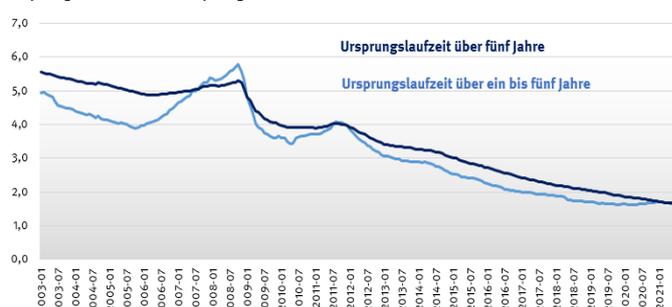
Quelle: EZB, Data Warehouse

Grafik: IG Metall, Koordination Branchenpolitik

Währungsunion insgesamt deutlich gesunken. Deutsche Staatsanleihen rentieren seit einiger Zeit sogar im negativen Bereich. Das heißt: Die Käufer der Anleihen bezahlen für die Sicherheit dieser Anlageform.

Der **fallende Trend des Zinsniveaus** lässt sich nicht nur auf dem Markt für festverzinsliche Staatsanleihen beobachten. Er gilt beispielsweise **auch für Kreditzinsen**, die deutsche Kreditinstitute von Unternehmen (nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften) verlangen, wenn diese sich mittel- bis langfristig, also mit einer Laufzeit von über fünf Jahren, Geld leihen wollen. Betrag der Effektivzinssatz im Jahr 2003 für Kredite mit einer Laufzeit über fünf Jahre noch etwa 6,5 Prozent und für Kredite mit einer Laufzeit über einem bis fünf Jahre knapp fünf Prozent, so müssen die Kreditnehmer aktuell nur noch etwa 1,6 Prozent bezahlen.

Effektivzinssätze von Banken in Deutschland für Kredite an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften (Ursprungslaufzeit 1-5 und über 5 Jahre)



Quelle: Deutsche Bundesbank

Grafik: IG Metall, Koordination Branchenpolitik

... Ziel konnte aber in den letzten Jahren nicht erreicht werden

Die Gesamtbilanz der lockeren Geldpolitik fällt gemischt aus. Zwar hat die Europäische Zentralbank die Voraussetzungen dafür geschaffen, dass die Inflationsraten hätten steigen können, jedoch zeigt sich die Wirksamkeit lediglich in Form der niedrigeren Zinssätze, während die Inflationsraten in den letzten Jahren tendenziell immer geringer wurden (‚Disflation‘). Insofern ist es der EZB nicht gelungen, ihr selbst gesetztes Ziel einer Inflationsrate von unter, aber nahe zwei Prozent zu erreichen. Allerdings kämpfte sie gegen den deflationären Druck zweier Krisen an, die das Potenzial von Jahrhundertkrisen hatten. Die Bilanz der letzten zehn Jahre wäre deutlich schlechter ausgefallen, hätte die Europäische Zentralbank nicht ihren rechtlich zulässigen Handlungsspielraum kreativ ausgeschöpft.

Im Gegensatz zu anderen Notenbanken, wie der US-Notenbank Fed, kämpfte sie nicht nur gegen konjunkturelle Schwächephasen an, sondern musste sich auch massiv gegen die nach der Finanzkrise einsetzende Austeritätspolitik in der europäischen Währungsunion stemmen. Diese wirkte prozyklisch und verhinderte eine rasche Erholung. Spekulative Attacken gegen einzelne Mitgliedsländer der Währungsunion beeinträchtigten die Wirksamkeit der lockeren Geldpolitik und gefährdeten den Fortbestand der Währungsunion. Das Bemü-



hen der Mitgliedsländer, sich vor allem über Ausgabenkürzungen und Primärüberschüsse der Staatshaushalte zu sanieren, hat die öffentliche Investitionsdynamik, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage sowie das Wachstum gebremst und trug zu den geringen Inflationsraten bei. **Fiskal- und Geldpolitik müssen in die gleiche Richtung arbeiten, um erfolgreiche Stabilisierungspolitik zu betreiben.** Scheitern muss ein Ansatz, bei dem die Zentralbank versucht die Ökonomie anzuschieben, während gleichzeitig der Fiskus auf der Bremse steht.

Mit dem Ausbruch der Covid-19-Krise steuerte die Fiskalpolitik auch in der Europäischen Währungsunion um und unterstützte mit massiven Konjunkturprogrammen zusammen mit der Geldpolitik den Erholungsprozess. Zurück ist die Inflation, bedingt durch Sondereffekte und durch die mit der zunehmenden globalen Erholung anziehenden Energie- und Rohstoffpreise. Zwar werden auch noch in 2022 von der Fiskalpolitik weitere Impulse auf das Wachstum ausgehen, aber die Geldpolitik steht vor der Frage, wann sie sich von der quantitativen Lockerung verabschiedet, also insbesondere die Anleihekäufe herunterfährt, um eine Überhitzung zu verhindern und den Preisauftrieb zu dämpfen.

