

# REPORT

IMK Report Nr. 181, Juni 2023

Das IMK ist ein Institut  
der Hans-Böckler-Stiftung

## MEHR BESONNENHEIT GEFRAGT: DIE REAKTION DER EZB AUF DIE PREISSCHOCKS 2022

### Geldpolitische Herausforderungen 2023

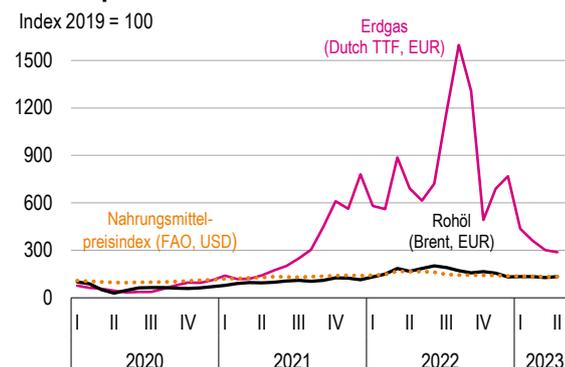
Silke Tober, Thomas Theobald

#### AUF EINEN BLICK

Die EZB hat auf die durch Preisschocks und Lieferengpässe geprägte hohe Inflation nicht zögerlich, sondern zunächst mit Bedacht und dann sehr stark reagiert. Zwischen der Inflation im Euroraum und in den USA bestehen deutliche Unterschiede. Anders als im Euroraum war die Wirtschaft in den USA vor der Pandemie robust, die Arbeitslosenquote hatte 2019 historische Tiefstände erreicht und der Leitzins war deutlich positiv. In der Erholungsphase der Pandemie hat die hohe gesamtwirtschaftliche Nachfrage in den USA die globale Teuerung verstärkt, während der Euroraum die massiven Folgen des Ukrainekriegs zu verkraften hatte. Preisschocks begründen für sich genommen keine Persistenz der Inflation. Mittlerweile ist die EZB allerdings insofern in einer schwierigen Lage, als die aktuellen Lohnsteigerungen nicht mehr mit dem Inflationsziel vereinbar sind. Dennoch ist eine geldpolitische Restriktion wegen der Komplexität und Stärke der Schocks einerseits und der relativ moderaten Lohnreaktion

andererseits nicht erforderlich. Sinkende Energiepreise und abschmelzende Gewinne in Bereichen mit sich entschärfenden Engpässen dürften das bisher abzusehende leichte Überschießen der Löhne kompensieren. Damit zeichnet sich keine Verfestigung der Inflation ab, zumal die Inflationserwartungen unserer Analyse zufolge verankert sind. Die Risiken einer zu restriktiven Geldpolitik sind erheblich und sie bremst zudem kapitalintensive transformative Investitionen und damit die erforderliche Dekarbonisierung der Wirtschaft.

#### Rohstoffpreisschübe



Quellen: EIA; EZB; FAO; Macrobond.



#### AUDIOKOMMENTAR

Silke Tober zu den geldpolitischen Herausforderungen 2023

<https://bit.ly/imkreport181>

## **INHALT**

<b>Einleitung</b> .....	3
<b>Pandemiefolgen und kriegsbedingte Energiepreisschocks prägen Inflation</b> .....	3
<b>EZB hat nicht zögerlich gehandelt, sondern sogar sehr stark reagiert</b> .....	5
<b>Deutliche Unterschiede bei der Inflation zwischen Euroraum und USA</b> .....	7
<b>Bisher keine Verfestigung der Inflation durch Lohnentwicklung oder Inflationserwartungen</b> .....	8
<b>Keine fiskalische oder finanzmarktpolitische Dominanz zu erwarten</b> .....	9
<b>Besonnene Geldpolitik mit Blick auf Preisstabilität, Beschäftigung und Klimawandel</b> .....	9
Infobox 1: Inflationserwartungen .....	13
<b>Literatur</b> .....	16
<b>Impressum</b> .....	18

## **AUTORENSCHAFT**



**Dr. Silke Tober**

Referatsleitung Geldpolitik  
silke-tober@boeckler.de



**Dr. Thomas Theobald**

Referatsleitung Finanzmärkte und Konjunktur  
thomas-theobald@boeckler.de

## EINLEITUNG

Unter dem Eindruck massiver aufeinanderfolgender Preisschocks ist die Inflationsrate im Euroraum innerhalb von zwei Jahren von -0,3% (Dezember 2020) auf den historischen Höchststand von 10,6% (Oktober 2022) emporgeschnellt. In Deutschland war der Anstieg gemessen am harmonisierten Verbraucherpreisindex mit -0,7% im Dezember 2020 und 11,6% im Oktober 2022 noch steiler. Mittlerweile laufen die Preisschocks aus und die Inflationsrate, die im April 2023 bei 7,0% (Euroraum) bzw. 7,6% (Deutschland) lag, dürfte – ohne erneute unerwartete Preisschocks – im Verlauf von 2024 nur noch leicht oberhalb des Inflationsziels der EZB in Höhe von 2% liegen.

Die hohe Inflation ist nicht Folge der langjährigen Niedrigzinspolitik im Euroraum. Wie im Folgenden dargelegt wird, wäre ein solcher Kausalzusammenhang nur dann schlüssig, wenn die Inflation im Euroraum Folge einer überhöhten Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen wäre, für die es kaum Anzeichen gibt.

Der Anstieg des europäischen Börsenpreises für Erdgas (TTF) mit einer Steigerung gegenüber dem Vorjahresmonat in der Spitze um 638% (März 2022) bzw. gegenüber 2019 um 1498% (August 2022)<sup>1</sup> war der entscheidende externe Schock, der die Inflation in Deutschland und im Euroraum auf Höchststände trieb. Hinzu kamen die ebenfalls temporäre, kräftige Verteuerung von Rohöl, wobei die Nordseesorte Brent mit 94% gegenüber dem Vorjahresmonat im März 2022 ihren Höhepunkt fand. Auch die globalen Nahrungsmittelpreise zogen stark an, da das Angebot von Weizen und Ölen aus der Ukraine zurückging und die Kosten für Energie, Düngemittel und Transport in die Höhe schnellten. Die Nahrungsmittelpreise für Verbraucher stiegen zuletzt um 15,0% im Euroraum bzw. um 17,4% in Deutschland.<sup>2</sup>

1 Der Börsenpreis für Erdgas Dutch TTF erhöhte sich von 14,61 EUR/MWh im Vorpandemiejahr 2019 auf 129,54 EUR/MWh im März 2022 und 233,51 EUR/MWh im August 2022. Im April 2023 lag der Börsenpreis mit 42,22 EUR/MWh um 58% niedriger als ein Jahr zuvor und überstieg damit das Vorpandemieniveau nur noch um 189%.

2 Der Begriff Nahrungsmittel wird in unterschiedlichen Abgrenzungen verwendet: Im April 2023 lag die HVPI-Preissteigerungsrate bei Nahrungsmitteln ohne Getränke bei 15,1% (Deutschland: 18,0%), bei Nahrungsmitteln und alkoholfreien Getränken bei 15,0% (Deutschland: 17,4%) und bei Nahrungsmitteln, Alkohol und Tabak 13,5% (Deutschland: 15,5%). Wegen der unterschiedlichen Gewichte lagen die entsprechenden deutschen Raten im nationalen Verbraucherpreisindex bei 17,2%, 16,8% und 15,1%.

## PANDEMIEFOLGEN UND KRIEGSBEDINGTE ENERGIEPREISSCHOCKS PRÄGEN INFLATION

Die Analyse der hohen Inflation ist gegenwärtig besonders kompliziert, weil sich verschiedene Preisschocks und Lieferengpässe überlagern. Hierdurch entstand bereits im vergangenen Jahr auch innerhalb der EZB vereinzelt der Eindruck, die Inflation habe sich verfestigt (Schnabel 2022a). Die Preisschocks und Lieferengpässe lassen sich in vier Phasen teilen.

In der ersten Phase, die bis Mai 2021 dauerte, erholte sich der Rohölpreis von dem pandemiebedingten Einbruch im Frühjahr 2020. Im Mai 2021 erreichte der Preis der Rohölsorte Brent wieder sein Vorpandemieniveau von rund 65 USD/Barrel, was angesichts des Tiefstands von 18 USD/Barrel im April 2020 mit Preissteigerungen um 253% im April 2021 bzw. 113% im Mai 2021 einherging. Zu diesem Zeitpunkt hatte der europäische Gaspreis infolge verringerter russischer Lieferungen sein Vorpandemieniveau bereits um 73% überschritten.<sup>3</sup>

Die zweite Phase reicht bis zum Angriff Russlands auf die Ukraine im Februar 2022. Diese Phase ist gekennzeichnet durch massive Engpässe bei Vorprodukten infolge pandemiebedingter Produktionsausfälle, der kräftigen Erholung insbesondere in den USA und einer veränderten Nachfragestruktur zugunsten von Waren und zuungunsten von Dienstleistungen.<sup>4</sup> Die Rohölpreise zogen weiter an, auch weil die OPEC die Fördermengen reduzierte, wobei die Nordseesorte Brent im Januar 2022 den Preis von knapp 87 Euro je Fass erreichte. Da der Euro zwischen Mai 2021 und Januar 2022 um knapp 7% abwertete, traf dies den Euroraum schwerer als die USA, zumal sich die Einfuhren wegen der Euro-Abwertung insgesamt verteuerten. Der europäische Gaspreis erreichte vor dem Hintergrund der Lieferdrosselungen im Zusammenhang mit den geopolitischen Spannungen rund um die Krim, den Donbas und die Pipeline Nordstream 2 im Januar 2022 mit knapp 85 EUR/MWh ein Niveau, das 4,2 Mal so hoch war wie ein Jahr zuvor und 5,8 Mal wie im Vorpandemiejahr 2019.

