

SYSTEMRELEVANT 67

Woher kommt die derzeit ungewöhnlich hohe Inflation? IMK-Direktor Sebastian Dullien erläutert im Podcast die Hintergründe. Plus: Was die Europäische Zentralbank (EZB) in Zukunft anders machen will.

Marco Herack:

Heute ist Donnerstag, der 5. August 2021. Willkommen zur 67. Ausgabe von Systemrelevant. Sebastian Dullien, ich grüße dich.

Sebastian Dullien:

Hallo Marco.

Marco Herack:

Du bist der Direktor des Instituts für Makroökonomie und Konjunkturforschung, bekannt als IMK bei der Hans-Böckler-Stiftung. So und wir sind zurück aus der selbstauferlegten Sommerpause, wie wir letzte Folge auch schon festgestellt haben. Und die Frage aller Fragen lautet nun also, Sebastian, hast du dich gut erholt oder hast du deine Impftabellen im Urlaub aktualisiert?

Sebastian Dullien:

Ich habe mich gut erholt und hab die Impftabellen tatsächlich im Urlaub dann nicht angefasst. Also ich habe schon ein bisschen mal Twitter gelesen und ein bisschen die Nachrichten verfolgt. Das war ja nicht so erfreulich mit den Impfzahlen zuletzt in Deutschland, aber ich habe die Finger vom Computer an der Stelle gelassen und das erst getan, als ich wieder zurückgekommen bin.

Marco Herack:

Willst du uns ganz kurz sagen, wie es aussieht?

Sebastian Dullien:

Ja, ich mein, wir hatten ja damals gesagt, bis Ende Juli können alle impfwilligen Erwachsenen in Deutschland geimpft werden, das ist wohl auch gelungen. Na ja, jetzt übertreibe ich ein bisschen, ein paar sind vielleicht noch nicht geimpft. Es sind nur wesentlich weniger Menschen geimpft worden, als wir gedacht und gehofft hatten. Also die Impfwilligen sind deutlich weniger offensichtlich, als wir so projiziert hatten. Und das heißt, dass im Juli, das sieht man, da sind die Zahlen eigentlich abgeknickt, also die Impfzahlen lagen bis Ende Juni bis zum Beginn der Sommerferien hier in Berlin eigentlich so auf dem Pfad. Und danach sind sie abgeknickt und inzwischen werden pro Tag weniger als hunderttausend Menschen erstgeimpft. Also es ist ziemlich mager. Und das ist natürlich schon traurig, weil das bedeutet, dass einfach relativ viel Menschen anfällig sein dürften, wenn jetzt die nächste Corona-Welle reinläuft. Und mir wird so ein bisschen mulmig, wenn ich an den Schulstart denke. Und dann viele Kinder, die nicht geimpft sind, dabei.

Marco Herack:

Ja, und was das alles für die IMK-Prognose bedeutet, werden wir in einer der nächsten Folgen vielleicht besprechen.

Sebastian Dullien:

Genau, da müssen wir dran, an die IMK-Prognose und das machen wir sowieso ja regelmäßig dann im September.

Marco Herack:

Also von uns derweil vorweg der Hinweis, wenn ihr uns erreichen möchtet, um Ideen, Fragen oder Unmut kundzutun, dann könnt ihr das tun, indem ihr uns beispielsweise auf Twitter antickert [@boeckler_de](#) oder auch per E-Mail an systemrelevant@boeckler.de. Also Hinweise, Korrekturen und Anregungen bitte einfach einschicken. Und Sebastian findet ihr auf Twitter als [@sdullien](#), also Sebastian Dullien. Mein Name ist Marco Herack und wir möchten uns heute über die Inflation unterhalten und ein damit verbundenes Thema: die Strategierevision der EZB. Warum reden wir über Inflation? Nun, das Statistische Bundesamt hat vorläufige Zahlen zur Inflationsentwicklung im Juli rausgegeben. Und mancher stand dann Kopf, na ja, vielleicht nicht wörtlich, aber innerlich. 3,8 Prozent soll da die Inflation betragen haben. Wir sind alle auf die erste Revision gespannt. Und im Juni waren das noch 2,3 Prozent. Daher dann wohl auch die Aufregung. Wobei schon die 2,3 Prozent mancher als sehr aufregend empfand. Sebastian, weiß man denn, warum die Inflationsrate so hoch ist?

Sebastian Dullien:

Wir wissen, warum die Inflationsrate jetzt deutlich über 2 Prozent liegt. Wir wissen auch, warum sie jetzt so hoch ist. Ich glaub, die spannendere Frage ist eigentlich, da werden wir wahrscheinlich später drüber reden, ob sie so hoch bleibt. Denn einer der Gründe, warum es jetzt wirklich deutlich höher ist als in den Vormonaten, sind einfach so statistische Sondereffekte. Da komm ich gleich zu. Das hat mit der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung aus dem letzten Jahr zu tun. Und das hat damit zu tun, dass im vergangenen Jahr das Öl und die Energie sehr, sehr billig war. Und da kommt da so was rein, das nennt sich „statistischer Basiseffekt“ und der zieht vorübergehend dann die Zahlen ganz schön in die Höhe. Das, was hier letztes Jahr passiert ist, im Juli, ist, dass die Mehrwertsteuer gesenkt worden ist, vorübergehend, bis Januar. Ja, 3 Prozentpunkte für den regulären Satz. Also 19 auf 16 und dann er ermäßigte Satz von 7 auf 5. Und Restaurantmahlzeiten von 19 auf 5. Also weil da hatte man schon vorher gesagt, Mahlzeiten im Restaurant werden zum 1.7. von dem regulären Satz auf den reduzierten Satz gesenkt. Und dann ist der reduzierte Satz noch mal kurzfristig angepasst worden.