Preisdynamik setzt Notenbanken unter Druck

Ein **riskantes Manöver**, da die Europäische Zentralbank die Entscheidungen anderer Notenbanken und die Reaktion der Finanzmärkte berücksichtigen muss. Maßgeblich ist insbesondere das Verhalten der **US-Notenbank Fed**, die am 3. November beschlossen hat, die monatlichen Anleihekäufe von bisher 120 Mrd. US-Dollar um 15 Mrd. Dollar zu senken. Mitte 2022 endet das Ankauf-Programm der Fed. Ihr Rückzug von den Finanzmärkten („Tapering out“) dürfte dazu führen, dass das Zinsniveau in den USA in Relation zur Europäischen Währungsunion steigt. Und zwar insbesondere dann, wenn die EZB nicht entsprechend nachzieht. Damit würden US-Anleihen attraktiver für Finanzinvestoren. Geldkapital könnte von der Europäischen Währungsunion in die USA umgelenkt werden und den Euro gegenüber dem US-Dollar abwerten. Dadurch verteuern sich europäische Importe und treiben die Inflation in der Währungsunion. Sollte es so kommen, dürfte die EZB vermehrt unter Druck geraten, sich ebenfalls von den Finanzmärkten zurückzuziehen. Andererseits würde der Rückzug von den Finanzmärkten und der damit verbundene Zinsanstieg die ohnehin schleppend verlaufende konjunkturelle Erholung zusätzlich verzögern.

Die **Bank of England** zögert aus diesem Grund mit einem restriktiveren Kurs und hat die Leitzinsen im November entgegen vorheriger Erwartungen nicht erhöht. Norwegen, Kanada und Australien haben den Kurswechsel schon eingeleitet. Auch in einigen Schwellenländern steigen die Zinsen. Von der Europäischen Zentralbank wird im Dezember 2021 eine Entscheidung erwartet.

Christine Lagarde, die Präsidentin der Europäischen Zentralbank, kündigte im Oktober an, dass die Nettoankäufe im Rah-

men des Notfallkaufprogramms der EZB (PEPP) mindestens bis Ende März 2022 „und in jedem Fall so lange ... bis die Phase der Corona-Krise“ überstanden ist, weiterlaufen werden (EZB Pressemitteilung, 28. Oktober 2021a).

Verbraucherpreise im Euroraum und Deutschland
Veränderung zum Vorjahr in Prozent



Quelle: Eurostat, *HVPI-Prognosen EZB, für Deutschland: Herbstgutachten Verbraucherpreis-Prognose
Grafik: IG Metall, Koordination Branchenpolitik

Gleichzeitig widersprach sie Vermutungen, die EZB würde schon Ende 2022 die Notenbankzinssätze erhöhen. Die EZB sieht die momentane Inflationsdynamik als vorübergehend an und deshalb besteht zumindest vorläufig kein Grund für Änderungen in der Geldpolitik. Nach einem Anstieg der harmonisierten Verbraucherpreise in 2021 um plus 2,2 Prozent wird die Rate 2022 auf plus 1,7 Prozent und 2023 auf 1,5 Prozent zurückgehen. **Das ist kein Szenario, das es der EZB erlauben würde, einen raschen Politikwechsel zu vollziehen.**

3.3 Die Praxis der Geldpolitik findet Eingang in die neue Strategie der EZB

Seit Sommer 2021 folgt die Europäische Zentralbank ihrer neuen geldpolitischen Strategie, die Ergebnis eines längeren Reformprozesses ist. Im Mittelpunkt der neuen Strategie steht die Neudefinition der Zielinflationrate, die Reform der Berechnung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex sowie der Geld-/ bzw. Finanzmarkt- und ökonomischen Analyse.

Geldpolitische Strategie des Eurosystems ab Sommer 2021
Vorrangiges Ziel: Preisniveaustabilität
Zielinflationrate: Preissteigerung 2 Prozent (mittelfristige Ausrichtung)
EZB-Rat trifft geldpolitische Entscheidungen auf der Grundlage einer Gesamtbeurteilung der Risiken für die Preisniveaustabilität und Berücksichtigung anderer relevanter Aspekte
Integrierter Analyserahmen, der die wirtschaftliche Analyse sowie die monetäre und finanzielle Analyse vereint
Kommunikation der geldpolitischen Beschlüsse der EZB zur Unterstützung der Wirksamkeit (Zielgruppen: Fachkreise und breite Öffentlichkeit)

Quelle: EZB Wirtschaftsbericht 5/2021b

Grafik: IG Metall, Koordination Branchenpolitik



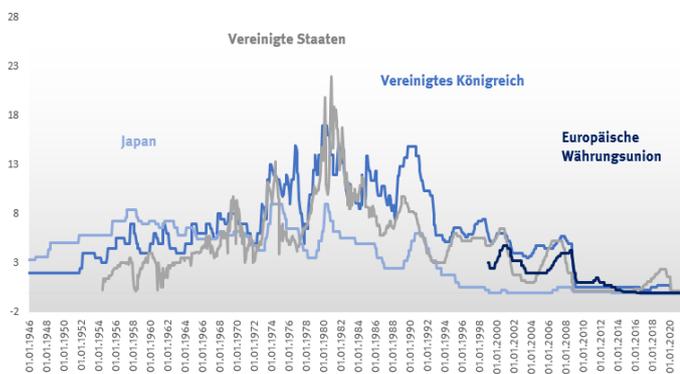
EZB stemmt sich gegen generellen Trend sinkender Zinssätze und Inflationsraten