In der dritten Phase kam es als Folge des russischen Einmarsches in die Ukraine zu weiteren Preisschüben. Zwischen Januar 2022 und März 2022 schnellte der Rohölpreis um 35,5% empor, der Gaspreis um 52,7% und die Nahrungsmittel-

3 Der US-amerikanische Börsenpreis für Erdgas (Henry Hub) lag zu diesem Zeitpunkt nur um 13% über dem Vorpandemieniveau des Jahres 2019.

4 Im vierten Quartal 2021 überschritt das US-amerikanische BIP das Vorpandemieniveau vom vierten Quartal 2019 zuvor bereits um 4,1%, die privaten Konsumausgaben lagen um 5,7% darüber und die Importe um 10,5%, während die Exporte es um 4,1% unterschritten.

preise um 17,8%. Während die globalen Nahrungsmittelpreise damit ihren Höhepunkt erreichten, stieg der Rohölpreis noch bis Juni 2022 auf 123 USD/Barrel und der europäische Gaspreis bis August 2022 auf durchschnittlich 234 EUR/MWh. Da zudem der Euro wegen der geographischen Nähe zum Ukrainekrieg und der Sorge um einen Gasmangel zwischen Januar 2022 und Oktober 2022 um 13% abwertete, wirkte der Preissprung beim Rohöl noch stärker und auch alle anderen Einfuhren verteuerten sich merklich. Entsprechend markiert der Oktober 2022 mit 10,6% (HVPI) den Höchststand der Inflationsrate im Euroraum (Deutschland 11,6%), wobei Energie 4,4 Prozentpunkte (Deutschland 5,3 Prozentpunkte) zur Inflationsrate beitrug und Nahrungsmittel einschließlich Getränke und Tabakwaren 2,7 Prozentpunkte (Deutschland 2,6 Prozentpunkte) (Abbildung 1). Da es kaum eine Güterart oder Dienstleistung gibt, die ohne Energie produziert werden kann, wirkt die massive Verteuerung der Energie mit Verzögerung auf die Preise nahezu aller Konsumgüter. Ebenfalls preiserhöhend wirkten die Transport-

kosten und die weiterhin bestehenden teilweise erheblichen Lieferengpässe bei Vorprodukten wie Halbleitern.<sup>5</sup>

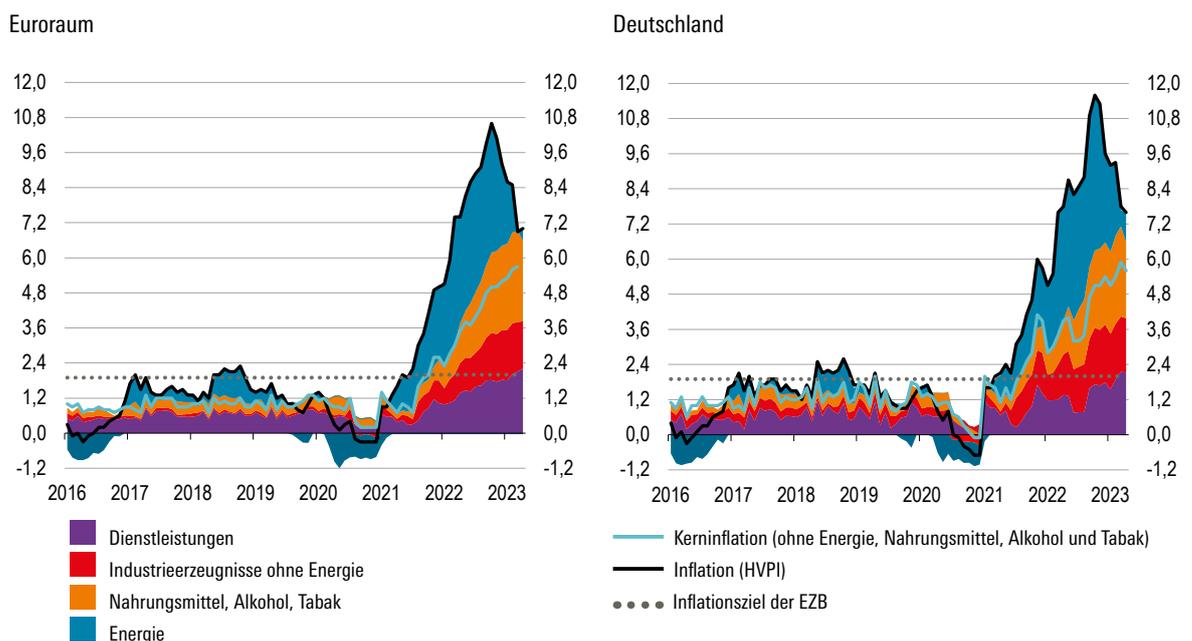
Die vierte Phase hat im Frühjahr 2023 begonnen; die indirekten Effekte der Energie- und auch Nahrungsmittelpreissteigerungen dürften auslaufen und die Kerninflationsrate dürfte allmählich zurückgehen.

<sup>5</sup> In Deutschland ist die Anzahl der Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes, die in den ifo Konjunkturumfragen einen Mangel an Vorprodukten beklagt, zwar seit September 2022 kontinuierlich gesunken, aber im April 2023 gaben immer noch 39,2% der Unternehmen an, dass ihre Produktion durch Engpässe bei Rohstoffen oder Vorprodukten behindert wird. Besonders ausgeprägt scheinen die Engpässe noch bei Produzenten von Datenverarbeitungsgeräten (73,5%), in der Automobilindustrie (68,7%) und im Maschinenbau (62,9%) zu sein (Destatis 2023).

Abbildung 1

### Inflation und Inflationsbeiträge im Euroraum und in Deutschland

% bzw. Prozentpunkte, Januar 2016 – April 2023



Quellen: Eurostat; Statistisches Bundesamt; Berechnungen des IMK.

## EZB HAT NICHT ZÖGERLICH GEHANDELT, SONDERN SOGAR SEHR STARK REAGIERT

Die Geldpolitik hat zunächst mit Bedacht und ihrer Strategie entsprechend auf die erhöhten Preissteigerungsraten reagiert, zumal bis zum Kriegsausbruch allgemein erwartet wurde, dass sich die Lage an den Energiemärkten wieder entspannt (**Abbildung 2**).

Im Dezember 2021 begann die EZB ihre stark expansive Geldpolitik zurückzufahren, indem sie zunächst das Volumen der Wertpapierkäufe reduzierte und die Beendigung des Notfallkaufprogramms PEPP für März 2022 ankündigte. Im Juni 2022 beendete sie dann auch das reguläre Wertpapierkaufprogramm. Vor dem Hintergrund der deutlichen Unterschreitung des Inflationsziels seit 2014 war die EZB richtigerweise bestrebt, die durch die Pandemie geschwächte Wirtschaft weiter zu stützen, damit die Inflation nachhaltig und nicht nur vorübergehend aufgrund von Preisschocks das Inflationsziel von 2% erreicht. Anfang Dezember 2021 wurde allgemein erwartet, dass sich die Gaspreise im Verlauf von 2022 merklich zurückbilden würden. Entsprechend lagen die am 1. Dezember 2021 abgeschlossenen Terminkontrakte für Erdgas mit Lieferung im Juni 2022 bei 43,59 EUR/MWh und damit bei weniger als der Hälfte der letztlich realisierten Notierung (95,60 EUR/MWh). Der Rohölpreis (Brent) lag im Dezember 2021 mit 74 USD/Barrel sogar um knapp 7 US-Dollar unter dem Niveau des Vormonats. Die allgemeine Erwartung damals war, dass sich die durch die Pandemie stark geschwächte Wirtschaft schrittweise erholen würde und die Geldpolitik graduell normalisiert werden könnte.

Der Ukrainekrieg änderte das Bild grundlegend, aber nicht abrupt, sondern in mehreren Eskalationsstufen wie ein Blick in **Abbildung 2** verdeutlicht. Ab-

gebildet sind die Börsenpreise für Erdgas, die zu verschiedenen Zeitpunkten für die Lieferung von Erdgas in einzelnen Monaten der Jahre 2023 und 2024 galten. Im bereits angesprochenen Dezember 2021, als die EZB den Ausstieg aus der stark expansiven Geldpolitik einleitete, lag der Erdgasbörsenpreis im Monatsdurchschnitt bei 114 EUR/MWh (schwarz gestrichelte Linie), aber nur bei 76 Euro bzw. 78 Euro (magentafarbene Linie), wenn die Lieferung des Erdgases auf Juni 2022 oder Dezember 2022 terminiert wurde. Nach der Invasion Russlands schnellten der Börsenpreis für den Sofortkauf und die Zukunftspreise im März 2022 (schwarze Linie) zwar nach oben, aber nicht zum letzten Mal. Im Juni 2022 (hellblaue Linie) lagen die Preise für eine künftige Lieferung in den folgenden 18 Monaten ein weiteres Mal deutlich höher und sie erreichten ihren Höhepunkt erst im August 2022. Mit 234 Euro je Megawattstunde war Erdgas im Monatsdurchschnitt August 2022 mehr als doppelt so teuer wie im Juni 2022 und 16 Mal so teuer wie im Vorpandemiejahr 2019. Die Terminpreise für eine Gaslieferung im Dezember 2022 hatten sich binnen der zwei Monate ebenfalls verdoppelt.