Das heißt, da hat es eine wirklich deutliche Senkung gegeben. Und jetzt ist nicht alles davon weitergegeben worden an die Kunden, aber ein Teil der Senkung ist halt schon an die Kunden weitergegeben worden. Es gibt eine Reihe von Schätzungen. Ich würde sagen, es ist wahrscheinlich ein bisschen mehr als die Hälfte, insgesamt an die Kunden weitergegeben worden. Und das heißt, vom Juni bis Juli vergangenen Jahres sind dann einfach die Preise gefallen. Und wir hatten dann auch in der zweiten Jahreshälfte Inflationsraten unter null. Da kam dann noch dazu, dass, ich

weiß nicht, ob du dich dran erinnerst oder auch die Hörerinnen und Hörer, dass auch der Ölpreis sehr, sehr niedrig war im vergangenen Jahr. Da gab es, glaub ich, so Nachrichten von wegen negativer Ölpreis und ...

Marco Herack:

Ja, das war aber im März, glaub ich. Oder im ...

Sebastian Dullien:

Das war im März und das war auch eher ein Kuriosum, das hat sich nicht voll durchgeschlagen, aber trotzdem war der Ölpreis letztes Jahr einfach sehr niedrig. Und wenn der sich jetzt normalisiert, dann habe ich einfach gemessen zum Vorjahr einen ziemlichen Preisanstieg. Also nehmen wir mal an, der Ölpreis ist normalerweise bei 50 und dann ist er letztes Jahr auf 10 runter, dann habe ich da natürlich so einen negativen Druck auf die Inflationsrate. Und das hat auch dazu beigetragen, dass es dann ins Negative gekippt ist. Und wenn es jetzt wieder auf 50 geht, kann man sich ja ausrechnen, da hab ich da einfach schon mal da eine riesige Steigerung. Und genauso funktioniert das mit der Mehrwertsteuer. Die war im Juli dann eben niedriger. Dann sind die Preise gesenkt worden in einigen Bereichen. Und wenn ich jetzt vergleiche, am 1. Januar sind die Preise dann wieder zurückgesprungen, und im Januar, Februar hat man es dann zum Vorjahr verglichen, da ist dann nichts aufgefallen. Weil das war ja die gleiche Mehrwertsteuerrate wie im Vorjahr. Aber jetzt ab dem Juli habe ich plötzlich für dieses Jahr eine höhere Mehrwertsteuerrate, nämlich die alte, 9 und 7 Prozent. Und vergleiche die dann mit dem Vorjahr, wo es dann ja 16 und 5 Prozent waren, und das treibt dann auch schon ziemlich deutlich diese gemessene Inflationsrate nach oben.

Marco Herack:

Ja, ich glaub, man kann beim Ölpreis sagen, um das mal in Zahlen auszudrücken, also der war so um die 40 vor einem Jahr. Und jetzt pendelt er so zwischen 65 und 75 rum. Also das ist ja dann schon eine merkliche Steigerung beim Ölpreis. Und das wirkt dann natürlich entsprechend stark. Ja.

Sebastian Dullien:

Genau, das wirkt auch auf die anderen Energieträger. Weil ja viele Preise auch dann da dran gekoppelt sind. Dadurch haben wir diesen Energiepreisanstieg von 11,6 Prozent gehabt im Juli gegenüber dem Vorjahr in Deutschland.

Marco Herack:

Jetzt könnte man ja sagen, das geht jetzt noch bis Ende des Jahres, also die Mehrwertsteuer, das waren ja sechs Monate, wo sie gesenkt wurde. Also bis Ende Dezember. Und das müssen ja dann ... ab Januar fällt ja dieser Effekt weg. Und bei den Energiepreisen, ja, gut, das wissen wir natürlich immer nicht, wie die sich entwickeln, aber wenn sie stabil bleiben würden, würde dieser Effekt ja dann auch rech

bald wegfallen. Und zwar, wenn ich mal so auf den Preis gucke, spätestens im Februar bis Mai.

Sebastian Dullien:

Also das sehen wir auch so. Ich würde damit rechnen, dass wir im Januar einen ganz massiven Rückgang der Inflationsrate sehen. Bei der Energie kommt dann noch ein Sonderfaktor dazu. Wir haben ja jetzt diese sogenannte CO2-Bepreisung. Also diese in Stufen steigende Bepreisung von Benzin, Heizöl und so weiter. Und da wird im Januar die nächste Stufe dann in Kraft treten. Und die dürfte wahrscheinlich verhindern, dass dann zu weit runtergeht. Aber dieser Effekt der Mehrwertsteuersenkung, der ist halt schon ziemlich groß. Also das heißt, wir würden damit rechnen, dass es dann wieder in Richtung 2 geht.

Marco Herack:

Und von anderer Seite gibt's keinen Inflationsdruck?

Sebastian Dullien:

Wir haben noch so ein paar Sachen, Nahrungsmittel waren relativ teuer. Da ist nicht ganz klar, was dahintersteckt, mein Verdacht wäre, dass da auch das Hochwasser und dieser Starkregen beigetragen hat. Das haben wir ja dann auch ganz gerne im Sommer, dass so bestimmte Witterungslagen, wenn dann bestimmte frische Lebensmittel weniger geerntet wurden, dass das dann auch da auch durchschlägt. Aber auch das sind ja dann Effekte, die so Einmal-Effekte sind und weggehen.

Marco Herack:

Wobei wir ja schon gesehen haben, an den Kapitalmärkten, dass die Nahrungsmittelpreise allgemein nach oben gegangen sind, schon im Vorfeld.

Sebastian Dullien:

Klar. Wir haben ja auch ein paar Lieferengpässe bei bestimmten Dingen. Wir haben Container, die irgendwo am falschen Ende der Welt liegen. Und wodurch dann Frachtraten höher sind. Und das schlägt sich schon in gewisser Weise auf die Preise durch. Das heißt, da sind schon so ein paar kleinere Effekte drin. Aber eigentlich ganz gut, also wenn man das auseinanderdividieren möchte, was ist jetzt hier so ein spezielles deutsches Phänomen und was ist ein anderes Phänomen, dann hilft es, auf die Sachen, also auf die europäischen Preise zu gucken, und für die Euro-Zone insgesamt ist die Inflation zwar auch gestiegen, aber von 1,9 auf 2,2 Prozent. Und auch da sieht man, wenn man sich die Einzelkomponenten ansieht, das ist wirklich vor allem Energie, die da das getrieben hat. Da ist der Energiepreisanstieg bei über 14 Prozent. Und alle anderen Komponenten sind eigentlich unter 2 Prozent. Ich sag jetzt, warum guckt man auf Europa? Weil zum Beispiel die Dinge, wie höhere Frachtraten aus China, das ist etwas, da würde man sagen, na ja, das ist ja nicht speziell Deutsches, sondern das ist in den anderen Ländern eigentlich auch so. Und im Rest der Euro-Zone sind auch die Nahrungsmittel nicht so gestiegen wie bei uns,

also die Preise für die Nahrungsmittel. Das ist schon ein sehr deutsches Phänomen. Jetzt kommt dazu, dass alles ein bisschen anders mal gemessen wird in Deutschland als bei dem Harmonisierten Verbrauchspreisindex, aber da scheinen tatsächlich deutsche Sondereffekte jetzt eine Rolle zu spielen.

