

SYSTEMRELEVANT 147

Noch höhere Zinsen? Sebastian Dullien und Silke Tober vom IMK kritisieren die derzeitige Richtung der Europäischen Zentralbank.

Marco Herack:

Heute ist Freitag, der 9. Juni 2023, willkommen zur 147. Ausgabe von Systemrelevant. Wir sind heute zu dritt. Sebastian Dullien, ich grüße dich.

Sebastian Dullien:

Hallo Marco.

Marco Herack:

Du bist Direktor des Instituts für Makroökonomie und Konjunkturforschung, bekannt als IMK bei der Hans-Böckler-Stiftung. Und Silke Tober, hallo.

Silke Tober:

Hallo Marco.

Marco Herack:

Du bist Leiterin des Referats Geldpolitik am IMK in der Hans-Böckler-Stiftung. Und an euch vorweg wie immer der Hinweis, dass, wenn ihr uns erreichen möchtet, um Ideen, Fragen oder Unmut kundzutun, dann könnt ihr uns beispielsweise aus Twitter antickern: @boeckler_de. Oder auch per E-Mail an systemrelevant@boeckler.de. Also Hinweise, Korrekturen und Anregungen bitte einfach einsenden und wir freuen uns, wenn ihr uns in einem Podcatcher eurer Wahl abonniert. Wenn ihr Twitter nutzt, dann findet ihr Sebastian dort als @sdullien. Wie Sebastian Dullien. Mein Name ist Marco Herack und wir wollen uns heute über die EZB und ihre Reaktionen auf die Preisschocks des Jahres 2022 unterhalten. Wir haben ja in der Vergangenheit immer wieder über die Inflation und ihre Gründe gesprochen. Und die EZB dabei immer nur gestreift, aber stetig dabei gehabt. Und mit etwas Skepsis da drauf geblickt. Und heute drehen wir das Ganze mal um. Wir reden über die EZB und streifen die Inflation. Sebastian, zum Einstieg vielleicht eine kleine Erinnerung. Wir haben in 2022 eine recht hohe Inflation gesehen. Woran lag das denn?

Sebastian Dullien:

Ja, also nach unserer Analyse hatten wir relativ hohe Preissteigerungen, weil wir große Preisschocks hatten. Also da kamen im Grunde drei Dinge zusammen. Einmal, da waren noch Lieferketten gestört nach der Corona-Pandemie. Das hat die Preise in einigen Sektoren hochgetrieben. Dann hatten wir die Lockerung nach der Corona-Pandemie, die in bestimmten Bereichen wieder zu höherer Nachfrage geführt hat. Und ganz wichtig, und ich glaube, das ist der allerwichtigste Faktor, waren die großen Preisschocks durch die russische Invasion in der Ukraine. Da sind insbesondere die Erdgas- und Rohölpreise durch die Decke gegangen im Verlauf 2022. Und auch die Nahrungsmittel, die Rohstoffpreise, und das ist jetzt das, was sich dann in den Monaten danach und bis jetzt im Grunde durch die ganze Wirtschaft durchfrisst. Denn Energie ist ein Faktor oder ein Vorprodukt, was praktisch überall

drin ist. Weil man auch überall Transport mit Lkw oder mit Flugzeugen oder so macht. Und darum sind eben die anderen Preise danach gestiegen.

Marco Herack:

Ja, und natürlich auch schon bei der Produktion selber?

Sebastian Dullien:

Ja, klar.

Marco Herack:

Silke, wie hat die EZB dann darauf reagiert, auf diese Inflation?

Silke Tober:

Am Anfang hat sie sehr besonnen drauf reagiert, weil ihrer Strategie zufolge sollte sie gar nicht auf Preisschocks reagieren. Und dieser massive Anstieg bei Gas und Rohöl waren ja Preisschocks. Und das hat sie zunächst auch wirklich sehr sinnvoll gemacht. Hat dann Mitte des Jahres die Zinsen etwas erhöht. Das war auch sehr sinnvoll. Weil wir die negativen Zinsen bei einem positiven Preisschock und einer einigermaßen guten wirtschaftlichen Lage wirklich nicht brauchen. Dann hat sie aber die Zinsen angefangen, sehr stark zu erhöhen. Und mittlerweile sind die Zinsen innerhalb von nur zehn Monaten um 3,75 Prozentpunkte erhöht worden. Davon allein 1,75 in den letzten sechs Monaten. Und damit ist die Geldpolitik jetzt auch nach Sicht der EZB deutlich im restriktiven Bereich. Und sie will die Zinsen noch weiter erhöhen. Und aus unserer Sicht wäre das zu viel.

Marco Herack:

War das eine Zinserhöhungspanik? Was ist da passiert?

Silke Tober:

Ja, ich glaube, sie waren halt schon sehr beunruhigt, weil nicht nur die Inflation ... nicht nur die Preise für Energie deutlich gestiegen sind, sondern eben auch die von allen anderen Gütern und Dienstleistungen. Und dann kam noch der Nahrungsmittelschock hinzu. Das hängt aber auch wieder mit der Ukraine zusammen, die Nahrungsmittel. Weil die Ukraine ja einer der Hauptexporteure von Weizen, aber auch Sonnenblumenöl ist. Na ja, und da die Preissteigerungen dann aber nicht auf diese Bereiche beschränkt waren, sondern natürlich die Gaststätten ihre Preise erhöht haben, die Hotels haben ihre Preise erhöht. Der Strompreis, der ja durch den Gaspreis mitbestimmt ist, durch die Art der Preisgestaltung dort, ist auch deutlich angestiegen. Und dann haben die Löhne halt auch ein bisschen angezogen. Und dadurch hatte die EZB tatsächlich ... ist in eine schwierigere Lage geraten. Und meinte dann halt, immer weiter erhöhen zu müssen. Auch hat sie sich die USA als Vorbild genommen, was auch nicht unbedingt treffend ist.