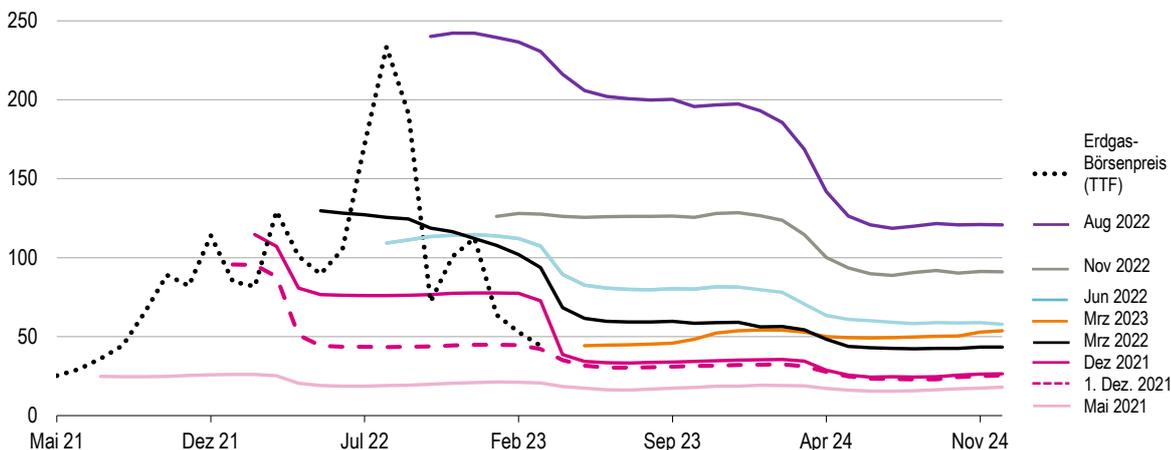
**Abbildung 2** illustriert die Vielzahl aufeinanderfolgender Preisschocks im Bereich Erdgas, die am stärksten ausfielen und hier stellvertretend für Preisschocks im Bereich Energie und Nahrungsmittel aufgeführt sind. Diese Schocks waren nicht vorhersehbar und man hätte sie ohnehin geldpolitisch nicht verhindern können. Sie begründen zudem, warum die Inflationsrate im Verlauf von 2022 bis zu ihrem Höhepunkt im Oktober 2022 immer weiter gestiegen ist.

Der Vorwurf, die EZB hätte zu zögerlich gehandelt, ist daher verfehlt. Im Gegenteil hat die EZB auf die Preisschocks sogar sehr stark reagiert. Allein bis Dezember 2022 hat sie den entscheidenden geldpolitischen Leitzins, den Einlagenzins, innerhalb von

**Abbildung 2**

### Erdgaspreis und Future-Preise 2021–2024

ICE Dutch TTF, EUR/MWh, Monatsdurchschnittswerte, ein Tageswert



Quelle: Macrobond.

nur 6 Monaten um 2,5 Prozentpunkte von -0,5% auf 2% erhöht (Abbildung 3). Das war riskant, weil die Preisschocks bereits eine deutliche Belastung für die Wirtschaft darstellten und allgemein eine Rezession für das Winterhalbjahr erwartet wurde.

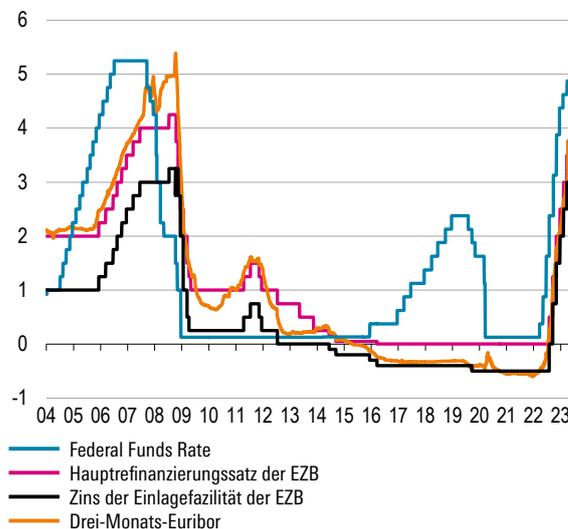
Insbesondere wegen der fiskalischen Entlastungen der Regierungen im Euroraum, der zügigeren Erholung in China nach dem Ende der Null-Covid-Politik, aber auch infolge des kräftigen Rückgangs der Preise für europäisches Erdgas – um 47% im Verlauf des Dezembers 2022 bzw. um 63% zwischen Anfang Dezember 2022 und Ende März 2023 – fiel die konjunkturelle Abkühlung trotz der Zins-

steigerungen etwas schwächer aus als (auch von der EZB) erwartet worden war. Das Bruttoinlandsprodukt stagnierte im Winterhalbjahr und übertraf damit das Vorpandemieniveau in beiden Quartalen um jeweils 2,4 %. Der private Konsum schrumpfte im vierten Quartal 2022 um 0,9 % gegenüber dem Vorquartal und lag damit um 0,8 % unter dem 4. Quartal 2019. Besonders stark gingen die Bruttoanlageinvestitionen zurück (-3,6 %) und waren damit 5,3 % niedriger als vor der Pandemie – gerade jene Investitionen, die für die anstehende Transformation hin zur Klimaneutralität entscheidend sind.

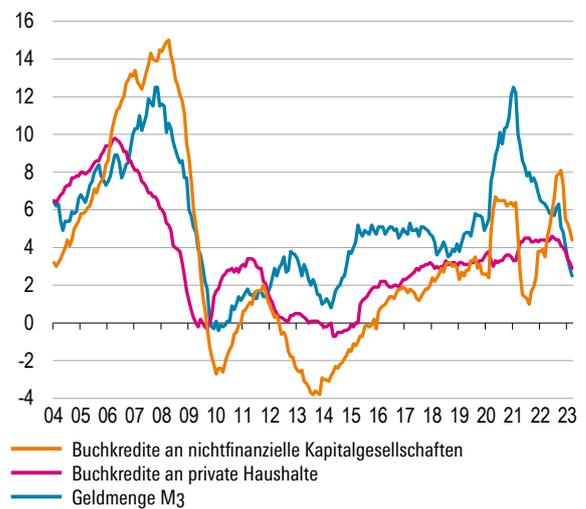
Abbildung 3

### Wirkung der Geldpolitik auf Zinsen, Wechselkurse und Kredite

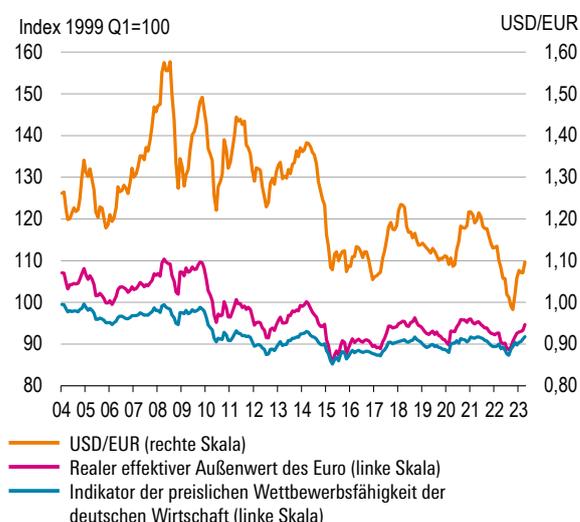
a) Leitzinsen im Euroraum und in den USA, in %



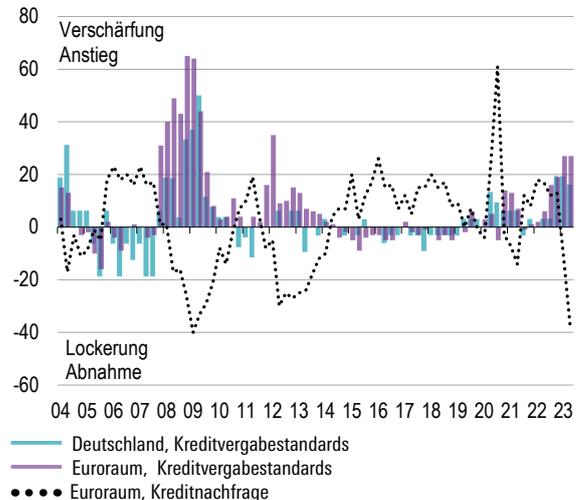
b) Geldmenge M3 und Kreditvolumen, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



c) Wechselkurse und realer effektiver Außenwert<sup>1</sup>



d) Kreditvergabestandards und -nachfrage (Bank Lending Survey) Nettosalen der Antworten der befragten Banken



1 Auf Basis der Verbraucherpreise, gegenüber 40 Ländern (Euroraum) bzw. 60 Ländern (Deutschland), 1. Quartal 1999=100. Sinkende Werte bedeuten eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit.