Die EZB arbeitete in den letzten zehn Jahren gegen den **generellen Trend fallender Zinssätze** an. Dieser Trend ist weltweit zu beobachten (Deutsche Bundesbank 2017). Es wird vermutet, dass der Zinssatz, der bei Erreichen der Zielinflationsrate notwendig wäre um das Produktionspotenzial auszuschöpfen, immer geringer wurde (gleichgewichtiger Realzins). Empirische Berechnungen dazu sind allerdings problematisch, weil das Produktionspotenzial geschätzt werden muss. Ein **sinkender gleichgewichtiger Realzins** bedeutet einerseits, dass die Investitionsnachfrage und damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage insgesamt geringer ist als notwendig, um das Produktionspotenzial auszuschöpfen. Und andererseits übersteigt das Sparvolumen den Bedarf an Investitionsfinanzierung. Die **Ursachen** liegen nach Einschätzung der EZB im Rückgang des Produktivitätswachstums, demografischen Faktoren und einer höheren Präferenz für sichere, liquide Anlageformen (EZB 2021b, S. 90). Für letzteres könnten darüber hinaus Verteilungsfragen relevant sein. Die weltweit zunehmend **ungleiche Einkommensverteilung** zu Lasten unterer Einkommensgruppen erhöht tendenziell das Sparvolumen in Relation zum Konsum. Haushalte mit hohem Einkommen haben eine höhere Sparquote und damit eine geringere Konsumquote. Deshalb sinken auch die Investitionsanreize in die Realökonomie. Nach Einschätzung der EZB Direktorin Isabel Schnabel haben **alternde Gesellschaften** zu reichlich mehr Ersparnis geführt, denen gedämpfte Investitionen gegenüber stehen. Beides lastet auf den Zinssätzen (2021).

Die massive, anlagesuchende Ersparnis geht demnach überwiegend in Portfolioinvestitionen (Finanzmarktinvestitionen) und nicht (direkt) in die Realökonomie. Insgesamt lastet diese Entwicklung auf den nominalen Zinssätzen, die sich der ‚effektiven Untergrenze‘ nähern. Die EZB hat an dieser Grenze immer weniger die Möglichkeit, mit ihrem gewöhnlichen Zinsinstrumentarium gegenzusteuern.

Die Dramatik wird mit Blick auf den Verlauf der Leitzinssätze der Notenbanken seit Ende des zweiten Weltkrieges offensichtlich.

Leitzinssätze der Notenbanken in Prozent



Quelle: Bank for International Settlement, Statistics Warehouse Grafik: IG Metall, Koordination Branchenpolitik

Anfang der 80er Jahre wurden zur Inflationsbekämpfung die Leitzinsen kräftig angehoben. Drastisch griff auch der US-Notenbank-Chef 1980 durch, indem er den Leitzins auf 21,5 Prozent an hob. Die Inflationsrate fiel von 13 Prozent im Jahr 1979 auf unter vier Prozent im Jahr 1984, die Wirtschaft rutschte aber in die Rezession. Danach leiteten die Notenbanken eine lange Phase sinkender Leitzinsen ein. Die japanische Notenbank hat schon in den 90er Jahren die effektive Zinsuntergrenze erreicht. Nach der Finanzkrise reihten sich die US-Notenbank Fed, die Bank of England und die EZB ein.

Neben dem Druck auf die Zinssätze lasteten die Konjunkturschocks und strukturelle Veränderungen direkt auf der Inflationsrate. Globalisierung, Digitalisierung und demografische Faktoren bremsen den Preisauftrieb zusätzlich und darüber hinaus auch die Inflationserwartungen. Die Wirksamkeit der Geldpolitik wird dadurch beeinträchtigt. Durch die **Globalisierung** hat der Handel mit Vor- und Zwischenprodukten zugenommen und immer mehr Wertschöpfungsanteile der Produktion entfallen auf Niedriglohnländer. Zugleich stieg der Verlagerungsdruck und schwächte die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften. Die sinkende Tarifbindung trägt zusätzlich dazu bei, dass die Entgelt- und Preisdynamik sich verlangsamt. Auch die **Digitalisierung** senkt die Kosten. Teilweise werden digitale Dienstleistungen überhaupt nicht mehr bepreist und stehen zum Nulltarif zur Verfügung.

Zum Einfluss des **demografischen Wandels auf die Preisdynamik** gibt es verschiedene, sich teilweise widersprechende, theoretische und empirische Befunde (SVR 2019, S. 104). Dass es einen Zusammenhang zwischen der Altersstruktur einerseits und der Sparquote, den Realzinsen und Inflationsraten andererseits gibt, scheint unbestritten (Gemeinschaftsdiagnose, Frühjahr 2021). Eine Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich sieht insbesondere den Zusammenhang zwischen alternenden Gesellschaften und niedrigeren Inflationsraten in vielen Ländern bestätigt; ein Trend, der sich allerdings in den nächsten Jahren umkehren könnte (Juselius/Takats, 2015). Doch wie kann die Zentralbank diesen Trend beeinflussen und insbesondere die Inflationserwartungen erhöhen, um damit die Wirksamkeit der Geldpolitik zu verbessern?