Marco Herack:

Wir haben aber auch gesehen, dass der Euro zum Dollar doch stark verloren hat, bevor die EZB angefangen hat, die Zinsen zu erhöhen. Was wohl auch daran lag, dass mehr Geld in die USA geflossen ist, weil es dort höhere Zinsen gab. Ich glaub, in der Folge wäre es dann so gewesen, dass die USA wiederum ihre Inflation exportiert hätten. War das vielleicht eine Ratio bei der EZB?

Silke Tober:

Der Wechselkurs ist tatsächlich ... also der Euro hat stark abgewertet, aber der Hauptgrund, wenn man sich so den Verlauf anguckt, dürfte schon gewesen sein, dass wir deutlich näher an der Ukraine und damit auch dem Krieg sind. Und ja, waren. Ja, wenn der Euro stärker abwertet, dann haben wir über die Importpreise noch mal einen Schub. Eine Rolle hat es gespielt. Aber entscheidend war es nicht. Sondern die EZB hat die teilweise auch berechtigte Angst gehabt, dass eine höhere Inflation sich verfestigt. Dass einfach Löhne und Inflationserwartungen stark steigen.

Marco Herack:

Sebastian, aber die Löhne sind ja letztes Jahr nicht wirklich gestiegen? Also gestiegen vielleicht, aber die Reallöhne richtigerweise.

Sebastian Dullien:

Sagen wir so, für die Inflation für die EZB ist ja nicht so wichtig, wie die Reallöhne steigen, weil das ist im Grunde ein Marktergebnis am Ende. Die Tarifparteien legen ja Nominallöhne fest und dann je nachdem, wie stark die Inflation ausfällt, steigen dann die Reallöhne oder fallen die Reallöhne. Für die EZB ist im Grunde wichtig, wie stark die Kosten der Unternehmen steigen. Und da muss man auf die Nominallöhne gucken. Und es stimmt schon, die sind im vergangenen Jahr nicht besonders, nicht übermäßig stark gestiegen. Das hat aber auch damit zu tun, dass die Tarifparteien natürlich, als sie die Tarifverträge für 2022 gemacht haben, nichts vom Ukraine-Krieg wussten. Also normalerweise macht man ja Tarifverträge, die dann irgendwie ein oder zwei Jahre laufen. Und das heißt, dass eigentlich die meisten Lohnerhöhungen aus dem Jahr 2022 schon im Vorhinein festgelegt waren. Und dann kommt dazu, dass wir bestimmte Brückentarifverträge hatten. Also in der Chemieindustrie, die hätten eigentlich direkt nach der Invasion abschließen müssen. Und die hatten sich dann erst mal auf eine Einmalzahlung geeinigt. Und all das zusammen bedeutet, dass die Nominallöhne, also was da vereinbart worden ist, relativ moderat gestiegen sind im vergangenen Jahr. Und dann kam eben diese dicke Überraschungsinflation da drauf. Und dadurch haben wir eben fallende Reallöhne. Also Reallöhne bezeichnen wir das ja, was dann als Kaufkraft übrigbleibt von den Löhnen. Also von daher, da war kein Lohndruck. Der Punkt bei der EZB ist ja auch nicht, was im letzten Jahr war, sondern die gucken eigentlich jetzt eher, was jetzt passiert und was sie erwarten, was noch passieren wird.

Marco Herack:

Okay, und das ist so schlimm, dass sie jetzt sagen, da müssen wir jetzt weiter die Zinsen erhöhen?

Sebastian Dullien:

Also wir sind der Meinung, dass das nicht so schlimm ist. Wir sind der Meinung, dass insbesondere in den großen Euro-Ländern das Lohnwachstum jetzt sich zwar ein bisschen beschleunigt hat, und von daher es auch ein bisschen länger dauern wird, bis die Inflation wieder bei genau 2 Prozent ist. Aber dass eigentlich das Lohnwachstum noch so moderat ist, dass man jetzt nicht unbedingt noch mal deutlich weiter die Zinsen erhöhen müsste, um die Wirtschaft eben dann in eine Rezession zu treiben. Weil das ist das, was einige eben argumentieren. Die reden dann von Demand Destruction. Also Nachfragezerstörung, wenn man das so übersetzt. Und deren Idee ist, dass man eben jetzt so viel Nachfrage rausnehmen muss aus der Wirtschaft, dass das Wachstum lahmt. Und als Folge würde dann wahrscheinlich die Arbeitslosigkeit steigen. Und dann im nächsten Schritt würden die Löhne eben nicht mehr so stark steigen. Und einige in der EZB, aber auch bei den Beobachtern, Beobachterinnen, die sagen halt, genau, das muss jetzt unbedingt sein. Und wir sehen das eigentlich nicht so.

Marco Herack:

Sag mal, Silke, ist das wirklich im Rahmen von Geldpolitik möglich, solche Sondereffekte zu, ich sag mal, behandeln? Oder ist das nicht mehr Aufgabe der Politik?