## DEUTLICHE UNTERSCHIEDE BEI DER INFLATION ZWISCHEN EURORAUM UND USA

Die Federal Reserve hat die Zinsen bereits im März 2022 und damit vier Monate vor der EZB erhöht (Abbildung 3). Dies liegt daran, dass die Konjunktur in den USA vor der Pandemie robuster war als im Euroraum und sich entsprechend auch die Inflationsdynamik unterschied.

Während sich die Wirtschaft im Euroraum noch nicht vollständig von den Folgen der internationalen Finanzkrise 2008/2009 und der daran anschließenden Eurokrise erholt hatte, war die Kapazitätsauslastung in den USA Ende 2019 hoch und die Arbeitslosenquote lag auf dem historisch niedrigen und zuletzt in den 1960er Jahren erreichten Niveau von 3,6% (Euroraum: 7,5%). In den Jahren vor der Pandemie hatte die Federal Reserve den Leitzins schrittweise auf die Spanne 2,25% bis 2,5% angehoben, während die EZB die noch unterausgelastete europäische Wirtschaft stützte, um der damit einhergehenden jahrelangen deutlichen Unterschreitung des Inflationsziels entgegenzuwirken (Abbildung 3).

Der zweite wichtige Unterschied war die geographische Nähe zu dem sich 2021 zuspitzenden Konflikt zwischen der Ukraine und Russland, der im Februar 2022 in der russischen Invasion mündete. Der Euro wertete infolge der erhöhten Unsicherheit deutlich ab und der Euroraum war zugleich mit einem massiven Gaspreisschock konfrontiert. Beides trug maßgeblich zur Inflation im Euroraum bei. Entsprechend gipfelte die US-amerikanische Inflation bereits im Juni 2022 bei 8,9%, in dem Monat, in dem auch der Rohölpreis mit knapp 123 USD/Barrel seine Spitze erreichte. Als die Inflation im Euroraum ihren Höhepunkt im Oktober 2022 erreichte und Energie (Haushaltsenergie und Kraftstoffe) um 41,5% teurer war als im Vorjahresmonat bzw. um 60,3% als im Vorpandemiejahr 2019, betrug die Energiepreissteigerung in den USA gegenüber dem Vorjahr nur 17,6% und Energie war nur um 29,6% teurer als 2019. Der Verbraucherpreisanstieg war zu diesem Zeitpunkt in den USA auf 7,8% zurückgegangen.

Für die USA gibt es klare Indizien dafür, dass steigende Gewinnmargen gegenwärtig merklich zur Teuerung beitragen (Weber und Wasner 2023). Auch im Euroraum dürften das Ausnutzen von Preissetzungsspielräumen und steigende Gewinne in dem durch Coronakrise und Ukrainekrieg außergewöhnlichen Marktumfeld die Inflation erhöht haben. Allerdings dürfte dies ein vorübergehendes Phänomen sein, dass primär durch Gewinnmitnahmen infolge der Energiepreisschocks und der Organisation des Strommarktes einerseits und der Lieferengpässe bei zugleich großzügigen Kurzarbeiterregelungen andererseits gekennzeichnet ist. Aktuelle Analysen zur Gewinnentwicklung, die auf

Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) basieren (Arce et al. 2023), liefern zwar Hinweise. Sie erlauben aber nur begrenzt Rückschlüsse auf die Profitentwicklung eines Sektors oder der Gesamtwirtschaft, da die funktionale Einkommensgröße der Unternehmens- und Vermögenseinkommen (Profite) in der VGR eine Residualgröße ist, die unter anderem auch die Abschreibungen, Zinskosten und Vermögenseinkommen aus dem Ausland beinhaltet.<sup>6</sup> Darüber hinaus können Preisschocks infolge des zeitlichen Auseinanderfallens von Einfuhr, Produktion und Verkauf bewirken, dass die Deflatoren ein zeitlich verzerrtes Bild liefern.<sup>7</sup> Das erschwert die Analyse, da sich zudem gegenläufige Effekte überlagern können. Hinzu kommt, dass Unternehmen, denen es gelingt, die Kostensteigerungen an den Verbraucher weiterzugeben, auch bei gleichbleibender Gewinnmarge steigende Gewinne erzielen. Allerdings wäre es bei abklingenden direkten und indirekten Effekten der Energiepreisschocks merkwürdig, wenn sich nicht auch zeitnah die Gewinnmargen und sektorale Extraprofite im Euroraum zurückbildeten. Widrigensfalls wäre in der Tat eine unserer Prämissen kritisch zu hinterfragen – sei es die eines funktionierenden Wettbewerbs oder die einer nicht vorhandenen aggregierten Überschussnachfrage im Euroraum.

---

<sup>6</sup> Konkret gehören zur Kategorie „Profite“ neben den Gewinnen im betriebswirtschaftlichen Sinn auch die Arbeitseinkommen von freiberuflich Tätigen, EinzelunternehmerInnen, mitarbeitenden EigentümerInnen von Personen- und Kapitalgesellschaften sowie Solo-Selbstständigen und ohne Arbeitsvertrag mithelfenden Familienangehörige; Abschreibungen; an den Staat geleisteten Produktionsabgaben minus vom Staat empfangene Subventionen; die Entlohnung für den Kapitaleinsatz einschließlich Zinszahlungen; und die aus dem Ausland empfangenen Vermögenseinkommen abzüglich der ans Ausland geleisteten (Adler et al. 2022, S. 78ff).

<sup>7</sup> Verkauft beispielsweise ein Chemieunternehmen Produkte im vierten Quartal 2022, deren Produktion im August 2022 startete, als die Einfuhrpreise für Erdgas ihren Höhepunkt hatten, verbucht die VGR einen hohen Gewinn, da im Quartal des Verkaufs der Einfuhrpreis für Erdgas deutlich geringer ist. Selbst wenn der hohe Gaspreis zum Zeitpunkt der Produktion nur zu 90% überwältigt wird, entsteht statistisch eine erhöhte Gewinnmarge, obwohl das Unternehmen tatsächlich Gewinneinbußen zu verzeichnen hatte. Ein weiteres Beispiel liefert die Landwirtschaft, wenn Kartoffeln und Anderes im Frühjahr 2022 gepflanzt wurden als Dünger und Kraftstoffe sehr teuer waren. Wurden die im September geernteten Kartoffeln dann gelagert und im Winter 2022 verkauft, waren die Preise für Dünger und Diesel bereits wieder deutlich niedriger, so dass sich aus dem im Vergleich zum Frühjahr deutlich gestiegenen BIP-Deflator rechnerisch hohe Gewinne ergeben.

## BISHER KEINE VERFESTIGUNG DER INFLATION DURCH LOHNENTWICKLUNG ODER INFLATIONSERWARTUNGEN

Preisschocks begründen für sich genommen keine Persistenz der Inflation. Sie fallen zwölf Monate nach ihrem Auftreten aus der Inflationsberechnung heraus. Bildet sich der betroffene Preis sogar zurück, entspricht dies einem entgegengerichteten Preisschock und die Inflation fällt (unter sonst gleichen Bedingungen) vorübergehend geringer aus als vor dem ursprünglichen Preisschock. Diese Fälle von vereinzelt und vorübergehenden Schocks treten gehäuft bei Nahrungsmittel- und Energiepreisen auf. Aus diesem Grund werden Kerninflationsraten auf Basis eines engeren Verbraucherpreisindex berechnet, der diese besonders volatilen Komponenten herausrechnet. Ein prominentes Beispiel ist der HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak (Abbildung 1). Auf dieser Basis kann man üblicherweise zu einer Einschätzung der zugrundeliegenden Inflation gelangen, die auch die künftige Inflation prägt.

Aktuell befinden wir uns allerdings durch die Pandemie, den Ukrainekrieg und die einsetzende neue Blockbildung in der Weltwirtschaft in einer sehr außergewöhnlichen Situation, die die Aussagekraft der Kerninflation für die künftige mittelfristige Inflation signifikant schmälert. Durch die pandemiebedingten Engpässe bei Vorprodukten verteuerten sich beispielsweise Fahrzeuge stark, die in der Kerninflation enthalten sind. Schwerer noch wiegt, dass die Erdgas- und Rohölpreissteigerungen infolge ihres Ausmaßes und ihrer Dauer die Produktions-, Transport- und sogar Verpackungskosten massiv erhöht haben und damit die Preise nahezu aller Güter und Dienstleistungen.

Wegen der breiten Wirkung sind auch Versuche, aussagekräftigere Kernraten zu berechnen, wenig erfolgversprechend.<sup>8</sup> Derartige indirekte Effekte von Preisschocks wirken aber ebenfalls nur kurzfristig, weshalb die Kernrate (Euroraum: 5,6%, Deutschland: 5,6%) die zugrundeliegende und damit mittelfristige Inflation derzeit merklich überzeichnen dürfte.