Zielinflationsrate jetzt bei zwei Prozent auf mittlere Sicht

Die **neue Definition der Preisniveaustabilität**, die nun bei einer Preissteigerung von **symmetrischen zwei Prozent auf mittlere Sicht** angenommen wird, ist ein ganz wesentlicher Unterschied zum bisherigen Ziel von unter, aber nahe zwei Prozent (Abweichungen nach oben und unten werden gleichermaßen bekämpft). Dafür entscheidend waren zwei Überlegungen: Zum einen wird ein angemessener Puffer zur Deflationszone für wichtig erachtet, damit geldpolitische Entscheidungen genügend Zeit haben, ihre Wirkung zu entfalten. Zum anderen verspricht sich die Europäische Zentralbank von einem mittelfristigen ‚**symmetrischen**‘ **Stabilitätsziel** eine Ausstrahlung auf die Inflationserwartungen. „Mit der symmetrischen Ausrichtung zielt der EZB-Rat darauf ab, die Inflationserwartungen fest

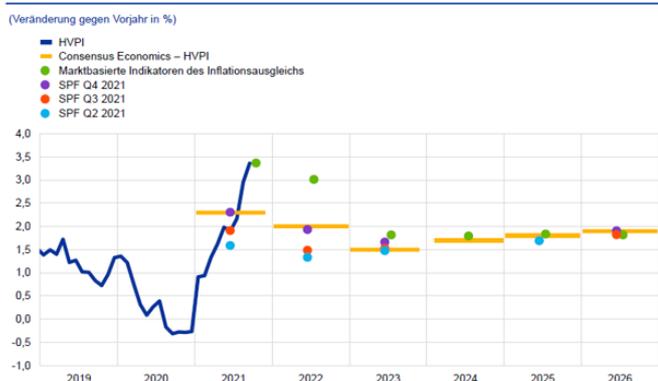


beim Zwei-Prozent--Inflationsziel zu verankern“ (Deutsche Bundesbank 2021b, S. 32). **Fest verankerte Inflationserwartungen sind Voraussetzung für die Erreichung des Inflationsziels, denn sie beeinflussen die Preissetzung auf den Finanz- und Gütermärkten, aber auch die Ansprüche bei tarifpolitischen Verhandlungen.** Das bisherige Inflationsziel von unter, aber nahe zwei Prozent könnte nach Einschätzung der EZB dazu beigetragen haben, dass die Zwei-Prozent-Marke in den vergangenen Jahren schwerer zu erreichen war.

Die **mittelfristige Ausrichtung** des Inflationsziels ermöglicht es der Zentralbank, sich bei den geldpolitischen Entscheidungen Zeit zu lassen, und nicht zum Beispiel bei ökonomischen Schocks, die zu einem Unterschreiten oder Überschreiten des Inflationsziels führen, sofort reagieren zu müssen. Dies gilt umso mehr, wenn es sich um vorübergehende Schocks handelt, wie etwa der gegenwärtige Energiepreisanstieg. Das gilt zumindest solange keine sogenannten ‚Zweitrundeneffekte‘ bei Lohn- und Preisverhandlungen die Preisdynamik weitertreiben.

Momentan haben sich die **Inflationserwartungen** — allerdings vermutlich eher unter dem Eindruck der anziehenden Preisdynamik als aufgrund des neu definierten symmetrischen Inflationsziels der EZB — etwas nach oben bewegt und stellen sich mittelfristig, d.h. im Fünf-Jahres-Zeitraum, **in etwa bei der Ziel-Inflationsrate von zwei Prozent** ein (EZB 2021c).

Umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen und marktbasierende Indikatoren des Inflationsausgleichs



Quellen: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, EZB (SPF) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Zeitreihe der marktbasierenden Indikatoren des Inflationsausgleichs basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate und dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren, dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in vier Jahren. Die jüngsten Angaben zu den marktbasierenden Indikatoren des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 20. Oktober 2021. Die SPF-Umfrage für das vierte Quartal 2021 erstreckte sich auf den Zeitraum vom 1. bis zum 11. Oktober 2021. Stichtag für die Prognosen von Consensus Economics war der 14. Oktober 2021.

Quelle: EZB Wirtschaftsbericht Nr. 7, November 2021c, S. 29

Geldpolitik muss glaubwürdig sein, um die Erwartungen am Zwei-Prozent-Ziel fest zu verankern. Dies setzt voraus, dass Entscheidungen nicht nur gut begründet und erläutert, sondern bei ‚anhaltender‘ Nichterreichung des Ziels auch konsequent umgesetzt werden. Die Glaubwürdigkeit gilt auch für das Unterschreiten der Deflationsgrenze bei Erreichen der effektiven Zinsuntergrenze. Eine Zinssenkung im negativen Bereich hat Grenzen, weil Geld vermehrt als Bargeld gehalten werden kann und sich der geldpolitischen Steuerung entzieht. Die EZB be-

kräftigt daher für die Zukunft die Beibehaltung unkonventioneller Maßnahmen, wie den Ankauf von Vermögenswerten. Weil die Markt-Erwartungen für die nächsten zehn Jahre weiterhin ein niedriges Zinsniveau signalisieren, werden uns wohl weiterhin ‚unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen‘ begleiten und gehören zur ‚neuen‘ Normalität.