Silke Tober:

Ja, solche Sondereffekte, eben gerade solche Preisschübe, sind wirklich auch nicht von der Geldpolitik zu bekämpfen. Aber, wenn es diese Zweitrundeneffekte gibt, die wir ja schon angesprochen haben, wenn die Löhne anfangen, darauf zu reagieren, dann muss tatsächlich die Geldpolitik auch zu einem gewissen Grad aktiv werden. Also auch nach der Strategie der Geldpolitik sollte sie auf Preisschocks nicht reagieren. Weil wenn sie es täte, würde sie, wie Sebastian schon gesagt hat, die Wirtschaft dämpfen, die Arbeitslosigkeit erhöhen. Und wenn der Preisschock vorbei ist, haben wir dann eine zu niedrige Inflation. Und der Euro-Raum hat ja vor der Pandemie fünf Jahre lang mit einer deutlich zu niedrigen Inflation zu kämpfen gehabt.

Marco Herack:

Warum haben wir dann eine zu niedrige Inflation?

Silke Tober:

Wenn die Wirtschaft gedämpft wird, und die Arbeitslosigkeit steigt, dann sinkt die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmenden. Und die Lohnsteigerungen fallen weniger stark aus. Gleichzeitig werden die Gewinne gedämpft. Und so hat man eine ge-

ringere Inflationsrate dann. Und wenn sich das verfestigt, könnten wir wieder jahrelang eine deutlich unter dem Inflationsziel eine Inflationsrate haben, was eben auch nicht gut ist für die Stabilität der Wirtschaft.

Marco Herack:

Würde denn darauf die EZB dann wieder mit ganz stark sinkenden Zinsen reagieren, in der Logik?

Silke Tober:

Das müsse sie dann. Und das ist eben die Gefahr. Wir hatten jetzt im Euro-Raum ja schon eine Rezession. Eine ganz leichte. Zwei Quartale von minus 0,1 Prozent. In Deutschland war es ein bisschen kräftiger. Und man muss bedenken, dass geldpolitische Maßnahmen immer mit einer deutlichen Verzögerung wirken. Das heißt, nach drei Quartalen, fünf Quartalen, sogar anderthalb Jahren erst. Und die Zinserhöhungen, die bisher erfolgt sind, waren ja sehr kräftig. Aber sind halt noch nicht lange her. Das heißt, das meiste von dem, von der Wirkung steht uns sogar noch bevor.

Marco Herack:

Sebastian, wie ist denn das mit den Arbeitsplätzen? Wenn die einmal weg sind und dann normalisiert es sich aber wieder, findet sich das dann recht schnell wieder in eine Balance? Oder dauert das dann auch wieder recht lange?

Sebastian Dullien:

Ich würde sagen, es kommt drauf an. Also wir haben beides gesehen. Also wir hatten eine recht schwache Rezession oder Schwächephasen, wo danach der Arbeitsmarkt relativ ordentlich sich wieder entwickelt hat. Aber wir hatten insbesondere in den 1970er, 1980er und 1990er Jahren, und das sind so Episoden, wo wir wirklich auch kräftige Zinserhöhungen hatten, da haben wir einfach auch Phasen gehabt, wo die Arbeitslosigkeit dann auf einem höheren Sockel verblieben ist. Und da auch jahrelang geblieben ist. Also ich glaub, historisch kann man schon sagen, dass Episoden mit starken Zinserhöhungen eigentlich immer zu einem, ja, relativ persistenten Anstieg der Arbeitslosigkeit geführt haben.

Marco Herack:

Also was ihr mir jetzt sagt, das ist ja im Endeffekt, dass das, was die EZB da macht, eine ziemlich gefährliche Geschichte ist.

Sebastian Dullien:

Genau, das ist auch was, was in dem Report von Silke Tober und Thomas Theobald drin steht, dass das Risiko ziemlich groß ist, dass sie es hier übertreiben. Und dass dadurch auch Schäden auftreten können. Und ich glaub, das ist eins der Probleme, dass ein Teil der Notenbanker und auch der Beobachterinnen und Beobachter im Moment nur das Risiko sieht, dass sich die Inflation verfestigt, aber eben nicht das Risiko sieht, oder es nicht mit einbezieht, dass durch ein Übersteuern der Geldpolitik

es eben eine deutlich tiefere Rezession geben könnte, als wir bisher haben. Und auch da dauerhaft Arbeitslosigkeit höher ist. Und das sind natürlich dann auch Schäden, die man mit einbeziehen sollte.

Marco Herack:

Gibt es denn irgendwelche Hinweise darauf, dass sich diese Inflation verfestigt? Also dass man sagen könnte, okay, die haben einen Punkt wenigstens?

Silke Tober:

Das haben sie schon. Und das hatte Sebastian ja auch angesprochen, dass die Löhne im Augenblick stärker zunehmen, als es eigentlich mit dem Inflationsziel zu vereinbaren ist. Aber das ist im Euro-Raum eben Folge dieser Preisschocks und nicht wie in den USA primär Folge von einem Mangel an Arbeitskräften. Das ist im Euro-Raum gar nicht ausgeprägt. Aber, weil es diese Zweitrundeneffekte gibt, sind Sorgen durchaus berechtigt. Nur sind wir eben auch in der besonderen Lage, dass die Profite gestiegen sind und dass wir gleichzeitig jetzt stark fallende Energiepreise haben. Das heißt, in den kommenden Monaten sollten die fallenden Energiepreise und auch schrumpfende Gewinne diesen etwas überhöhten Anstieg der Löhne kompensieren, sodass wir trotzdem mit der Inflationsrate spätestens im Verlauf des nächsten Jahres bei in der Nähe von 2 Prozent sein sollten.