Marco Herack:

Kann man denn einfach nicht hergehen und sagen, so volatile Geschichte wie so ein Energiepreis, den nimmt man einfach mal raus aus der Inflationsberechnung?

Sebastian Dullien:

Das macht man zum Teil ja auch. Darum gucken eben die Zentralbanken auch zum Teil stärker auf die sogenannte Kerninflation. Da gibt's verschiedene Definition. Das heißt, da nimmt man die sehr schwankungsanfälligen Preise raus, wenn man sagt, das ist eh was, was die Zentralbank jetzt nicht kontrollieren kann. Und dann auch gar nicht erst sollte. Und von daher gibt's da einen Index, der zum Beispiel auf alles guckt, außer Energie. Und dann gibt's noch welche, wo Energie und frische Lebensmittel rausgenommen sind. Und dann gibt's noch einen Index, wo man auch noch Alkohol und Tabak rausgenommen hat, weil das so Komponenten sind, wo gerne mal die Steuern erhöht werden. Und wenn dann irgendwo die Zigaretten- und Tabaksteuer erhöht wird, dann sieht das auch immer gerne aus wie ein Inflationsschub. Aber das hat eigentlich nichts mit richtiger Inflation zu tun.

Marco Herack:

Ja, außer, man raucht und trinkt?

Sebastian Dullien:

Ja, gut, aber wir Ökonomen oder zumindest am IMK, ich weiß nicht, ob das alle so machen, wir unterscheiden immer zwischen Preisanstieg und Inflation. Und Inflation Situation für uns ein Prozess, wo nicht nur einmalig die Preise sich verschieben, sondern wo dann quasi durch die höheren Preise auch dann die Löhne stärker steigen und die Lohnforderungen und wir dann dauerhaft eine höhere Inflation haben. Also so eine Tabaksteuererhöhung führt normalerweise nicht zu Inflation, sondern nur zu einer gemessenen Teuerung für einen kurzen Zeitraum.

Marco Herack:

Gut, dass du es ansprichst. Der Friedrich Heinemann vom ZEW ist da nämlich recht alarmiert. Er erwartet nun den stärksten Inflationsschub sei drei Jahrzehnten. Zudem sei die Inflation eine Folge der Pandemie. Und ich verkürze das jetzt mal, das sind zwar alles nur vorübergehende Effekte, aber man darf die Effekte nicht verharmlosen. So würde nun niedrig bis gar nicht verzinste Geldvermögen entwertet und es droht eine Lohnpreisspirale, das, was du grade eben angesprochen hast. Ist das so? Droht die jetzt? Also gehen jetzt die Gewerkschaften auf die Barrikaden und sagen, die Leute verhungern, wir brauchen mehr Lohn?

Sebastian Dullien:

Also bislang kann ich das noch nicht beobachten. Und wenn ich mir die Lohnabschlüsse ansehe, die so die letzten 12, 18 Monate gemacht worden sind, dann sind die eigentlich eher ziemlich niedrig und bescheiden gewesen. Also von den Löhnen kommt bestimmt kein Inflationsdruck. Also ich habe jetzt auch noch keine Lohnforderung gesehen, wo gesagt worden ist, na ja, wir fangen mal bei den 3,8 Prozent an und dann legen wir noch die Produktivität drauf und noch eine Umverteilungskomponente. Und das heißt, wir gehen mal mit 7 Prozent Lohnforderung in die Lohnrunde rein. Das gibt's ja einfach nicht. Und von daher halte ich das für eine ziemlich übertriebene Einschätzung. Das ist ja auch nicht so, dass die Tarifexperten und -expertinnen in den Gewerkschaften, dass die das nicht verstehen würden. Die haben ja auch gesehen, was mit der Mehrwertsteuer letztes Jahr passiert ist. Die haben gesehen, was jetzt mit der Mehrwertsteuer passiert. Die hören von uns, dass wir sagen, im Januar wird sich das wieder ein bisschen normalisieren. Und da wird man jetzt nicht diese 3,8 Prozent da als Grundlage für die Forderung nehmen. Und auch nicht, wenn es jetzt kurz über 4 Prozent geht, dann eben die mehr als 4 Prozent. Ich meine, der Herr Heinemann hat natürlich Recht, dass das der stärkste Teuerungsschub sein wird, den wir seit Mitte der 1990er Jahre hatten. Und das hat aber eben ganz, ganz stark mit dieser Mehrwertsteuernummer zu tun. Also das haben wir ja einfach auch nie gehabt, diese temporäre Absenkung der Mehrwertsteuer. Wir hatten mal diese Erhöhung 2008. Da hat man auch was gesehen, da war die Inflation vorher extremst niedrig. Dann hat man da auch im Vorfeld, 2007, 2008, da ist sie auch kurz auf über 3 Prozent geschossen. Ja, aber eben jetzt nicht 3,8. Und das hat sich danach aber eben auch ganz normal wieder normalisiert.

Marco Herack:

Du warst ja nie ganz glücklich mit dieser Mehrwertsteuererhöhung. Zeigt sich da jetzt vielleicht auch noch mal im Nachgang, dass die noch mal so einen ganz anderen Effekt hat? Weil das ja schon so eine gewisse Verunsicherung jetzt vielleicht mit sich bringt, so eine hohe Inflation?