Harmonisierter Verbraucherpreisindex bezieht künftig selbst genutztes Wohneigentum ein

Eine weitere Änderung bezieht sich auf die Inflationsmessung im Euroraum. Der **Harmonisierte Verbraucherpreisindex** dient weiterhin als Indikator für die Veränderung des Preisniveaus. Allerdings ändert sich seine Zusammensetzung, um die Vergleichbarkeit zwischen den Mitgliedsländern zu verbessern. Künftig sollen auch die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum darin besser abgebildet werden, was durchaus sinnvoll erscheint, weil in vielen Mitgliedsländern der Währungsunion der Anteil selbst genutzten Wohnraums relativ hoch ist und damit nicht berücksichtigt wird. Aufgrund von statistischen Erfassungsproblemen wird der neue Indikator erst ab dem Jahr 2026 verwendet werden.

Sofern die EZB tatsächlich nach den Nettoerwerbsansatz vorgeht, kommt es zu einer problematischen Vermischung von Konsum- und Vermögensbestandteilen (EZB 2021b). Bei der Inflationsmessung sollten nur konsumrelevante Preise berücksichtigt werden, die unmittelbar die Realeinkommen und damit den Konsum der Haushalte belasten. Die Gefahr der Blasenbildung auf den Immobilienmärkten und Finanzmarktrisiken, sollten über andere Testverfahren überprüft, überwacht und politisch beantwortet werden. **Fatal wäre es, wenn die EZB einen Preisauftrieb bei den Immobilien mit Zinserhöhungen beantworten, die Konjunktur abwürgen und folglich die Preisstabilität auf dem Immobilienmarkt mit einer ansteigenden Arbeitslosigkeit erkaufen würde.**

Preisniveaustabilität ist eines von mehreren Zielen

Die EZB ist nicht nur dem Ziel der Preisniveaustabilität verpflichtet, sondern gem. Art. 3 EUV auch zur **Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik** der EU. Dazu zählen

- ein ausgewogenes Wirtschaftswachstum,
- eine in hohem Maße wettbewerbsfähige soziale Marktwirtschaft, die auf Vollbeschäftigung und sozialen Fortschritt abzielt sowie
- ein hohes Maß an Umweltschutz und Verbesserung der Umweltqualität.

Es kann nicht genügend gewürdigt werden, dass die EZB bei der Erläuterung der neuen Strategie diesen Aspekt besonders betont, so wie sie dies zur Begründung ihrer Politik der letzten Jahre immer häufiger tat (EZB 2021b, S. 100). Somit bekennt sie sich an dieser Stelle zur ‚geübten‘ Praxis der letzten Jahre und lässt sie in die Neuformulierung ihrer Strategie einfließen. Die mittelfristige Orientierung ermöglicht, dass auf vorübergehend



höhere Inflationsraten, beispielsweise aufgrund von Angebotsknappheiten, nicht sofort reagiert werden muss und verhindert damit einen deutlichen Beschäftigungseinbruch. **Was für die US-Notenbank schon lange eine Selbstverständlichkeit ist, nämlich auch die Beschäftigungsentwicklung in den Blick zu nehmen bei ihren geldpolitischen Entscheidungen, stand nicht in der Tradition der Bundesbank, die zumindest in der Anfangszeit auch prägend für die EZB war.**

Die EZB sieht auch die Fiskalpolitik in der Pflicht, die in konjunkturellen Schwächephasen mit einer makroökonomischen Stabilisierung die Wirkung der Geldpolitik verstärken kann. Eine Synchronisierung der Fiskal- mit der Geldpolitik funktionierte in den Jahren nach der Finanzkrise und nach dem Übergang auf eine strikte Austeritätspolitik nicht. Die Verantwortung für die Stabilisierungspolitik wurde der EZB überlassen. Neben der fehlgeleiteten Austeritätspolitik ist es vor allem die Nichtbestands-Klausel in den Europäischen Verträgen (Art. 125 AEU-Vertrag, Ausschluss der Haftung der EU sowie der Mitgliedstaaten für Verbindlichkeiten einzelner Mitgliedstaaten), die bei ansteigenden Staatsschuldenquoten zu spekulativen Attacken gegen einzelne Mitgliedsländer führte und diese von den Finanzmärkten abschnitt. So sind es die Fiskalregeln und die fehlende gemeinsame Fiskalpolitik der Währungsunion, die in Konjunkturkrisen zusätzlich destabilisierend wirken. **Der EZB vorzuhalten, sie würde sich der Fiskalpolitik unterwerfen und mit ihrer Politik des Ankaufs öffentlicher Anleihen vor allem die Staatspleite von Mitgliedstaaten verhindern (,fiskalische Dominanz'), täuscht über die wahren Ursachen hinweg.**

Neben den stabilitätspolitischen Zielen wird die Europäische Zentralbank künftig den Risiken des Klimawandels und der ökologischen Transformation vermehrt Aufmerksamkeit schenken. Hier geht es um Auswirkungen des Klimawandels auf die Preisdynamik, die genauer analysiert werden müssen, sowie um Risiken, die mit der Transformation verbunden sind. Darüber hinaus muss die Wirksamkeit der Geldpolitik in diesem Umfeld gewährleistet werden.