Marco Herack:

Ja, aber kann sich denn die EZB überhaupt an diesem 2-Prozent-Ziel orientieren, wenn die Inflation bei 8 Prozent steht? Da muss man doch den Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern irgendwie auch zugestehen, dass sie wenigstens mal 4 oder 5 Prozent davon irgendwo kompensieren. Weil mehr ist es ja aktuell auch gar nicht.

Silke Tober:

Na ja, das ist nicht Aufgabe der Zentralbank. Also die muss wirklich dafür sorgen, dass die Inflation mittelfristig bei 2 Prozent ist. Und wenn sie sagt, ja, wir stehen euch jetzt mal ein paar Jahre Lohnerhöhung von 5 Prozent zu, dann würde das heißen, ...

Marco Herack:

Nein, nein, so meinte ich es gar nicht.

Silke Tober:

Ach so, das klang aber ... sorry.

Marco Herack:

Dann hab ich es nicht ... nein, ich meinte es eher in dem Sinne, dass, wir haben ja jetzt eine sehr hohe Inflation gehabt letztes Jahr. Und da kann man ja als EZB nicht hergehen und sagen, nö, ich will trotzdem mein 2-Prozent-Ziel erreichen, obwohl die Inflation ... mein 2-Prozent-Ziel erreichen, ...

Silke Tober:

Ah, okay. Okay.

Marco Herack:

... obwohl die Inflation so hoch ist, da müssen die Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer jetzt einfach mal hungern. Also das kann ja nicht das Ziel der Notenbank sein. Sondern da muss man ja realistisch drauf blicken und sagen, ja, natürlich wird es einen gewissen Anstieg an Löhnen dann auch in der Folge geben. Wichtig wäre ja nur, dass sie vielleicht nicht über der Inflation steigen. Sodass das in Balance bleibt.

Silke Tober:

Nein, tatsächlich ist es ein Problem für die Geldpolitik, wenn die Löhne mit einer Rate von stärker als ungefähr 3 Prozent steigen. Weil das nicht mehr kompatibel ist mit dem Inflationsziel. Sonst haben wir genau das Problem, dass die Inflation sich verfestigt. Und dann landen wir nachher für über Jahre hinweg bei einer Inflationsrate von 3 oder 4 Prozent. Dass Zweitrundeneffekte verhindert werden müssen, das ist tatsächlich so. Aber wir sind in einer so historisch einmaligen Situation, dass die Zweitrundeneffekte, die wir jetzt im Augenblick sehen, wirklich wahrscheinlich durch andere Faktoren kompensiert werden, sodass sich das nicht fortsetzt. Das ist, was sich in den Daten im Augenblick spiegelt und deswegen gehen wir davon aus, dass trotz der etwas zu hohen Lohnsteigerung die Inflation trotzdem relativ schnell wieder auf das Inflationsziel jetzt zurückgeht.

Marco Herack:

Welche Faktoren sind das, die das kompensieren?

Silke Tober:

Ja, einmal, dass die Energiepreise eben nicht nur aufgehört haben, deutlich zu steigen, sondern sie haben sich massiv zurückgebildet. Auch der Erdgaspreis, in der Folge dürfte auch der Strompreis nicht mehr ganz so stark steigen. Die Ölpreise, Rohölpreise sinken bereits seit, ja, ungefähr seit Herbst vergangen Jahres. Und das dämpft den Preisauftrieb. Die etwas überhöhten Lohnsteigerungen erhöhen den Preisauftrieb. Und das kompensiert sich dann. Hinzu kommt, dass eben die Gewinne relativ hoch waren. Gerade in Bereichen, wo es Lieferengpässe gab. Und wenn die jetzt abschmelzen, dann haben wir noch einen preisdämpfenden Effekt.

Sebastian Dullien:

Der Punkt ist, glaub ich, hier zu sagen, dass diese Lohnerhöhungen, die wir jetzt haben, dass die nicht unbedingt zu einer höheren Inflation führen, weil eben dieser Puffer dann aufgezehrt wird. Der Verlust der Reallöhne, die hast du ja angesprochen, Marco, der ist im Moment größer als das, was man eigentlich bei aktuellen Energiepreisen und internationalen Nahrungsmittelpreisen so erwarten könnte. Weil

da eben diese anderen Faktoren die ausgeweiteten Gewinnmargen sind. Aber das ist so ein bisschen der Punkt. Wir sehen halt Gewinnmargen zurzeit, hohe Gewinnmargen in Sektoren, wo wir nicht davon ausgehen, dass die hoch bleiben. Eine mögliche Erklärung, wir haben das sehr viel intern auch diskutiert, ist, dass auch die Unternehmen zum Beispiel im Gastgewerbe und so weiter, damit gerechnet haben, ja, Ende vergangenen Jahres, dass die Preise für Energie und Vorprodukte hoch bleiben. Und die haben ihre Preise entsprechend gesetzt, dass sie damit leben können. Und jetzt sind die Preise wieder gefallen für, ja, Energie, für Nahrungsmittel. Und normalerweise wird man davon ausgehen, dass dann der Wettbewerb dazu führt, dass diese Preise allmählich wieder fallen. Und die Margen auch schwinden. Denn das ist schon beeindruckend in diesem Sektor, im Gastgewerbe, haben wir jetzt ziemlich hohe Preise. Und auch Anzeichen auf gestiegene Margen. Aber die Wertschöpfung ist geringer als vor der Corona-Pandemie. Und das ist ja eigentlich merkwürdig. Also du hast da eine Nachfrageschwäche in diesem Bereich und gestiegene Margen. Das ist, glaub ich, eigentlich etwas, was zumindest wir glauben, dass das nicht lange anhalten kann.