Sebastian Dullien:

Na ja, ich meine, wir kriegen jetzt eine ungünstige Diskussion über angebliche Inflationsphänomene und die deutsche Debatte ist ja immer sehr anfällig für Inflationspanik. Also grade, was die EZB angeht, da wird ja immer von dem „Teuro“ geredet und von den Italienern, die uns unsere Währung kaputt, unser Geld kaputt machen und dann wird völlig übersehen, dass die Bundesbank eigentlich höhere Inflationsraten hatte als die Europäische Zentralbank. Das ist natürlich jetzt schon ungünstig, dass man da jetzt reinkommt und dass das auch nicht ..., dass es da manche Leute gibt, die dann eben auch nicht das vernünftig erklären, woran es liegt. Das ist eben genau dieses, dass es absehbar war. Als das jetzt rauskam, hatten wir auf Twitter eine kurze Diskussion da drüber, wo der Büroleiter des „Handelsblatts“ in Berlin dann auch den Kollegen Achim Truger angeschrieben hat. Dass er ja immer die Inflation gesucht hätte und da sei sie ja jetzt endlich. Und daraufhin hat man noch

mal nachgeguckt und ich hatte mit dem „Tagesspiegel“ im Mai gesprochen, und da hatte die Bundesbank schon gesagt, wir kommen auf 4 Prozent Inflation im zweiten Halbjahr. Und da hatte ich gesagt, ja, klar, das ist absehbar, dass das kommen wird wegen dieser Basiseffekte. Und von daher wäre es schön, wenn man da jetzt auch keine Panik machen würde. Das ist einfach nicht hilfreich. Aber es stimmt schon, das ist jetzt eins der Probleme der temporären Mehrwertsteuersenkung, das ist aber natürlich das, worüber die auch funktioniert, wenn sie überhaupt funktioniert, dass Leute eben aus Angst vor dem Preisanstieg später die Käufe vorziehen. Aber, ja, ich fürchte, das ist dann so ein bisschen die Kopfgeburt von theoretischen Makroökonomern, dass das eine gute Idee ist. Ja, wie du sagst, ich glaub, es führt jetzt eher zu Verunsicherungen.

Marco Herack:

Spannend fand ich auch, dass das ZEW davor gewarnt hat, dass China die gestiegenen Kosten dauerhaft an die Verbraucher weitergibt. Sie also nicht senkt, die Preise, wenn die Kosten wieder zurückgehen. Und genau hierzu habe ich Gegenteiliges aus China zu berichten. Denn dort wiederum geht man davon aus, dass wir hier über Einmaleffekte sprechen. Es traut sich also keiner, die Kosten, die die in der Produktion gerade haben, die wesentlich höher sind, komplett weiterzugeben an die Käufer der Waren. Und man reicht dort möglichst wenig der Kosten weiter. Was auch ein bisschen daran liegt, dass es dort eine sehr starke Konkurrenz vor Ort gibt. Das heißt, wenn die eine Fabrik ein bisschen erhöht, dann macht die andere es zum alten Preis. Und dann wechseln die Kunden. Ist ja eigentlich das, was man sich von Märkten erhofft? Das ist die ideale Marktwirtschaft.

Sebastian Dullien:

Ja, vor allem, ich meine, das ist ja manchmal dann ein bisschen schräg, wenn dann geredet wird, China wird dann die Preise erhöhen und sie nicht wieder senken. Weil vielleicht bei manchen Gütern, aber nicht bei allen Gütern. Und vor allem nicht bei der breiten Masse der Konsumgüter ist China ein monolithischer Block. Das ist nicht so, dass da das Politbüro sitzt und sagt, so, jetzt erhöhen wir die Preise für die Exporte. Sondern diese Exportwirtschaft ist, wie du sagst, das ist schon in weiten Teilen eine ziemlich kapitalistische, marktwirtschaftliche, wettbewerbliche Wirtschaft, wo es auch viele Anbieter gibt. Und bei einigen Gütern gibt's dann auch noch Anbieter in anderen Ländern, in, keine Ahnung, Kambodscha, Thailand, Vietnam, wenn wir jetzt über Textilien reden. Und da sind auch einfach die Preisüberwälzungsspielräume begrenzt oder zumindest, wenn die Unternehmen ihre Marktanteile halten wollen begrenzt.

Marco Herack:

Wer recht entspannt ist, so eben entspannt, so wie du auch, ist das ifo Institut, die erwarten eine Inflation von über 4 Prozent aus benannten Gründen, aber 2022 dann wieder einen Rückgang Richtung 2 Prozent. Was meinst du? Ist das eine valide Prognose?

Sebastian Dullien:

Ja, würde ich sagen, ist eine saubere Analyse. Die haben ja auch gute Ökonomen im ifo Institut sitzen. Also das würden wir auch so sehen.

Marco Herack:

Dann würde ich sagen, dann kommen wir jetzt zur EZB.

Sebastian Dullien:

Sehr gut.

Marco Herack:

Nachdem wir diesen Inflationsschub hier durchgesprochen haben. Warum das alles wichtig ist, ist ja auch, dass die Europäische Notenbank EZB quasi eingreifen müsste, wenn die Inflationsrate nachhaltig über 2 Prozent steigen würde. Und damit sind wir ja dann bei diesem erweiterten Spektrum des Themas. Die EZB hat eine Strategierevision gemacht. Sebastian, was hat sie denn da beschlossen?

Sebastian Dullien:

Ja, im Grunde haben sie das jetzt in die Strategie reingeschrieben, was sie schon in den letzten Jahren machen oder was sich so nach und nach entwickelt hat. Nur mal so zur Erinnerung, die EZB hat ja ihr Inflationsziel zuerst definiert als unter 2 Prozent. Und da gab es dann immer große Diskussionen darüber, was ist eigentlich damit gemeint? Ist eigentlich ... 0 ist ja auch unter 2 und eine Deflation von 1 Prozent ist auch noch unter 2. Und dann haben die anderen gesagt, ja, aber es ist ja eine Deflation, von daher ist das nicht mehr okay.

Marco Herack:

Also die genaue Formulierung war: „Unter, aber nahe 2 Prozent“.