Die gegenwärtig sehr hohen Inflationsraten könnten sich allerdings durch sogenannte Zweitrundeneffekte verfestigen. Die Bundesbank und die EZB verweisen auf zwei mögliche Zweitrundeneffekte: steigende Inflationserwartungen und steigende Lohnzuwächse (Deutsche Bundesbank 2023a, S. 57). Gelingt es den Arbeitnehmenden Lohnabschlüsse zu realisieren, die zumindest zum Teil für die überhöhte Inflation kompensieren, stei-

gen die Produktionskosten entsprechend, was Aufwärtsdruck auf die Preise ausübt. Die Lohnabschlüsse beeinflussen damit nicht nur die Reallöhne, sondern auch die Inflation. Der jüngsten Prognose der EZB zufolge werden gesamtwirtschaftlich die Löhne im Euroraum in diesem Jahr mit einer Rate zunehmen, die solche Zweitrundeneffekte beinhaltet und streng genommen nicht mit dem Inflationsziel von 2% vereinbar sind. Erwartet wird ein Anstieg von 5,3% in diesem Jahr und 4,4% 2024 (EZB 2023a). Mit dem Inflationsziel kompatibel ist demgegenüber ein Anstieg von rund 3%, der sich aus eben diesem Inflationsziel und Produktivitätsanstieg der Gesamtwirtschaft im langjährigen Durchschnitt zusammensetzt. Diese Auffassung über den stabilitätsgerechten Anstieg der Löhne vertritt auch die EZB (Lane 2023b).

Üblicherweise müsste die Zentralbank im Fall übermäßiger Lohnsteigerungen restriktiv wirken, da sie nur so ihr Inflationsziel mittelfristig erreichen kann. Der Wirkungsmechanismus geht dabei über steigende Zinsen zu einer geringeren Konsum- und Investitionsnachfrage mit der Folge einer höheren Arbeitslosigkeit und geringeren Verhandlungsmacht der Arbeitnehmenden. Da Preisstabilität für die Stabilität einer geldvermittelten Marktwirtschaft unentbehrlich ist, führt an einer solchen Stabilisierungskrise selten ein Weg vorbei.

In der aktuellen Situation wäre diese geldpolitische Schlussfolgerung allerdings wegen der Komplexität und Stärke der Schocks einerseits und der relativ moderaten Lohnreaktion andererseits eine Überreaktion. Sinkende Energiepreise und abschmelzende Gewinne in Bereichen mit sich entschärfenden Engpässen dürften das bisher abzusehende leichte Überschießen der Löhne kompensieren. Sinkt die Inflationsrate in der zweiten Jahreshälfte und im kommenden Jahr in die Nähe des Inflationsziels, verringert sich der Druck, im Sinne der Reallohnsicherung hohe Lohnforderungen zu stellen. Hinzu kommt, dass es in mehreren Euroländern Einmalzahlungen gibt, die nicht tarifwirksam sind und damit die Lohnkosten nicht dauerhaft erhöhen. In Deutschland führt die steuer- und abgabenfreie Ausgestaltung der Inflationsausgleichsprämie zudem dazu, dass der Arbeitskostenanstieg unterhalb des Nettoeinkommensanstiegs der Beschäftigten bleibt, was den Preisanpassungsdruck zusätzlich mindert.

Der Charakter von Inflationserwartungen als Zweitrundeneffekte ist ein anderer, da sie nur dann zu einer Verfestigung der Inflation führen können, wenn sie einen nicht stabilitätsgerechten Anstieg der Löhne nach sich ziehen. Widrigenfalls würden sich höhere Inflationserwartungen wieder verflüchtigen, nachdem sie in einem ersten Schritt zu Preiserhöhungen und Gewinnerhöhungen geführt haben. Ohne steigende Löhne können erhöhte Inflationserwartungen lediglich zu einem Preisschub, nicht aber zu einem Inflationsprozess führen, der

<sup>8</sup> Einen Überblick über unterschiedliche Berechnungsmethoden liefert Lane (2023b).

durch ein Aufschaukeln von Löhnen und Preisen gekennzeichnet ist.<sup>9</sup>

Sofern es im Euroraum keine gesamtwirtschaftliche Überauslastung der Kapazitäten gibt, die übermäßige Gewinn- und Lohnsteigerungen auch nach Auflösung der Preisschocks und der Lieferengpässe erlauben, ist eine geldpolitische Restriktion mit dem Ziel einer Reduzierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und eine dadurch induzierte Erhöhung der Arbeitslosigkeit nicht erforderlich.

## KEINE FISKALISCHE ODER FINANZMARKTPOLITISCHE DOMINANZ ZU ERWARTEN

Der Befund einer Verankerung der längerfristigen Inflationserwartungen an dem Inflationsziel der EZB ist nicht nur auf das glaubhafte Bestreben der EZB zurückzuführen, ihrem Mandat entsprechend für Preisstabilität zu sorgen, sondern auch auf die geringe Gefahr einer fiskalischen oder finanzmarktpolitischen Dominanz der Geldpolitik (Schnabel 2022b) (► Infobox 1 auf Seite 13).

Beide Formen der Dominanz können dadurch zustande kommen, dass eine geldpolitische Restriktion derart adverse Wirkungen auf die öffentlichen Haushalte oder die Finanzmärkte haben, dass die Geldpolitik ihren Restriktionskurs aufgeben muss, um einen wirtschaftlichen Zusammenbruch zu vermeiden. Fiskalische Dominanz in diesem Sinne ist die Folge einer unzureichenden Fähigkeit des Staates sein Steueraufkommen hinreichend zu erhöhen, um seinen Verpflichtungen wie den durch die geldpolitische Straffung gestiegenen Zinszahlungen nachzukommen.<sup>10</sup> In extremen Fällen ist eine Währungsreform wie in Deutschland nach dem zweiten Weltkrieg oder eine Vernichtung des Geldvermögens durch Hyperinflation wie in Deutschland nach dem ersten Weltkrieg oder wie in Serbien nach dem Zusammenbruch Jugoslawiens unausweichlich (Tober 1997).

Finanzmarktpolitische Dominanz kann durch ein fragiles, unterreguliertes Bankensystem zustande kommen, aber auch durch spekulative Attacken. Das Bankensystem im Euroraum ist infolge der verstärkten Regulierung seit der internationalen Finanzkrise und eines erweiterten und erweiterbaren makroprudenziellen Instrumentariums der EZB

nicht nur relativ robust aufgestellt, sondern würde letztlich auch von den Mitgliedstaaten aufgefangen. Spekulative Attacken gegen einzelne Euroländer kann die EZB mit einer gezielten Reinvestition fällig werdender Papiere des Pandemie-Notfallprogramms und dem vor der ersten Zinserhöhung im Juli 2022 eingeführten neuen Instruments zur Sicherung der geldpolitischen Transmission (TPI, Transmission Protection Instrument) begegnen. Gerade in Kriegszeiten sind weder fiskalische noch finanzmarktpolitische Dominanz kategorisch auszuschließen, aber der Euroraum ist in dieser Hinsicht im internationalen Vergleich sehr gut aufgestellt.

## BESONNENE GELDPOLITIK MIT BLICK AUF PREISSTABILITÄT, BESCHÄFTIGUNG UND KLIMAWANDEL

Die EZB hat die Zinsen bereits um 3,75 Prozentpunkte erhöht – um 2,5 Prozentpunkte im Jahr 2022 und um weitere 1,25 Prozentpunkte in den ersten fünf Monaten 2023. Dies geschah in einem Umfeld, in dem die meisten anderen Zentralbanken ebenfalls die Zinsen erhöht haben und auch die Fiskalpolitik weltweit auf einen restriktiven Kurs eingeschwenkt ist. Zudem wirken die Preisschocks für sich genommen bereits dämpfend auf die wirtschaftliche Entwicklung.

Die Unsicherheit darüber, wie stark die Kombination aus Verteuerung der Energie und geldpolitischer Restriktion in dem aktuellen Umfeld auf die wirtschaftliche Entwicklung wirken, spricht für ein besonneneres Vorgehen.

Dies gilt umso mehr, als Zinserhöhungen mit Verzögerung wirken und die EZB bisher primär auf mögliche künftige Fehlentwicklungen reagierte, insbesondere die Gefahr, dass sich die Inflationserwartungen von dem Anker des Zweiprozentziels lösen und dass übermäßige Lohnabschlüsse die Rückkehr zur Preisstabilität verhindern. Da die Inflationserwartungen in der mittleren Frist weiterhin eng am Inflationsziel liegen und die Lohnabschlüsse aktuell zwar überhöht sind, aber eine Abwärtstendenz beinhalten, wäre es ratsam, den Restriktionsgrad der Geldpolitik zunächst nicht weiter zu erhöhen, sondern die Wirkung bisheriger Zinserhöhungen abzuwarten.

Die EZB selbst geht davon aus, dass der entscheidende geldpolitische Zins, der Einlagenzins, mit aktuell 3,25% bereits deutlich im restriktiven Bereich liegt. Das neutrale Niveau wird mit knapp 2,5% beziffert (Lane 2023a). Auch der Internationale Währungsfonds geht davon aus, dass der gleichgewichtige Zins nur wenig über dem Inflationsziel liegt (IWF 2023, S. 45ff.).