Marco Herack:

Ist es denn für die EZB relevant, ob die Inflation über die Löhne genährt wird oder über die Gewinnmargen?

Silke Tober:

Das macht ein Riesenunterschied. Weil Gewinne können sich von Monat zu Monat, Woche zu Woche ändern. Während bei den Löhnen ja immer eine gewisse Persistenz drin ist. Löhne werden über einen Zeitraum von, ja, 12, 24 Monaten abgeschlossen.

Sebastian Dullien:

Es gibt noch einen zweiten Unterschied. Die Löhne sind direkt Kaufkraftwirksam. Also normalerweise, wenn ich die Löhne um 3 Prozent erhöhe, dann, oder zumindest so prognostizieren wir den privaten Konsum, und die anderen Kolleginnen und Kollegen in anderen Instituten machen das üblicherweise auch so, dann geht man davon aus, dass davon relativ viel schnell in weitere Konsumnachfrage fließt. Bei den Unternehmensgewinnen ist das nicht so. Die Unternehmensgewinne, die führen nicht direkt dazu, dass da mehr investiert wird. Und die führen auch nicht direkt dazu, unmittelbar, dass die Eigentümerinnen und Eigentümer der Unternehmen jetzt mehr konsumieren. Und von daher ist da auch der Unterschied, dass eben ein permanenter Lohnrend nach oben, der ist dann eben auch nachfrageseitig, der stützt die nominale Nachfrage soweit, dass das weiterlaufen kann. Und bei den Gewinnen ist das nicht ganz so klar.

Marco Herack:

Das heißt, allein schon diese Analyse müsste ja dann, also dass es mehr auf den Gewinnen basiert als nur auf den Löhnen, wie das vielleicht früher mal, müsste ja

dazu führen, dass man dann sagt, oh, da müssen wir doch unsere Strategie ändern?

Sebastian Dullien:

Na ja, die EZB würde sagen, wenn die Gewinne so hoch sind, dann heißt das, da ist offensichtlich eine Überschussnachfrage. Und die Unternehmen ziehen deshalb höhere Margen raus. Übrigens kommt das auch, wenn man sich die Grundgleichungen in der „Treatise on Money“ von John Maynard Keynes anguckt, also das eine große Werk, was er vor der „General Theory“ geschrieben hat, da ist das auch so drin zu sehen. Und die EZB würde dann sagen, na ja, gut, dann machen wir eben Demand Destruction, wir ziehen die Zinsen hoch, die Wirtschaft geht in die Rezession und dann sinken schon die Gewinnmargen, weil die Nachfrage eben schwächelt.

Silke Tober:

Wobei man die EZB da ein ganz bisschen auch in Schutz nehmen muss. Also der Chefvolkswirt Lane zum Beispiel sieht schon ganz klar, dass es eine Verbindung gibt zwischen den höheren Gewinnen und den Lieferengpässen. Und Marco, man ist ja erstaunt, warum gibt es jetzt noch immer Lieferengpässe? Die Pandemie ist ja schon fast vergessen. Aber es ist tatsächlich so, dass in einigen Bereichen, zum Beispiel Datenverarbeitungsgeräte, Fahrzeuge, da sagen noch ungefähr mehr als 60 Prozent der Unternehmen, dass sie Probleme bei den Vorprodukten, bei der Lieferung von Vorprodukten haben. Das heißt, wenn sich das auflöst, dann dürften sich auch diese Extragewinne auflösen.

Marco Herack:

Also das heißt, wir haben da mehrere Problemfälle drin, die aber auch wieder darauf hindeuten, dass die EZB eher vorsichtig sein sollte mit den Zinserhöhungen?

Silke Tober:

Genau. Auch von ihrer eigenen Prognose her. Ich meine, sie geht ja auch davon aus, dass die Inflationsrate deutlich zurückgeht. Auch in diesem Jahr, die letzte Prognose zumindest, war die Inflationsrate für den Euro-Raum nur etwas über 5 Prozent. Und da drin ist eigentlich schon eine Dynamik, die eine deutliche Bewegung hin zu 2 Prozent zeigt. Und in den Löhnen ist auch eine gewisse Abwärtstendenz enthalten, weil wir da insbesondere Einmaleffekte ... in Deutschland ja sogar mit der Inflationsausgleichsprämie hatten wir höhere Nettolohnanstiege als die Kosten der Unternehmen gestiegen sind. Das dämpft dann den Preisdruck der Löhne auch noch mal.