Sebastian Dullien:

Nee, das ist sie ja erst seit der Revision dieses Ziels 2011. Also ich war jetzt noch mal gleich ein Jahrzehnt weiter zurück.

Marco Herack:

Ach so. Okay.

Sebastian Dullien:

Also die haben angefangen mit unter 2. Und dann haben sie es etwas genauer aufgeschrieben mit „unter, aber nahe 2 Prozent“. Und jetzt sind sie, aber das haben sie schon ... also auch das ist ja irgendwie so ein bisschen, was ist denn eigentlich „nahe“? Ist 1,5 noch nah? Ist 1,8 nah?

Marco Herack:

Ich kann es dir nicht beantworten.

Sebastian Dullien:

Genau. Und das war auch immer so ein Rumgeeiere. Und darum haben sie jetzt eben, wie das übrigens die meisten Zentralbanken machen, sich ein symmetrisches Ziel von 2 Prozent gegeben.

Marco Herack:

Und was heißt symmetrisches, mittelfristiges Ziel?

Sebastian Dullien:

Ja, das heißt, dass, wenn jetzt die Inflation bei 2,5 ist, ist das genauso wenig schlimm oder schlimm, wie wenn sie bei 1,5 ist. Und halt das Ziel der EZB ist, dass sie ihre Zinsen so setzen und ihre Geldpolitik so setzen, dass sie über einen Horizont von ein paar Jahren dann auf so einer durchschnittlichen Preissteigerung von 2 Prozent landen.

Marco Herack:

Ach so, dass man das quasi dann so mehr im Mittel betrachtet über die Jahre hinweg?

Sebastian Dullien:

Ja, dass man eigentlich immer, dass man im Grunde, was ja Zentralbanken machen, wenn sie Inflation Targeting machen, also was die EZB im Grunde auch tut, ist, dass sie eine Prognose machen, wie wird die Inflation in, ja, zwei, drei Jahren, so was sein. Und ihre Geldpolitik so ausrichten, dass diese Prognose bei 2 Prozent liegt. Das heißt, wenn wir jetzt aber bei, wie jetzt in Deutschland, diese 3,8 sind ja übrigens ja nur die deutsche Inflation, die europäische ist ja, die Euro-Zonen-Inflation war ja nur bei 2,2 für den Juli, aber nehmen wir mal an, wir hätten 3,8 für Europa und für die Euro-Zone und da wäre aber jetzt schon abzusehen, dass die wieder zurückgehen im Januar, wegen solchen Einmaleffekte, dann bedeutet das, dass die EZB eigentlich gar nichts machen muss, weil die Vorhersage in zwei Jahren ist ja bei 2 Prozent und dann ist alles schon gut und in Butter. Und das ist so, wie die das jetzt eben tun will.

Marco Herack:

Und dann haben sie dazugeschrieben: „Negative Abweichung von diesem Zielwert sind ebenso unerwünscht wie positive“.

Sebastian Dullien:

Genau. Das ist, was ich sagte. 3 Prozent ist nicht besser als 1 Prozent.

Sebastian Dullien:

Das ist schon nach außen hin auch nicht so leicht darzustellen, als einfach zu sagen, wir wollen 2 Prozent und fertig.

Sebastian Dullien:

Ja, also sie wollen ja auch 2 Prozent. Vielleicht bin ich da zu sehr Ökonom. Aber ich finde das eigentlich relativ einfach darzustellen, du hast das Ziel von 2 Prozent und Abweichungen in beide Richtungen sind schlecht. Also wenn du in der Mitte der Straße fahren willst, dann ist das genauso schlimm, wie wenn du, ja, rechts am Graben fährst, wie wenn du links am Graben fährst.

Marco Herack:

Aber es ist prinzipiell ja auch gewollt, den Spielraum zu haben.

Sebastian Dullien:

Sie werden ja schon gewisse Abweichungen akzeptieren. Weil genau treffen kann man es eben nicht. Und ja, im Grunde wird da wahrscheinlich auch vorbereitet, dass es auch mal sein könnte, nachdem wir jetzt Jahre lang immer unter 2, knapp unter 2 lagen, dass man eben auch mal ein paar Jahre leicht über 2 liegt. Wenn es jetzt nicht bei 3, 4 oder 5 Prozent ist.

Marco Herack:

Okay. Dann haben sie gesagt, man möchte auch berücksichtigen, was es kostet, ein Haus zu besitzen. Da muss ich gestehen, das hatte ich gar nicht auf dem Schirm. Aber das war wohl bisher nicht der Fall. Und andere Notenbanken berücksichtigen das.

Sebastian Dullien:

Ja, genau, das ist schwierig. Und das ist auch eine Sache, wo, ich glaub, die noch keine richtig gute Lösung für haben. Ich fang mal an mit der Problembeschreibung. Also das Problem ist, dass bislang zwar Mieten in diesen Index eingingen, aber nicht die Kosten, wenn man selber ein Haus besitzt. So, das hat zur Folge, dass in Ländern, wo sehr viele Menschen Häuser haben, die Wohnungen insgesamt einen viel kleineren Anteil in diesem Warenkorb haben. Weil, nehmen wir mal den Extremfall, jeder hat ein eigenes Haus und zahlt seine Hypothek ab und ich berücksichtige selbstgenutzten Wohnraum nicht, dann hat das ein Gewicht von null in dem Warenkorb. Dann ist egal, was am Wohnungsmarkt passiert, das hat überhaupt keinen Einfluss. Wenn du ein Land hast, wie Deutschland, wo relativ viele Menschen mieten, dann war das Gewicht eben größer. Und allein das ist ja schon halt ein Problem, weil das bringt so eine Asymmetrie da rein zwischen den Ländern.