Die EZB befindet sich tatsächlich in einer schwierigen Position, da es mittlerweile Evidenz für

<sup>9</sup> Theoretisch ist auch eine Gewinninflation möglich, bei der hohe Investitionen eine Überschussnachfrage begründen, die es den Unternehmen ermöglicht, die gestiegenen Gewinne aufrechtzuerhalten.

<sup>10</sup> Cochrane (2022) vertritt eine hiervon abweichende Auffassung, in der die fiskalische Dominanz den Normalfall darstellt und die Fiskalpolitik letztlich die Höhe der Inflation bestimmt.

überhöhte Lohnabschlüsse gemessen an der mit dem Inflationsziel zu vereinbarenden Summe aus Trendproduktivitätsanstieg und Inflationsziel gibt, und auch die Gewinne in einigen Branchen stark zugelegt haben. Beides könnten Anzeichen für eine Überschussnachfrage sein, die eine restriktive Geldpolitik erfordern würden, um eine Verfestigung der Inflation oberhalb von 2% zu verhindern.

Gegen eine Verfestigung einer über dem Inflationsziel liegenden Inflationsrate spricht aber erstens, dass die Lohnerhöhungen insbesondere in den größeren Ländern einmalige Bestandteile haben, die den künftigen Anstieg dämpfen dürften. Zweitens stagnierte die Wirtschaft im Winterhalbjahr bereits. Die erwartete Erholung fällt schwach aus mit einem Anstieg des Bruttoinlandsproduktes um rund 1% in diesem Jahr und rund 1,5% im kommenden Jahr (Dullien et al. 2023, IWF 2023, EZB 2023a). Das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ist gegenüber dem Vorpandemieniveau im vierten Quartal 2019 – also in über drei Jahren – lediglich um 2,4% gestiegen (1. Quartal 2023; USA: 5,3%). Die aktuellen Daten für die Verwendungsaggregate zeigen, dass der private Konsum im vierten Quartal 2022 um 0,8% niedriger war als vor der Pandemie (USA: 7,5%), die Bruttoanlageinvestitionen um 5,3% geringer (USA: +6,9%). Die standardisierte Arbeitslosenquote im Euroraum hat zwar einen historischen Tiefstand erreicht, ist aber mit 6,5% fast doppelt so hoch wie in den USA (+3,5%). Historisch ist zudem in erster Linie die Entwicklung in Deutschland, da die Arbeitslosenquote im Euroraum beim vorigen Tiefpunkt in Höhe von 7,3% im März 2008 durch Deutschland mit einer Quote von 7,8% nach oben gezogen wurde und aktuell durch Deutschland mit einer Quote von nur 2,8% nach unten gedrückt wird. Die Arbeitslosenquote des Euroraums ohne Deutschland liegt mit 7,8% gegenwärtig deutlich über dem historischen Tief von 7,1%, das zur Jahreswende 2007/2008 er-

reicht wurde. Zudem liegt die Unterbeschäftigung im Euroraum insgesamt mit 13,5% bzw. 23,5 Millionen Menschen mehr als doppelt so hoch wie die übliche standardisierte Arbeitslosenquote (4. Quartal 2022; Deutschland: 6,8% bzw. 3,1 Mio.) (Abbildung 4).<sup>11</sup>

Es gibt wenig Zweifel daran, dass der Lohndruck zuletzt zugenommen hat, auch wenn der Tariflohnanstieg im Euroraum im vierten Quartal 2022 wie auch im dritten Quartal 2,9% betragen hat. Die Lohnzunahme einschließlich über tariflicher Zahlungen und Sonderzahlungen betrug 5,1% im vierten Quartal 2022 nach 3,0% im dritten Quartal 2022.

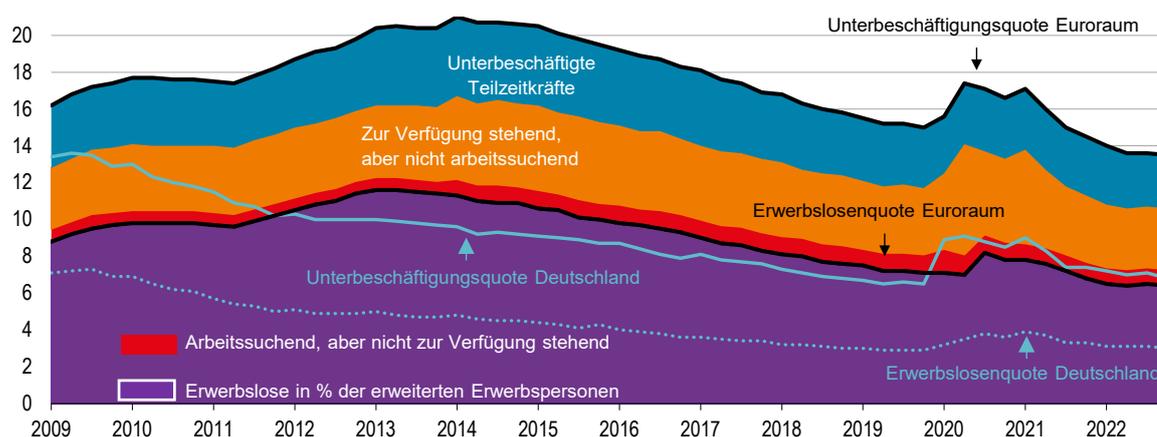
Die Geldpolitik wirkt allerdings bereits restriktiv, der Energiepreisschock hat sich größtenteils zurückgebildet, die Nahrungsmittelpreise beginnen – auch infolge der geringeren Energiepreise – zu sinken und mit der weiteren Auflösung der Lieferengpässe dürften die überhöhten Gewinne zurückgehen. Damit fallen die Preisschocks nicht nur aus der Inflationsberechnung, sondern die Preise werden darüber hinaus gedämpft. Daher dürfte die Inflationsrate trotz des erhöhten Lohnkostendrucks spätestens im Verlauf des kommenden Jahres nahe 2% liegen. Das ist entscheidend, da die Zweitrundeneffekte im Euroraum in erster Linie als Reaktion auf die Reallohnverluste infolge der historischen Preisschocks entstanden, und nicht wie in den Vereinigten Staaten als Folge der Preisschocks einerseits und der Arbeitskräfteknappheit andererseits (Bernanke und Blanchard 2023).

Eine Inflationsrate nahe 2% im Verlauf des kommenden Jahres entspricht dabei der mittel-

11 Die Unterbeschäftigungsquote von Eurostat berücksichtigt neben den Erwerbslosen auch unfreiwillig Teilzeitarbeitende und Personen, die dem Arbeitsmarkt zur Verfügung stehen, aber nicht aktiv suchen, sowie Personen, die aktiv suchen, kurzfristig aber nicht zur Verfügung stehen.

Abbildung 4

### Unterbeschäftigungsquote im Euroraum



Quelle: Eurostat, Erwerbslosenstatistik nach dem ILO-Konzept.

fristigen Orientierung der EZB, da zwar die ersten Preisschocks bereits im Jahr 2021 stattfanden, der besonders massive Anstieg des Börsenpreises für Erdgas aber erst im August 2022, während die Nahrungsmittelpreise im April 2023 erstmals seit Mai 2022 saisonbereinigt gegenüber dem Vormonat leicht gefallen sind.

Die Risiken einer über das erforderliche Maß hinausgehenden geldpolitischen Restriktion sind erheblich. Die Finanzmarkturbulenzen infolge der Schiefelage der Silicon Valley Bank und der Credit Suisse zeigten bereits die Risiken für den Bankensektor auf, die zu einer Verknappung der Kredite führen könnten (EZB 2023c). Ein weiteres Risiko besteht in der Dämpfung des ohnehin schwachen Wachstums. Je geringer das Wachstum ist, desto schwieriger ist es, die durch den Terms-of-Trade-Schock entstandenen Kaufkraftverluste der privaten Haushalte abzubauen, und desto stärker ist der Druck zur Reallohnsicherung, unter dem die Gewerkschaften stehen.

Die Risiken für die Konjunktur sind besonders hoch für jene Euroländer, die den größten Wirtschaftseinbruch während der Eurokrise zu verzeichnen hatten und eine entsprechend hohe Staatschuldenquote schultern. Der griechische Staat, dessen zehnjährige Anleiherenditen in den Jahren 2011 und 2012 auf über 20% bzw. über 30% emporschnellten, musste im April 2023 4,2% Zinsen auf einen zehnjährigen Wertpapierkredit zahlen, verglichen mit 1,6% im Januar 2022 bzw. mit 2,4% für Deutschland (Januar 2022: -0,1%). Ein ebenso hohes Renditedifferential von 1,9 Prozentpunkten weist auch Italien auf; Anfang 2022 waren es nur 1,3 Prozentpunkte, und in den ersten neun Jahren der Währungsunion vor der internationalen Finanzkrise waren es durchschnittlich 0,2 Prozentpunkte (Abbildung 5). Diese Renditedifferenziale wiegen schwer, zumal sie nicht nur die Finanzierungsbedingungen für den Staat verschlechtern,

sondern auch für den privaten Sektor, wodurch sie die Investitionstätigkeit, und dabei insbesondere kapitalintensive transformative Investitionen, schwächen (Theobald und Tober 2020).