Marco Herack:

Jetzt hab ich noch ein anderes Thema hinten raus, das ich euch hier gerne reinquetschen würde, weil diese Gesamtlage ist auch deswegen, find ich, so spannend, sich anzugucken, weil wir, glaube ich, künftig schon immer wieder diese Phasen erleben werden, in dem Preise einfach mal so ad hoc ansteigen, weil irgendeine Flut die

Ernte weghaut und Sturm Schiffsrouten beeinträchtigt oder was weiß ich. Also über das Thema Klimawandel werden wir da, glaub ich, noch den einen oder anderen Sondereffekt erleben können. Und da ist ja dann schon die Frage, ob dann die EZB jedes Mal, wenn da so ein Sondereffekt reinkommt, einfach mal die Zinsen nach oben knallt, um eine Rezession zu erzeugen, Arbeitsplätze zu vernichten, damit die Preise im Zaum bleiben. Also das kann ja nicht Sinn und Zweck dieser Institution sein.

Sebastian Dullien:

Ich glaub, da muss man eine Sache dazu sagen, das hat Silke eben schon angesprochen, die EZB-Strategie sagt eigentlich, dass man bei solchen Preisschocks nicht machen sollte. Dass man da nicht drauf reagieren sollte, sondern die einfach durchlaufen lassen sollte. Und normalerweise klappt das auch relativ gut. Also wir haben solche Preisschocks ja auch in der Vergangenheit immer wieder gesehen. Und so lange die nicht so riesig ausfallen, ich meine, das ist ja jetzt ... man muss einfach sagen, das war ein Preisschock, wo diese kombinierten Schocks, Lieferketten, Energie und Nahrungsmittel, die Inflation einfach auf fast 10 Prozent gehoben haben. Es ist ja enorm. Das ist wirklich, also das hab ich in meiner Lebenszeit nicht erlebt und ich glaube, dass selbst ... ich weiß nicht, ob die Schocks in den 1970ern, ob die nicht vielleicht sogar an der Stelle kleiner waren als das, was wir da jetzt gesehen haben. Das heißt, so lange ... weißt du, wenn es ein Ernteausfall in Spanien ist oder so was, das ist eben nicht so groß. Es war jetzt eben so groß, weil die Breite die Wirtschaft erwischt hat. Und da muss man die EZB auch noch mal in Schutz nehmen, diese Strategie, die neue geldpolitische Strategie, die sie ... wann war das, Silke? Das war letztes Jahr? 2022?

Silke Tober:

Juli 2021.

Sebastian Dullien:

Ist das schon so lange her? Also okay, vorletztes Jahr veröffentlicht hat. Die geht ganz explizit auf diese Sache ein. Und positioniert sich da aus unserer Sicht auch sehr richtig.

Silke Tober:

Genau, da haben Sebastian und ich ja auch eine Studie zu veröffentlicht damals. Und das ist wirklich, das war ein Meilenstein, diese Strategie. Und da haben wir auch eine ganze Menge Hoffnung dran geknüpft für die Zukunft. Und dass dieser wirklich historische Preisschock da jetzt möglicherweise das wieder aufrollt und zurück zu alten geldpolitischen Reaktionsmustern führt, das ist halt auch bedenklich.

Marco Herack:

Gerade ja auch in dem Sinne, weil es ja zeigt, dass zwischen Erkenntnis und angekündigter Strategie ja dann doch noch eine Differenz zum realen Handeln dann

liegt. Und sei es nur, weil es diverse dogmatische oder Ideen zum Thema Zinsen gibt.

Sebastian Dullien:

Ja, ich weiß nicht, ob es so einfach ist. Oder man nicht einfach auch sagen muss, es ist eine historische einmalige Situation. Und die Zentralbanken sind natürlich massiv unter Druck gekommen. Das ist natürlich alles schön zu sagen, wenn die Inflation bei 2 Prozent liegt und dann vielleicht mal durch so einen Schock bei 3 Prozent. Und dann kann man sagen, es geht wieder zurück. Aber in diesem Fall war es eben 10 Prozent oder wir hatten ja nicht ganz 10 Prozent.

Silke Tober:

8,8 Prozent.

Sebastian Dullien:

8,8 Prozent hatten wir. Nach den ersten Zahlen vor der Neugewichtung des Warenkorbtes war es ja noch ein bisschen mehr. Das ist einfach ... aber auch 8,8 Prozent ist für, ja, ich mein, Deutschland und zumindest dem Narrativ der Inflationsangst der Deutschen, ist das einfach so, dass diese Notenbank dann ganz massiv unter Druck gerät.

Marco Herack:

Also ihr klingt jetzt so, als ob die EZB eigentlich richtig gehandelt hat. Ihr verteidigt sie ja die ganze Zeit.

Silke Tober:

Ja, wir haben schon viel Verständnis dafür, weil es wirklich eine schwierige Lage ist. Aber was uns wichtig ist, ist, dass jetzt nicht noch weiter die Zinsen erhöht werden. Und das steht ja gerade im Raum. Und dabei darf man nicht vergessen, dass sowieso eine weitere Restriktion schon angekündigt ist, weil die EZB ihr Wertpapierportfolio jetzt Schritt für Schritt reduzieren wird. Wir hatten schon den letzten Zinsschritt, haben wir schon für nicht erforderlich gehalten. Und sie sollte jetzt einfach erst mal pausieren und sehen, wie wirken denn diese massiven Zinserhöhungen, die jetzt schon durchgesetzt wurden. Weil das dauert eben. Und wir haben schon eine relativ schwache Wirtschaft, die Risiken sind halt nicht nur in Richtung hohe Inflation, sondern sie sind auch in Richtung wirklich erhöhte Arbeitslosigkeit, gedämpfte Wirtschaft und durch die hohen Zinsen werden natürlich auch die klimapolitisch erforderlichen Investitionen gedämpft. Weil die sind besonders kapitalintensiv. Das heißt, wir sind selber auch ... ja, wir verteidigen die EZB, sagen aber, jetzt mal wieder eine Rückkehr zur Besonnenheit. Erst mal abwarten, wie das Ganze sich jetzt auspendelt. Weil eine Lohnpreisspirale haben wir im Augenblick nicht. Es besteht keine akute Gefahr. Und damit auch kein akuter Handlungsbedarf.