Nun gibt's verschiedene Methoden, wie man das misst, die Kosten von einem selbstgenutzten Wohneigentum. Also manche Länder sagen, ja, wir nehmen einfach den Vergleich der Miete. Also wenn du eine Wohnung hast, dann tun wir so, als würdest du sie mieten und dann nehmen wir eben ein größeres Gewicht und korrigieren dafür, dass eben manche Menschen nichts mehr zahlen, weil sie ein abgezahltes Haus haben. Es ist eigentlich eine vernünftige Lösung. Und dann ist jetzt das nächste, und da überlegt jetzt die EZB, wie sie das macht, ob sie den Ersterwerb

von Wohnungen da irgendwie in den Preisindex mit reinrechnet. Das ist aber schwierig, weil die Immobilie ja nicht nur eine ... es ist ja so eine komische Mischung zwischen eigentlich einem Gebrauchsgut und einem Vermögensgut. Also wenn mein Haus 10 Prozent teurer wird, bin ich ja nicht als Eigentümer jetzt am Ende nicht ärmer geworden, wie wenn meine Miete 10 Prozent teurer geworden ist. Weil mein Vermögen ist ja gestiegen. Das heißt, das ist eigentlich eine ganz andere Sache. Darum sind an der Stelle, das ist ja jetzt auch noch nicht gemacht, und an der Stelle noch ein bisschen unklar, wie sie es genau dann implementieren wollen, aber da ist einfach ein konzeptionelles Problem bei dem Einbeziehen von Immobilienpreisen. Ich weiß gar nicht, ob wir es hier schon mal besprochen haben.

Diese Frage, sind eigentlich Immobilien heute leistbarer als für unsere Elterngeneration. Wenn man so auf Social Media unterwegs ist, dann wird ja immer gesagt, ja, die Immobilienpreise sind ja so gestiegen und das ist so gemein, weil unsere Generation kann sich keine Immobilien mehr kaufen. Unsere Eltern, die konnten das locker, die Elterngeneration. Ich halte das, und ich glaube, da gibt's gute Daten für, ich halte das für ein Gerücht in der Form. Weil die Immobilienpreise sind zwar gestiegen, aber es sind ja gleichzeitig auch die Zinsen gefallen. Also 2008 zum Beispiel, vor der Euro-Krise und vor der Finanzkrise, da hast du locker mal 5 Prozent für eine Hypothek gezahlt. Also für eine zehnjährige. Und jetzt hast du zurzeit zeitweise unter 1 Prozent gezahlt. Das heißt, du hast einfach ein Fünftel der Zinsbelastung.

Marco Herack:

Ja, das ist ein ganz schwieriges Thema. Die OECD hat jetzt grad Zahlen rausgegeben für Q1, da sind die Immobilienpreise bei den OECD-Staaten im Schnitt um über 9 Prozent gestiegen. Und auch im Vorjahr sind sie 4 Prozent gestiegen. Also es gab keinen Corona-Immobilien-wären-nichts-wert-Effekt. Da ist dann natürlich die Frage, ob es nicht wirklich irgendwann mal diesen Punkt gab, wo das überkompensiert wurde mit den Zinsen. Das Problem, glaub ich, was diese Statistiken betrifft, ist ja, wenn in Deutschland Immobilien gekauft werden, werden die ja nicht nur von Deutschen gekauft, sondern da sind ja teilweise Fonds aus den USA, aus dem UK und sonst wo mit am Werk. Und die haben ja wieder ganz andere Zinsbedingungen. Also da müsste man sich, glaub ich, noch mal die Kapitalströme auch angucken.

Sebastian Dullien:

Ja, aber worauf ich hinauswollte, ist, nehmen wir mal an, du hast dir eine Hypothek von 200.000 Euro jetzt aufgenommen. Dann hattest du dafür im Jahr 2008 bei 5 Prozent, zahlst du 10.000 Euro Zinsen im Jahr. Im Moment zahlst du zum Teil dann nur noch unter 2.000 Euro. Das heißt, eigentlich von der Zinsbelastung kannst du dir einen viel höheren Immobilienpreis leisten als damals.

Marco Herack:

Müsste man jetzt über 30 Jahre auch rechnen, um so einen normalen Zins- ...

Sebastian Dullien:

Ja, klar, muss man länger rechnen. Aber es gibt auch Studien dafür vom, ich hatte das letztens gesehen, vom Empiriker-Institut, und die haben mit so Sparkassen zusammen ausgerechnet, wie jetzt diese ... da kommen jetzt verschiedene Faktoren zusammen, weil du musst den ja auch tilgen und rechnen, dass du über 30 Jahre dein Haus abzahlst, auf jeden Fall, die kamen zu dem Ergebnis, dass, wenn man das ausrechnet und ins Verhältnis setzt zu den Familieneinkommen, den durchschnittlichen in den Ballungsgebieten, dass heute Immobilien tatsächlich leistbarer sind, als sie das zum Beispiel in den frühen 1990er waren. Du bist da skeptisch?

Marco Herack:

Ja, weil sich die Zusammensetzung in den Ballungsgebieten verändert hat vom Publikum her. Das wäre mein erster Einwand.

Sebastian Dullien:

Das mag natürlich sein. Und der Punkt ist, glaub ich, schon, dass es einfach sehr, sehr schwierig ist, das sauber auseinanderzuklämüern. Du hast tatsächlich diesen Zinseffekt. Du hast einen Preiseffekt und du hast wahrscheinlich Recht, dass sich da die Zusammensetzung verändert hat. Ich war auch überrascht, als ich es gesehen hab, aber ich finde es eigentlich nicht ganz unplausibel, weil tatsächlich diese ... ich mein, wir hatten zum Teil in den 1990er Jahren über 10 Prozent Hypothekenzinsen. Das darf man echt nicht vergessen. Und also zwischen 10 und 1 Prozent ist halt schon sehr, sehr viel Unterschied, was du dir an Immobilienpreis leisten kannst.

Marco Herack:

Also ich bin auch völlig bei dir, zu sagen, das ist ein wesentlicher Einflussfaktor auf die Immobilienpreise. Und sie sind in jedem Fall nicht so stark gestiegen, wie es nominal wirkt. Weil du halt dagegen rechnen müsstest. Die Frage ist dann vielleicht, wenn da einer 700.000 Euro für so eine 100-Quadratmeter-Wohnung zahlen muss, ob das dann nicht vom Preis her schon mal per se abschreckt, als wenn es über die Zinsen mitbezahlt wird.