Die Transformation führt zu vermehrtem Kapitalbedarf für Investitionen in klimaneutralen Bereichen und kann zu Entwertungen von nicht-nachhaltigen Investitionen führen (,Stranded Assets'). Diese Risiken in den Bankbilanzen sind zu bewerten und offenzulegen.

Zudem muss die EZB bei ihren Ankaufprogrammen künftig abwägen, welche Wertpapiere bzw. Unternehmensanleihen sie unter diesen Bedingungen erwerben kann. Eine Orientierung hierfür soll die Taxonomie der Europäischen Union sein, die Wirtschaftstätigkeiten hinsichtlich ihres Beitrags für Klima und Umwelt bewertet und zukünftig vermehrt auch soziale Nachhaltigkeitsaspekte beachtet (Europäische Union, 2020).

Geldmenge verliert an Bedeutung in neuem Analyserahmen

Die neue geldpolitische Strategie der EZB verzichtet auf das Zwei-Säulen-Konzept bei der Analyse und verfolgt künftig ei-

nen integrierten Ansatz, der die monetäre mit der wirtschaftlichen Analyse vereint. Damit verliert die Bedeutung der Geldmengenentwicklung an Gewicht, da sich auch der empirische Zusammenhang zwischen der Geldmenge und der Inflationsrate abgeschwächt hat. Der Schwerpunkt verlagert sich auf die Analyse von Störungen der Übertragung geldpolitischer Maßnahmen auf die Wirtschaft. Die wirtschaftliche Analyse beinhaltet eine umfassende Betrachtung kurz- und mittelfristiger Entwicklungen und Trends sowie eine Bewertung von Risiken und Erwartungsbefragungen. Letztere sind vor allem deshalb von Bedeutung, da für die Wirksamkeit der Geldpolitik eine Verankerung der Inflationserwartungen am mittelfristigen Inflationsziel der EZB wichtig ist. Weichen die Erwartungen davon ab, muss das geldpolitische ,Fine-Tuning' der Notenbank darauf reagieren.

4. Zusammenfassung und Fazit

Die umfangreichen geldpolitischen Bemühungen nach der Finanzkrise, die niedrigen Inflationsraten dem Zwei-Prozent-Ziel näher zu bringen, erinnern an die John Maynard Keynes zugeschriebene These: „Man kann die Pferde zwar zur Tränke führen, trinken müssen sie schon selbst.“ Je niedriger das Zinsniveau ist, worin sich auch eine schwache Wirtschaftsdynamik spiegelt, umso schwerer bis unmöglich ist es für die Notenbank, wirksame expansive Geldpolitik zu betreiben. Alle zusätzlich angebotenen, niedrig verzinsten Kredite werden kaum angenommen und die Geldmenge landet überwiegend in der ,Liquiditätsfalle', das heißt, sie wird nicht für den Konsum und vor allem nicht für Investitionen in die Realökonomie verwendet.

Diese Zusammenhänge sind auch den geldpolitischen Strategien und Strategen der EZB bewusst und so betonen sie selbst ausdrücklich die Bedeutung der Fiskalpolitik. Eine Voraussetzung für die Belebung der Konjunktur ist die Stimulierung der Investitionsgüternachfrage und zwar nicht allein mit Hilfe niedriger Zinsen, sondern über die Erwartung, dass die mit den Investitionen geschaffenen Kapazitäten auf Nachfrage treffen, also ausgelastet werden und einen entsprechenden Ertrag liefern. Hier kann und muss die Fiskalpolitik unterstützen, so wie es die Konjunkturprogramme in der Corona-Krise auch gezeigt haben.

Aktuell befindet sich die Konjunktur in einer schwierigen Situation: Einerseits sind wir in einem Aufschwung, die Nachfrage entwickelt sich dynamisch. Andererseits ist die Krise noch längst nicht überwunden. Vor allem durch den Materialmangel steigen die Preise spürbar an. Es mehren sich die Stimmen, die ein Gegensteuern der EZB und damit ein kurzfristiges Ende der expansiven Geldpolitik fordern. **Das Problem:** Anders als bei der Stimulierung der Nachfrage und der Inflation hat ein restriktiver geldpolitischer Politikschwenk durchaus Wirkung. Das zeigen die historischen Erfahrungen aus dem Jahr 1975: Die Bundesbank zog die Zügel an, der Preisaufrtrieb wurde zwar gebremst, aber die ursprünglich durch die anziehenden Ölpreise ausgelöste



Krise verschärfte sich. 1981 wiederholte sich dieses Szenario. Auch heute kann die Geldpolitik die Ursachen des Preisauftriebs, den Mangel an (vor allem importierten) Rohstoffen und Produkten, nicht bekämpfen. Sie könnte den Preisauftrieb trotzdem bremsen, aber sie würde den Aufschwung abwürgen.