Marco Herack:

Wie lang soll sie denn warten? Also erst mal aussetzen, die Zinserhöhungen?

Silke Tober:

Also ich glaube im Sommer werden wir halt schon wieder neue Inflationsraten veröffentlicht haben. Das heißt, wir haben jetzt schon einen Rückgang in Deutschland auf 6,1 Prozent. Und das dürfte jetzt stetig weitergehen, auch im Euro-Raum insgesamt. Und wenn wir sehen, dass die Inflationsrate ohne Nahrungsmittel und Energie, also die sogenannte Kernrate, auch weiter sinkt, dann braucht sie die Zinsen nicht mehr weiter zu erhöhen.

Marco Herack:

Ich hab das deswegen gefragt, weil du vorhin ja gesagt hast, das kann ja viele Monate bis anderthalb Jahre dauern, eh sich so ein Zinsschritt in beide Richtungen ja dann umsetzt in seiner Wirkung. Da kann ich mir ja schon vorstellen, ist es gedanklich schon schwierig, zu sagen, ich warte jetzt mal zwei, drei Monate, weil man würde ja dann auch den Effekt immer hinten rausschieben, und eigentlich noch gar nicht den Effekt wirklich sehen.

Silke Tober:

Ja. Unsere Analyse sagt uns halt, wenn sie ein paar Monate wartet, dann sieht sie, dass die Kernrate deutlich runterkommt und dann muss sie nichts mehr machen. Wenn jetzt natürlich es anders kommt, dass zum Beispiel jetzt doch die Lohnerhöhungen noch mal deutlich massiver sind oder sich andere Anzeichen für eine Überschussnachfrage im Euro-Raum zeigen, dann müsste sie die Zinsen tatsächlich stärker erhöhen.

Sebastian Dullien:

Ja, das sehe ich auch so. Also ich mein, man kann es sich ein bisschen, ich weiß nicht, in welchen Lehrbüchern das ist, Geldpolitik wird ja gerne als so ein Heizungs-thermostat dargestellt.

Marco Herack:

Bitte keine Heizungsmetaphern.

Sebastian Dullien:

Keine Heizungsmetaphern, die magst du nicht mehr.

Silke Tober:

Nein, im Augenblick ist das, glaub ich ...

Marco Herack:

Du, das ist verbranntes Gebiet. Aber mach weiter.

Sebastian Dullien:

Nein, nein, das brauchen wir nicht machen. Nur einfach, der Punkt ist, wenn du irgendwie ... also da kannst du es einfach schnell übertreiben. Auch wenn du beim Herd, wenn du jetzt irgendwie Milch warmmachen willst und du stehst am Herd und es geht dir nicht schnell genug und dann drehst du es einfach auf volle Pulle, weil du denkst, das ist besser so, dann, oder beim Spiegeleibraten, dann verbrennst du die Sachen eben schnell. Und das ist hier auch das Problem. Da ist einfach eine Verzögerung.

Marco Herack:

Das heißt, ab einem gewissen Punkt muss man dann auch einfach ...

Sebastian Dullien:

Man muss einfach Geduld haben. Also es ist ja bei ...

Marco Herack:

Und Vertrauen.

Sebastian Dullien:

Geduld und Vertrauen. Was heißt Vertrauen?

Marco Herack:

Ja, in die eigene Analyse.

Sebastian Dullien:

Ja, das natürlich auch. Wobei, ich glaub, man darf einfach hier auch keine Panik schieben. Panik ist bei ganz vielen solchen Entscheidungen dann ein ganz schlechter Ratgeber. Es gab jetzt Zeiten, wo man den Eindruck hatte, dass da einige Leute bei der EZB fast in Panik verfallen sind. Wenn dann so Ansagen kamen, wie das hörte sich so an, als hätten sie gesagt, wir werden jetzt weiter erhöhen, unabhängig davon, wie die nächsten Daten ausfallen. Und das ist natürlich eigentlich schon etwas merkwürdig. Also grad in einer Situation, wo man nicht weiß, wie die Lage ist und was grad passiert.

Marco Herack:

Ja. Silke, da kannst du vielleicht uns noch mal auf die Sprünge helfen, so eine Notenbank funktioniert ja auch zwei Ebenen. Einmal die aktive, was sie tut. Aber auch auf der kommunikativen. Ist so eine harte Ansage vielleicht auch dafür gedacht, den Markt oder die Menschen da draußen zu disziplinieren?

Sebastian Dullien:

Wer wird denn diszipliniert davon, Marco? Das ist ja noch mal die Frage. Es ist ja auch so eine Debatte, die wir immer bei diesen Erwartungen haben. Also Erwartungen treiben dann Inflation. Und wenn man dann fragt, ja, wer ist das denn eigentlich

und kannst du mir erklären, wie genau jetzt der Wirkungsmechanismus ist von der Erwartung, die du da misst, zu der Inflation, dann wird es entweder schwach oder der Wirkungsmechanismus, der dann erzählt wird, ist nicht plausibel.