Sebastian Dullien:

Ja, klar. Und es gibt natürlich noch einen anderen Punkt an der Stelle, und das ist dein Eigenkapital. Weil üblicherweise ja die Banken dann gerne einen bestimmten Prozentsatz an Eigenkapital haben möchten. Und wenn du jetzt, ich werfe es einfach in den Raum, 30 Prozent von 700.000 erst mal haben musst, 210.000 musst du erst mal angespart haben. Wenn das 30 Prozent von 200.000 sind, das ist einfach 60.000, ist dann schon einfacher, anzusparen. Also und das ist ja auch so ein Element, von daher ist das nicht ganz so einfach. Aber was man an der Diskussion, glaub ich, schon sieht, ist, dass es nicht so einfach ist, die Kosten von selbstgenutztem Wohnraum vernünftig in einer Inflationsrate abzubilden.

Marco Herack:

Ja. Und vor allen Dingen auch die Risiken. Also wenn man jetzt zum Beispiel eine Wohnung kauft, weil man sagt, okay, die Zinsen sind ja niedrig, wenn die dann in zehn Jahren anfangen, dann hochzusteigen, aber man muss noch 20 Jahre abzahlen ist dann halt die Frage, ob das dann immer noch passt finanziell.

Sebastian Dullien:

Ja, und vor allem noch eine andere Sache, die Frage ist ja, was uns das am Ende hilft, wenn wir das in die Inflationsrate miteinbeziehen. Und wir haben einen Immobilienpreisverfall, was wir auch schon mal hatten in der Vergangenheit, und plötzlich wegen des Immobilienpreisverfalls wird die Inflation insgesamt negativ. Wie soll denn dann die Zentralbank darauf reagieren?

Hinweis der Redaktion: Unterbrechung aus technischen Gründen bei Minute 28:15

Sebastian Dullien:

Ja. Ja, ja, gut. Aber das ist natürlich, wenn, nehmen wir mal an, die Inflation der anderen Komponenten ist dann noch halbwegs im Rahmen, also es ist einfach sehr schwierig, weil wir auch da, Hauspreise sind jetzt nicht so volatil wie Energiepreise, aber wir haben diese sehr starken Aufwärts- und Abwärtsbewegungen, die dann auch über Jahre anhalten. Ich glaube, es ist eigentlich keine wahnsinnig gute Idee, das jetzt mit den Verbraucherpreisen zusammenzupacken. Weil das auch eine andere Logik ist, warum das eine steigt und warum das andere steigt. Also Verbraucherpreise steigen üblicherweise, entweder weil die Löhne steigen oder weil die Kapazitäten überausgelastet sind. Aber Immobilien steigen eben zum Teil auch aus spekulativen Gründen, Immobilienpreise.

Marco Herack:

Aber würde man da nicht hergehen und sagen, okay, dann machen wir halt einen zweiten Indikator, der nur die Immobilienpreise drin hat und das ist halt so ein Indikator, der da nebenher läuft, aber nicht besonders hoch gewichtet ist in der Gesamtscheidung?

Sebastian Dullien:

Das können wir natürlich machen. Aber auch dann musst du dich fragen, also erstens ist es jetzt ja nicht das, was die EZB tun möchte, sondern sie möchte das ja irgendwie gerne integrieren. Und dann, wenn du diesen Zweitindikator hast, dann ist immer wieder die Frage, also erstens hat die EZB kein Mandat, Immobilienpreise anzupeilen oder zu stabilisieren. Das ist ziemlich eindeutig. Das Primärziel der EZB ist ja, Preisstabilität bei den Verbraucherpreisen. Und darüber hinaus soll die allgemeinen Ziele der Wirtschaftspolitik unterstützen. Aber stabile Immobilienpreise sind jetzt irgendwie nicht ... bezahlbare Wohnungen finde ich noch ein vernünftiges wirtschaftspolitisches Ziel, aber stabile Immobilienpreise per se finde ich schwierig als wirtschaftspolitisches Ziel zu definieren. Und dann, was machst du, wenn diese bei-

den Indikatoren gegenläufige Signale geben? Das ist dann halt ein Problem. Von daher, ich glaub, an dieser Stelle ist diese Strategierevision noch nicht so gut gelungen.

Marco Herack:

Ja, gut, es gab ja im Anschluss an die Revision auch so ein bisschen Diskussion, was überhaupt gemeint ist. Also wie das überhaupt zu sehen ist, was die EZB da jetzt gemacht hat. Und wir haben ja noch ein Thema gar nicht angesprochen, Klimawandel soll künftig eine Rolle spielen. Weißt du, wie?

Sebastian Dullien:

Na ja, es gab ja Diskussionen vorher, dass zum Beispiel dann stärker grüne Wertpapiere gekauft werden sollen und dass möglicherweise auch bei der Bankenaufsicht stärker drauf geachtet wird, dass die Banken Eigenkapital zurücklegen, wenn sie in braune, also wenn sie in schädliche CO₂-intensive Branchen investieren oder da Kredite vergeben. Das sind Sachen, die wir auch vom IMK lange gefordert und für richtig gehalten haben. Da sind wir, glaub ich, auch eine Ausnahme bei den deutschen Ökonomen und Ökonominnen. Da gibt's sehr viele, die da das anders sehen. Wir sind der Meinung, dass die Märkte heutzutage, die Finanzmärkte, verzerrt sind zugunsten der Altindustrie und der CO₂-intensiven Industrie. Und dass da die EZB durchaus ein bisschen was machen kann, um diese Verzerrungen rauszuholen.

Marco Herack:

Und diese Entzerrung entsteht durch die vermeintliche Neutralität in der Hinsicht?