Glücklicherweise ist ein solches Szenario derzeit nicht zu erwarten. Der analytische Arm der geldpolitischen Strategie der EZB zeigt: Auch aus Sicht der EZB ist ein **Großteil der aktuellen Preistreiber** — abgesehen von den viel zitierten Sondereffekten — auf der Angebotsseite in Form von Knappheiten an spezifischen Materialien und Vorprodukten zu finden. Außerdem soll die Preisdynamik nur vorübergehend höher ausfallen. **Die EZB erwartet momentan noch keine ‚Zweitunden-Effekte‘ durch deutlich ansteigende Entgelte und Preise (Lohn-Preisspirale)**. Dies wird unterstützt durch die mittelfristigen Inflationserwartungen, die sich bei moderaten zwei Prozent einpendeln. Aber auch wenn sich mit der wirtschaftlichen Erholung und den Engpässen auf dem Arbeitsmarkt die Lohn- und Preisdynamik erhöhen sollte, ist fraglich, ob die Inflationsraten anziehen. **Dieser Zusammenhang ist in den letzten Jahrzehnten immer geringer geworden (‚Phillips-Kurve‘)**. Die Gründe liegen in der sinkenden Tarifbindung sowie dem zunehmenden internationalen Preisdruck aufgrund der Globalisierung. Möglicherweise spielen künftig die Knappheiten bei Rohstoffen und Vorprodukten eine größere Rolle.

Mit einer restriktiven Geldpolitik, die auf die Nachfrage dämpfend wirkt, können die aktuellen Ursachen der Preisdynamik in Europa nicht beseitigt werden. Die neue mittelfristig ausgerichtete geldpolitische Strategie der EZB empfiehlt in diesem Fall, durch die höheren Inflationsraten ‚hindurchzuschauen‘ und (vorläufig) auf einen restriktiven Kurs zu verzichten. Die Europäische Zentralbank würde andernfalls die ohnehin sehr schwach verlaufende Erholung vom Corona-Schock, der außerdem mit der Omikron-Variante in die Verlängerung geht, abwürgen und einen erneuten Einbruch riskieren. Von der Geldpolitik geht aktuell keine Gefahr für die konjunkturelle Entwicklung aus.

Die derzeit durch Knappheiten geprägte Krise ist das Ergebnis einer langfristigen Fehlentwicklung: Der weitgehende Verzicht auf Lagerhaltung mit der seit Jahrzehnten optimierten ‚Just-In-Time-Produktion‘, eine ungenügende Diversifizierung der Anbieter und eine kurzfristige Orderpolitik. Das hat die Renditen erhöht, aber den Produktionsprozess störungsanfällig gemacht.

Die **Engpässe und Abhängigkeiten bei den Halbleitern** stellen eine besondere Herausforderung dar. Durch den gezielten Aufbau von Produktionskapazitäten könnten perspektivisch die Probleme überwunden werden. Allerdings wird nur ein geringer Anteil der mittelfristig bis 2025 benötigten Halbleiter zur Deckung des Bedarfs im Zuge der Transformation in Europa hergestellt werden. Der größte Anteil wird voraussichtlich auf Asien und hier insbesondere auf China entfallen (Weber, 2021). Dennoch lohnt sich die Förderung des Ausbaus, weil sich die Europäer damit künftig vor allem die Teilhabe an der Erfor-

schung und Weiterentwicklung dieser **Schlüsseltechnologie der Digitalisierung und Elektrifizierung** sichern müssen, um nicht noch weiter abgehängt zu werden.

Stabile Rahmenbedingungen und die konsequente Förderung von öffentlichen und privaten Investitionen zur Unterstützung der digital-ökologischen Transformation, wie sie etwa im Rahmen des ‚Green Deals‘ und des ‚Next-Generation-EU-Aufbauplans‘ der EU angelegt sind, können in den nächsten Jahren dazu beitragen, dass sich Investitionsdynamik, Wachstum und Beschäftigung beleben werden. Solche Investitionen sind auch notwendig, um die Förderkapazitäten von kritischen Rohstoffen zu erhöhen. Daran führt kein Weg vorbei, wenn das europäische Ziel der Klimaneutralität bis 2050 erreicht werden soll.

Die strukturelle Verschiebung der Nachfrage nach spezifischen Rohstoffen und Vorprodukten sowie der Bedarf an entsprechend qualifizierten Beschäftigten im Zuge der digital-ökologischen Transformation könnten in den nächsten Jahren die Entgelte und die Inflationsraten weiter treiben und damit eine Trendumkehr einleiten. In Deutschland verschärft der demografische Wandel die Fachkräfteknappheit. Möglicherweise überschreitet die neue Dynamik das stabilitätspolitisch Erwünschte, indem die Inflationsraten die Zielinflationsrate von zwei Prozent (spürbar) anhaltend übersteigen. Dann wird sich erweisen, ob die neue Strategie der EZB in der Lage ist, durch ein sorgfältig austariertes ‚Fine-Tuning‘ den Prozess so zu begleiten, dass die Entwicklung nicht durch restriktive Maßnahmen zu Lasten der Beschäftigung abrupt abgewürgt wird.