Marco Herack:

Also ich kann zumindest für den Finanzmarkt sagen, dass die Erwartungshaltung schon eine Rolle spielt, wie investiert wird. Und das wiederum eine starke Rückwirkung auf den Finanzmarkt hat. Was jetzt so Unternehmen betrifft, ob die sich dann, also ich glaube schon, dass ... also da gibt's ja mittlerweile bei Unternehmen auch recht ausgefeilte Systeme, was Finanzmanagement betrifft, dass auch die da ein Auge drauf haben. Was natürlich einen mittelständischen Konzern betrifft, vielleicht eher nicht.

Sebastian Dullien:

Aber das ist noch mal die Frage, was ist das, was du erreichen willst? Natürlich, wenn du die Wirtschaft jetzt abbremsen willst, dann magst du Recht haben. Also wenn ich dann sage, ich erhöhe jetzt um einen halben Prozentpunkt und dann noch mal einen halben Prozentpunkt, noch einen halben Prozentpunkt. Ich warte eigentlich gar nicht hab, dann wirst du natürlich oder wirst du möglicherweise den Effekt haben, dass Leute bestimmte Investitionen überdenken. Ja, gut, das ist aber die Frage, ist das das, was wir gerade im Moment brauchen in dieser Form?

Silke Tober:

Aber bei einer Sache, das ist natürlich schon richtig, dass die EZB ganz klar machen will, wir haben jetzt etwas überhöhte Lohnsteigerungen, das darf sich nicht fortsetzen. Also das will sie schon auch kommunizieren. Weil wenn sich das fortsetzt, dann muss sie die Zinsen wirklich noch mal stärker ... dann brauchen wir eine restriktive Geldpolitik.

Sebastian Dullien:

Kommunizierst du das, Silke, dadurch, dass du sagst, egal, was da jetzt passiert, ich zieh die Zinsen hoch? Also wenn ...

Silke Tober:

Nein, ich hatte Marco anders verstanden als du. Ich meinte, die haben einmal die aktive Geldpolitik, dass sie die Zinsen erhöhen und dann senden sie aber auch Signale aus.

Sebastian Dullien:

Klar.

Silke Tober:

Sie sagen also, wir werden alles tun, um diese Inflation wieder nach unten zu kriegen. Und auch wenn das heißt, dass wir die Wirtschaft abwürgen müssen, dass wir die Zinsen noch deutlich stärker erhöhen müssen.

Sebastian Dullien:

Klar.

Marco Herack:

Und in dem Sinne haben wir auch grade alle Recht, weil der Punkt, den Sebastian da macht, der würde ja in meiner Aussage, die ich gerade eben getroffen hab, mit der Kommunikation, auch bedeuten, wenn die EZB echt sagt, egal, was kommt, ich erhöhe die Zinsen, um wirklich Marktvertrauen zu erhalten, müsste sie es dann auch tun. Weil sonst wäre es ja gelogen. Also es muss schon kohärent sein.

Silke Tober:

Ja, und es kann auch nach hinten losgehen.

Marco Herack:

Genau.

Silke Tober:

Weil wenn sie die Zinsen zu stark erhöht, dann werden die Märkte irgendwann erwarten, oh, Anfang nächsten Jahres wird sie die Zinsen aber auch wieder deutlich senken, weil dann die Wirtschaft am Boden liegt. Und das sehen wir ja jetzt schon, sowohl für die USA, also für den Euro-Raum, dass schon für kommendes Jahr wieder Zinssenkungen erwartet werden.

Marco Herack:

Genau, haben sich aber auch verschoben, weil sie wurden schon für Ende dieses Jahres erwartet.

Silke Tober:

Das ist richtig. Verschiebt sich alles, aber das zeigt uns nur noch mal, wir sind wirklich in einer historisch einmaligen Situation. Und deswegen ist es auch sehr schwer, abzuschätzen, wie wirkt die Geldpolitik im Augenblick, wenn alle synchron die Zinsen erhöhen? Wie wirkt es, wenn wir so einen massiven Preisschock hatten. Sebastian hat es schon gesagt. Ölpreisschocks hatten wir früher, aber kombiniert mit einem Gaspreisschock, der auch noch einen Elektrizitätspreisschock nach sich zieht, so was hatten wir einfach noch nicht. Und daher muss man ein bisschen vorsichtig vorgehen.

Marco Herack:

Damit wären wir am Ende der Sendung. Ich danke euch für das Gespräch, Sebastian Dullien.

Sebastian Dullien:

Ja, danke Marco für die Moderation. Und danke Silke fürs Dabeisein.

Marco Herack:

Und Silke Tober, danke schön.

Silke Tober:

Ja, danke euch beiden.

Marco Herack:

Wenn ihr dazu noch ein paar Gedanken habt, dann schickt sie uns: systemrelevant@boeckler.de ist unsere E-Mail-Adresse. Auf Twitter findet ihr uns [@boeckler_de](https://twitter.com/boeckler_de). Und wir freuen uns natürlich, wenn ihr uns in einem Podcatcher eurer Wahl abonniert. Sebastian findet ihr ebenfalls auf Twitter: [@sdullien](https://twitter.com/sdullien). Also Sebastian Dullien. Euch vielen Dank fürs Zuhören und bis nächste Woche. Tschüss.

Sebastian Dullien:

Bis dann. Tschüss.

Silke Tober:

Tschüss.