Sebastian Dullien:

Es ist ja so, dass große Unternehmen, die etabliert sind, die haben lange ein Rating und die haben dann einfach auch ... sind liquider bei ihren Anleihemärkten. Und wenn die EZB einfach das kauft, was auf dem Anleihemarkt ist und was ein gutes Rating hat, dann ist das Risiko relativ groß, dass sie da eben die alten großen CO₂-intensiven Energiekonzerne günstig finanziert. Und da sagen wir eben, da ist einfach in dem System was drin, da ist eben kein Level Playing Field, sondern diese, im Grunde die Trägheit und die Vergangenheit, die verzerrt das System schon zugunsten dieser Alttechnologien. Und das kann man eben ein bisschen korrigieren, in dem man dann noch einen größeren Anteil an grünen Anleihen kauft. Oder eine andere Sache, die Banken vergeben möglicherweise auch nach alten Risikomodelle und nach alten, wie sie es immer gemacht haben, die Kredite. Und da sind natürlich Risiken drin. Weil wenn ich jetzt für irgendein Unternehmen Kredite gebe, die damit Fracking betreiben und in fünf Jahren darf man da gar kein Gas mehr fördern oder es wird nicht mehr gekauft, dann hat natürlich auch die Bank ein Problem. Zum Teil sind diese Sachen eben nicht vollständig abgebildet in Risikomodelle der Banken. Und darum kann da die EZB, die da ja auch so eine Aufsichtsfunktion hat, kann da aus unserer Sicht auch sagen, da muss mehr Kapital zurückgelegt werden. Da-

mit wird es dann halt teurer für die Banken, Kredite and diese braunen Industrien zu vergeben. Und auch das ist aus unserer Sicht ein marktwirtschaftliches Instrument, was dann eher zu einem funktionierenden Markt führt und nicht das irgendwie verzerrt.

Marco Herack:

Es war ja jetzt ein Riesenbohai, was die EZB da im Vorfeld dieser Entscheidung gemacht hat, also im Vorfeld der Strategieänderung, da waren Verbraucherverbände involviert, Sozialpartner, Bürgerstimmen. Also abseits der Frage, ob du da auch dein Wort mit in den Ring geworfen hast, vielleicht, also wenn man das jetzt anguckt, das ist ja jetzt so ein bisschen Modifikation, aber so der richtig große Wurf ist da jetzt auch nicht draus geworden. Aber das wirkt so ein bisschen komisch auf mich von der Relation her.

Sebastian Dullien:

Ich weiß nicht, ich meine, die EZB ist natürlich eine Institution, die aus verschiedenen Gründen auf, ja, Skepsis bei Bürgerinnen und Bürgern trifft. Und von daher finde ich das eigentlich gut, dass die hingegangen sind und gesagt haben, wir wollen jetzt mit euch mal kommunizieren. Also die EZB hat das Problem, dass es eine europäische Institution ist, was einige Leute schon so ein bisschen mit Vorbehalten sehen. Dann ist Geldpolitik ja sehr abstrakt. Ja, dann kommen halt alle möglichen Vorbehalte und so was dazu. Und darum finde ich das eigentlich gar nicht so schlecht, so einen Prozess da zu machen. Und auf der anderen Seite, was erwartest du so? Man kann sich natürlich über bestimmte Dinge immer streiten. Aber eigentlich hat ja so schlecht Geldpolitik die letzten Jahrzehnte auch nicht funktioniert.

Marco Herack:

Also wenn ich die deutschen Ökonomen frage, da ... oder mal anders, wenn ich meine „FAZ“ aufschlage, könnte ich der Meinung sein, die EZB ist kurz vorm Exitus.

Sebastian Dullien:

Ja, ich mach jetzt keine Kommentare dazu.

Marco Herack:

Schade. Ich habe es versucht.

Sebastian Dullien:

Du hast es versucht. Ich kommentiere jetzt nicht die „FAZ“, aber ich mein, wenn man sich das objektiv anguckt, dann ist doch die Inflation im Rahmen. Die ist ein bisschen niedriger, als man es eigentlich hätte haben wollen. Die Zinsen sind vielleicht auch niedriger, als andere Leute es haben wollen, aber es ist ja nicht notwendigerweise Schuld der Geldpolitik, sondern Zinsen sind ja ein gesamtwirtschaftliches Ergebnis auch. Und von daher ist das ja, ich glaub, dass die großen Zentralbanken dieser Welt heute wesentlich besser mit bestimmten Problemen umgehen können,

als sie das vor 30 oder 40 Jahren konnten und auch getan haben. Das liegt auch eben daran, dass sie bestimmte Dinge gelernt haben. Und da muss man ja jetzt nicht alles verändern.

Marco Herack:

Würde die Märkte vielleicht ja vielleicht verunsichern, wenn zu viel verändert wird.

Sebastian Dullien:

Ja, würde die Märkte wahrscheinlich auch verunsichern. Aber mir ist jetzt auch nicht ganz ... mir fehlt so ein bisschen die Fantasie, was man hätte, denn jetzt ganz groß verändern können. Also natürlich, man hätte sagen können, wir wollen lieber 5 Prozent Inflationsziel statt zwei. Nur da sehe ich jetzt die Vorteile nicht so wirklich. Dann hast du einfach ein bisschen mehr Inflation. Und im Zweifel wären dann irgendwelche „FAZ“-Herausgeber am Herzinfarkt gestorben, wenn das passiert. Aber das ist ja ... also Spaß beiseite, jetzt weniger flapsig, 5 Prozent Inflation sind im Zweifel schlechter als 2 Prozent Inflation, weil wir einfach mehr Preisveränderungen haben, dann auch mehr Volatilität. Und da ist es ja ganz vernünftig, dass man dann eben auch nicht den ganz großen Wurf in dem Sinne macht, dass man einfach alles über Bord wirft.

Marco Herack:

Sebastian Dullien, ich danke dir für das Gespräch.

Sebastian Dullien:

Ja, Marco, ich dank dir für die Moderation.

Marco Herack:

Und wenn ihr in Frankfurt sitzt und uns noch etwas mitteilen möchtet zu den Ausführungen, dann könnt ihr das tun, indem ihr uns auf Twitter erreicht: @boeckler_de oder auch per E-Mail an systemrelevant@boeckler.de. Also Hinweise, Korrekturen und Anregungen bitte an uns einsenden. Und Sebastian findet ihr als @sdullien, also Sebastian Dullien auf Twitter. Vielen Dank fürs Zuhören, euch eine schöne Zeit und bis nächste Woche. Tschüss.

Sebastian Dullien:

Bis bald. Tschüss.