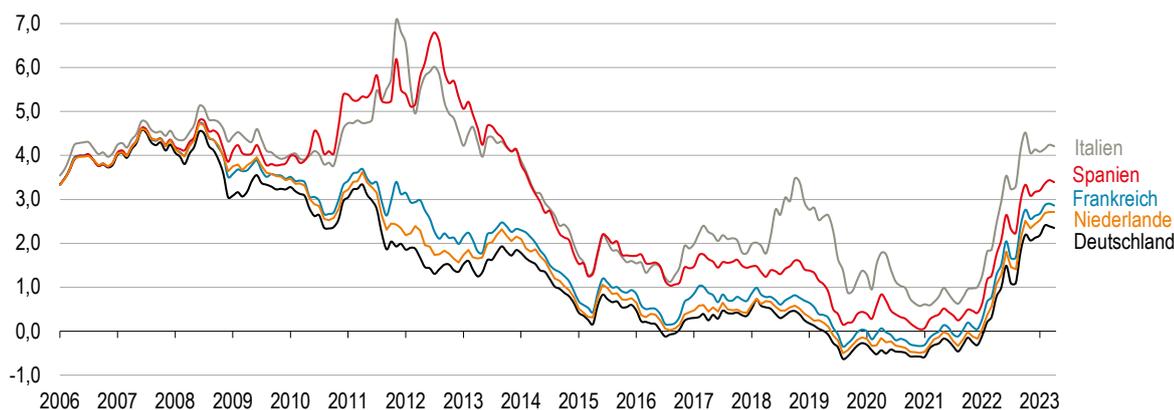
Eine hohe Investitionstätigkeit ist aber eine Voraussetzung dafür, dass das klimapolitische Ziel, die Erderwärmung auf 1,5 ° Celsius zu begrenzen, erreicht wird. Als Organ der Europäischen Union ist auch die EZB diesem Ziel des Pariser Abkommens verpflichtet. Daher sollte die EZB, die jegliche Kreditvergabe maßgeblich beeinflusst, Maßnahmen auf den Weg bringen, die verhindern, dass klimaschädliche Investitionen den gleichen Finanzierungsbedingungen unterliegen wie Investitionen in den Klimaschutz. Erste Schritte hat die EZB tatsächlich bereits unternommen, indem sie beispielsweise bei der Wiederanlage fällig werdender Wertpapiere im Rahmen des APP-Kaufprogramms verstärkt grüne Anleihen berücksichtigt und angekündigt hat, dass sie in der fernen Zukunft nur noch Anleihen von Unternehmen als Sicherheiten akzeptiert, die klimapolitische Kennzahlen veröffentlichen. Sinnvoll wäre es, den vagen Zeitplan zu straffen und ab einem zeitnahen Stichtag nur noch solche Anleihen als Sicherheiten zu akzeptieren, die entsprechend der Taxonomie der EU nicht als klimaschädlich einzustufen sind (Tober 2021). Bisher wird die sogenannte Notenbankfähigkeit nur auf Grundlage des Kreditrisikos des betreffenden Unternehmens gewährt. Da der Stempel der Notenbankfähigkeit eine Verringerung der Finanzierungskosten mit sich bringt, würden die dringend erforderlichen Investitionen in Einklang mit der Pariser Klimaschutzvereinbarung begünstigt.

Dies ist umso wichtiger, da die EZB ab Juli 2023 fällig werdende Wertpapiere ihres größten und mehr als 3.000 Mrd. Euro schweren Wertpapierkaufprogramms (APP) nicht mehr reinvestieren wird und die Möglichkeit einer Begünstigung grü-

Abbildung 5

### Renditen zehnjähriger Staatsanleihen der fünf größten Euroländer

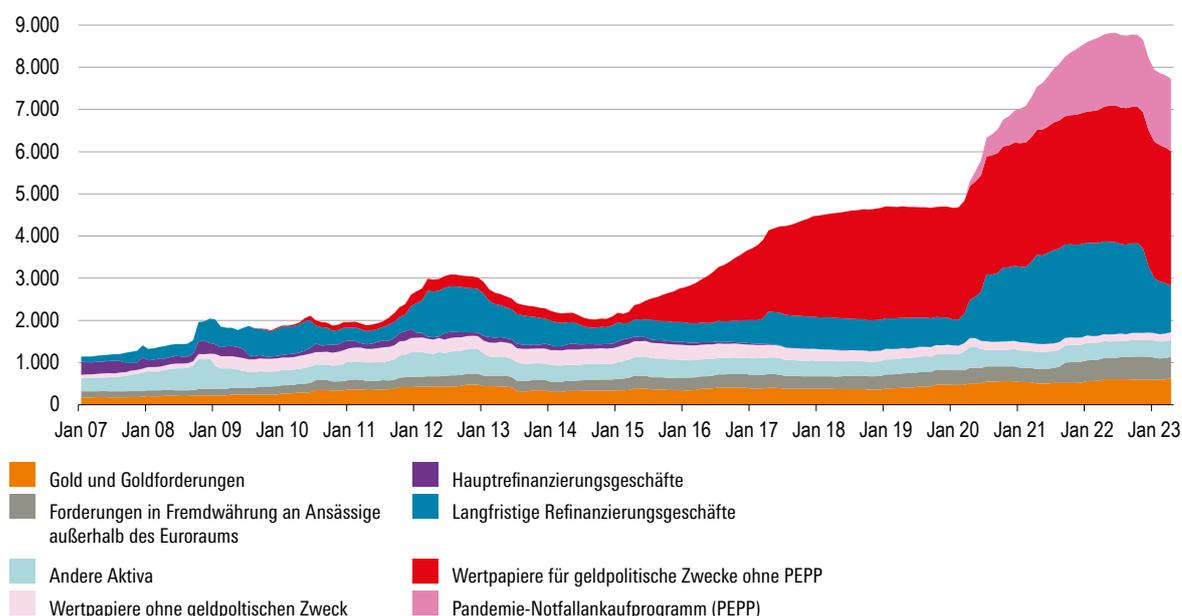
in %



Quelle: Macrobond.

**Bilanz des Eurosystems (Aktiva)**

Mrd. EUR, Monatsdurchschnittswerte, Januar 2007 – April 2023



Quellen: Europäische Zentralbank; Berechnungen des IMK.

IMK

ner Wertpapiere somit entfällt. Für die zweite Jahreshälfte 2023 bedeutet das für sich genommen einen Rückgang der Bilanzsumme um monatlich durchschnittlich 24,8 Mrd. Euro, nachdem die EZB das Wertpapiervolumen seit März 2023 bereits um 15 Mrd. Euro monatlich schrumpfen lässt. Das Volumen der für geldpolitische Zwecke erworbenen Wertpapiere ohne das Pandemie-Notfallprogramm PEPP dürfte bei ähnlicher Fälligkeitsstruktur wie in diesem Jahr jährlich um knapp 10% abnehmen, wodurch die Geldpolitik der EZB zusätzlich restriktiv wirkt (Abbildung 6).

Die EZB verfolgt derzeit einen riskanten Kurs, auch vor dem Hintergrund ihrer eigenen Strategie und ihrer eigenen Interpretation der Inflationsdynamik. Obwohl die Wirtschaft schwach ist und der Wirtschaftsausblick verhalten, hat EZB-Präsidentin

Lagarde auf der jüngsten EZB-Sitzung, auf der die Leitzinsen um weitere 0,25 Prozentpunkte erhöht wurden, bereits weitere Zinserhöhungen angekündigt, indem sie erklärte, „we know that we have more ground to cover“ (Lagarde 2023). Auch Bundesbankpräsident Nagel hält weitere Zinsschritte für erforderlich (Nagel 2023). Die bisherigen Zinserhöhungen um 3,75 Prozentpunkte wirken aber mit einer Verzögerung von mehreren Quartalen und bereits im ersten Quartal 2023 sind laut Bank Lending Survey die Kreditstandards der Banken so stark angezogen worden wie seit der internationalen Finanzkrise nicht mehr, die Kreditablehnungsquote ist nach oben geschossen und die Kreditnachfrage ist deutlich stärker zurückgegangen als von den Banken erwartet wurde (EZB 2023c).



## Infobox 1: Inflationserwartungen

Zentralbanken müssen zur Wahrung der Preisstabilität auch auf die Entwicklung der mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen achten, da eine von den Wirtschaftsakteuren erwartete Inflation oberhalb des Inflationsziels eine entsprechende realisierte Inflation nach sich ziehen kann. In einer solchen Situation spricht man von der Entankerung der Inflationserwartungen. Coleman und Nautz (2023) schlussfolgern in diesem Zusammenhang aus umfragebasierten Inflationserwartungen zur Jahresmitte 2022, dass die hohe beobachtete Korrelation zwischen den Inflationserwartungen und der tatsächlichen Inflationsrate darauf hindeutet, dass die Inflationserwartungen vom Inflationsziel abgekoppelt sind. Zu einer ähnlichen Schlussfolgerung könnte man kommen, wenn man die im März 2023 erwartete mittlere Inflationsrate der kommenden zwölf Monate in Höhe von über 6% aus Umfragen einer Studie der Deutschen Bundesbank (2023b) unter Privatpersonen betrachtet.