Die Abhängigkeiten in hochgradig arbeitsteiligen globalisierten Produktionsbeziehungen lassen sich nicht zurückdrehen und zwingen — gerade auf dem Weg zur Klimaneutralität und im Zuge der digital-ökologischen Transformation — zur Kooperation in multilateralen Institutionen und Abkommen. **Stabilisierungspolitik ist unter diesen Bedingungen komplexer geworden. Europäischer Zusammenhalt und geopolitische Diplomatie sind mittlerweile ihre wichtigsten Bestandteile.**

„In der Krise zeigt sich sehr deutlich, wie störanfällig überdehnte Zulieferstrukturen sind. Wir müssen auch in diesem Punkt eine Neujustierung von Unternehmensstrategien einfordern. Die IG Metall drängt seit langem auf die Diversifizierung der Lieferketten, vernünftige Lagerhaltung und längerfristige Bestellstrategien, auch wenn die Renditen kurzfristig darunter leiden sollten. Hier stehen die Unternehmen in der Pflicht. Gleichzeitig brauchen wir mit Blick auf die zugespitzte Geopolitik eine branchenpolitische Flankierung durch die Bundesregierung und die Förderung z.B. der Halbleiterfertigung in Deutschland und der EU. Das gilt auch für Wasserstoffkapazitäten, sonst laufen wir Gefahr, die Dekarbonisierung der Industrie auszubremsen.“

Jürgen Kerner
Hauptkassierer und
geschäftsführendes Vorstandsmitglied der IG Metall



Literatur

- Bank for International Settlement (2021): Statistics Warehouse
- Bernoth, K; Ider, G. (2021): Inflation im Euroraum: Faktoren wirken meist nur temporär, aber Risiko für länger erhöhte Inflation vorhanden, in: DIW Wochenbericht 42/2021
- Bofinger, P. (2021): Droht eine Stagflation, Herr Bofinger, Interview in: Makronom, 9. November 2021
- Deutsche Bundesbank (1998): Monatsbericht Januar 1998, Frankfurt
- Deutsche Bundesbank (2017): Zur Entwicklung des natürlichen Zinses, in: Monatsbericht Oktober 2017, S. 29–44
- Deutsche Bundesbank (2019): Geld und Geldpolitik, Frühjahr 2019, Frankfurt
- Deutsche Bundesbank (2021): Die Geldpolitische Strategie des Eurosystems, in: Monatsbericht September 2021, S. 17–64
- Europäische Union (2020): Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019 / 2088
- Europäische Union (2021): Kurzdarstellungen zur Europäischen Union | Europäisches Parlament (europa.eu)
- Europäische Zentralbank (2003): Die Geldpolitische Strategie der EZB, 8. Mai 2003
- Europäische Zentralbank (2021a): Geldpolitische Beschlüsse, Pressemitteilung vom 28. Oktober 2021
- Europäische Zentralbank (2021b): Wirtschaftsbericht Nr. 5 / 2021
- Europäische Zentralbank (2021c): Wirtschaftsbericht Nr. 7 / 2021
- Friedman, M. (1963): Inflation: causes and consequences, Asia Publishing House, 1963
- Gemeinschaftsdiagnose (Frühjahr 2021): Pandemie verzögert Aufschwung - Demografie bremst Wachstum, April 2021
- Juselius, M.; Takats, E. (2015): Can demography affect inflation and monetary policy, BIS Working Papers, No 485, February 2015
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage (SVR) (2019): Den Strukturwandel meistern, Jahresgutachten 2019/2020, Wiesbaden 2019
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage (SVR) (2021): Transformation gestalten: Bildung, Digitalisierung und Nachhaltigkeit, Jahresgutachten 2021/2022, Wiesbaden 2021
- Schnabel, I. (2021): A new strategy for a changing world, Speech at the virtual Financial Statements series hosted by the Peterson Institut for International Economics, 14. Juli 2021, Frankfurt
- Tooze, A. (2021): Welt im Lockdown, München 2021

- Traud, G.; Mütze, S. (2021): Dauerhaft mehr Inflation in der Eurozone, in: ifo Schnelldienst 09/2021 vom 15.09.2021
- Weber, W. (2021): Vortrag anlässlich des 5. Frankfurter Konjunkturgesprächs am 23. November 2021, ZVEI, SEMI
- Wellenreuther, C. (2021): Rohstoffpreise: Superzyklus oder Aufschwung? in: Wirtschaftsdienst Heft 8, 2021
- Wohlraabe, K. (2021): Materialengpässe in der Industrie: Wer ist betroffen, und wie reagieren die Unternehmer? in: ifo Schnelldienst 09/2021 vom 15.09.2021
- Wollmershäuser, T. (2021a): Basiseffekte treiben die Inflation in die Höhe, in: ifo Schnelldienst 09/2021 vom 15.09.2021
- Wollmershäuser, T. (2021b): Sand im Getriebe der Industrie hemmt die Erholung, in: Münchner Merkur vom 29.10.2021

Impressum

Wirtschaftspolitische Information

Ausgabe Nr. 2 | Dezember 2021

Herausgeber:

Jürgen Kerner
Hauptkassierer und geschäftsführendes Vorstandsmitglied
IG Metall Vorstand
D-60519 Frankfurt am Main

Autor*in:

Wilfried Kurtzke und Beate Scheidt

Grafiken:

Wilfried Kurtzke, Sandra Naumann, Sarah Schäfer und Beate Scheidt

Bezugsmöglichkeiten

IG Metall Vorstand

VB 03 Hauptkassierer
Ressort Koordination Branchenpolitik

Sarah Schäfer

D-60519 Frankfurt am Main
Telefon: +496966932668

Fax: + 49696693802091

Web: www.igmetall.de/download

Interesse an weiteren ökonomischen Publikationen?

Bitte Email an: sarah.schaefer@igmetall.de