Zur Einordnung dieser Ergebnisse sind aber zwei Charakteristika hilfreich: Je kurzfristiger die Inflationserwartungen sind, desto stärker bewegen sie sich mit der aktuellen Inflation (Blot 2022). Zum andern besteht in Umfragen die Tendenz, dass die Antwortenden die Bedeutung der aktuellen Inflationsentwicklung für die maßgebliche mittelfristige Inflationserwartung eher als zu hoch als zu gering einstuft (Extrapolationsverzerrung). Die hier vorgestellte Analyse beruht daher auf marktbasierter 5-Jahres-Inflationserwartungen, die sich aus Swapgeschäften bestimmen lassen und bei denen aufgrund der Verbindlichkeit der Zahlungsströme je nach Inflationsentwicklung unterstellt werden kann, dass die beteiligten Akteure die Mittelfristigkeit der zu bestimmenden Erwartungen bestmöglich berücksichtigen.<sup>1</sup>

Dabei stellt sich zunächst die Frage, welche Größen bei der Berechnung marktbasierter Inflationserwartungen aus Swapgeschäften berücksichtigt werden und auf welchen Zeitreihen sie basieren (Abbildung 7). Neben dem festen Zinssatz, dem Verbraucherpreisindex, an dem sich der variable Zinssatz orientiert, und der sogenannten Forward-Rate-Formel, die den zukünftigen Zins auf Basis der No-Arbitrage-Annahme und der Kassazinsen un-

terschiedlicher Laufzeiten bestimmt, wäre es auch denkbar, zeitveränderliche Risikoprämien für das Liquiditäts- und das Inflationsrisiko zu berücksichtigen, zumal Studien eine Verbesserung der Vorhersagequalität von marktbasierter Inflationserwartungen bei inflationsindexierten Anleihen finden, wenn diese derart korrigiert werden (Kajuth und Watzka 2011). Nach unseren Recherchen werden bei den beiden hier vorgestellten Zeitreihen solche zusätzlichen Risikoprämienanpassungen nicht vorgenommen.

Abbildung 7 zeigt die marktbasierter Inflationserwartungen der Datenanbieter Bloomberg und ICAP auf der Tagesfrequenz seit 2004. Auch wenn die Verläufe größtenteils deckungsgleich sind und sich somit die Regime, in denen die Gefahr der Entankerung – sei es in Richtung zu hoher oder zu niedriger Inflationserwartungen – über die Jahre in beiden Reihen entsprechen, mahnt sowohl der zeitliche Vergleich als auch derjenige zwischen den Datenanbietern vor einer Überinterpretation bei kleinen Abweichungen, etwa in der Größenordnung bis zu 0,5 Prozentpunkten. So liegt das derzeitige Niveau der vielfach zitierten Bloomberg-Daten nur in etwa auf dem Niveau von vor Mitte 2007, ohne dass jedoch jene Phase als eine mit ausgeprägter Gefahr der Entankerung der Erwartungen diskutiert wurde (Wolmershäuser und Moehle 2020). Auf Basis der historischen Differenzen zwischen den Bloomberg- und den ICAP-Daten findet sich aus unserer Sicht auch keine Evidenz für eine grundlegend bessere Aussagekraft der Bloomberg-Daten hinsichtlich einer möglichen Entankerung, auch wenn die Bloomberg-Daten häufiger zu diesem

Abbildung 7

### Marktbasierter Inflationserwartungen aus Swapgeschäften von verschiedenen Datenanbietern



Quellen: Bloomberg; ICAP; Macrobond.



<sup>1</sup> Inflationsswaps sind Derivate, bei denen eine Partei einen festen Zinssatz und die andere Partei einen variablen Zinssatz auf der Grundlage eines Verbraucherpreisindexes zahlt. Der Break-even-Satz (oder Swap-Satz) für einen Inflationsswap ist der Satz, bei dem der Zeitwert der festen Zahlungsströme dem der erwarteten variablen entspricht, so dass der Swap-Preis zum Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses identisch Null ist. Um den für die Geldpolitik besonders relevanten mittelfristigen Charakter zu berücksichtigen, wird die Forward Rate aus einem Swapgeschäft mit zehnjähriger Laufzeit und einem mit fünfjähriger Laufzeit gebildet. Diese gibt somit die Inflationserwartung in 5 Jahren für die kommenden 5 Jahre an.

Tabelle 1

### Regressionsmodell für die Inflationserwartungen in Abhängigkeit ihrer möglichen Determinanten

	(1)	(2)
Stichprobe:	2008M1-2022M3	2008M1-2023M3
Abhängige Variable:	$\pi^e$	$\pi^e$
Inflationserwartung 5Y5Y	0,973***	0,982***
(-1)	(0,009)	(0,005)
Kerninflation	0,034**	0,018***
	(0,014)	(0,005)
$\Delta \log$ Realer Ölpreis	0,001***	0,001***
	(0,001)	(0,001)
$\Delta \log$ Reale Stundenlöhne	0,005*	0,005*
	(0,003)	(0,003)
Adjustiertes R <sup>2</sup>	0,971	0,969
Schwarz-Bayes-Kriterium	-11,638	-11,633
BG-LM-Test (-1, ..., -12)	0,715	0,422
Breusch-Pagan-Godfrey-Test	0,001	0,458
Ramsey-Reset-Test	0,506	0,315

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse der Regression der langfristigen Inflationserwartungen auf ihre möglichen Determinanten (Tober / Theobald 2021). Standardfehler sind in Klammern angegeben. \*, \*\* und \*\*\* steht für Signifikanz basierend auf einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 10 %, 5 % und 1 %. Für die Diagnosetests werden p-Werte angegeben. BG-LM Test (-1, ..., -12) steht für den Breusch-Godfrey-Lagrange-Multiplier-Test mit der Nullhypothese, dass die Residuen bis zur 12. Verzögerung keine Autokorrelation zeigen, Breusch-Pagan-Godfrey-Test für einen Test mit der Nullhypothese der Homoskedastizität und Ramsey-Reset-Test für einen Test mit der Nullhypothese, dass die lineare Spezifikation stabil ist.

Quelle: Berechnungen des IMK



Zweck herangezogen werden und die Zahl zu Grunde liegender Swapgeschäfte größer sein könnte.<sup>2</sup>

Tober und Theobald (2021) stellen eine übersichtliche autoregressive ökonomische Spezifikation für die Inflationserwartungen in Abhängigkeit der Kerninflation, der realen Rohölpreisänderung und der realen Stundenlohnänderung vor (Tabelle 1). Dabei fällt auf Seiten der erklärenden Variablen zunächst auf, dass der Koeffizient der verzögerten Inflationserwartungen einen Wert nahe 1 erreicht, was einer hohen Persistenz der Inflationserwartungen entspricht. Eine Entankerung der Inflationserwartung ist der Spezifikation zufolge daher nur allmählich oder bei sehr großen Schocks der anderen Regressoren (aktuelle Kerninflation, reale Rohölpreisänderung, Reallohnänderung) möglich.

Abbildung 8 zeigt Prognoseannahme bzw. Prognoseergebnisse für die monatliche Entwicklung der

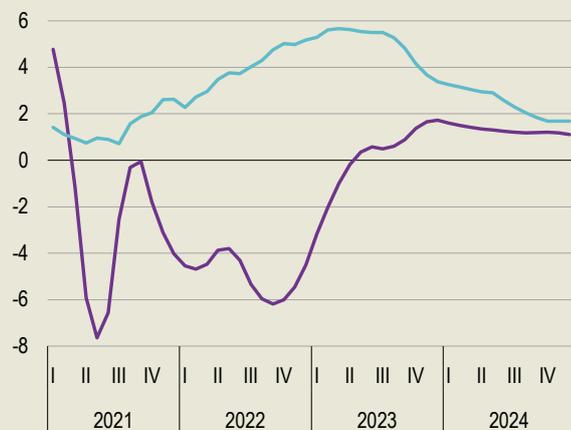
erklärenden Variablen der Inflationserwartungen im Prognosezeitraum bis 2024 basierend auf Tober und Theobald (2021) in Einklang mit der Frühjahrsprognose des IMK (Dullien et al. 2023). Hierbei wird nicht mit neuen Energiepreisschocks gerechnet. Die indirekten Effekte der Energiepreisschocks aus dem Jahr 2022 führen aber dazu, dass sich die Kerninflationsrate 2023 zunächst seitwärts entwickelt und erst in der zweiten Jahreshälfte spürbar zurückgeht. Im Verlauf des Jahres 2024 erreicht bzw. unterschreitet sie dann leicht das Inflationsziel der EZB. Umgekehrt verhält es sich mit den Reallohnänderungen, für die angenommen wurde, dass sie ab dem zweiten Quartal 2023 im Vorjahresvergleich wieder positives Terrain erreichen und sich dann 2024 auf moderat positivem Niveau stabilisieren. Natürlich besteht ein beträchtliches Maß an Prognoseunsicherheit über den zukünftigen Verlauf der erklärenden Variablen und an Unsicherheit über den Daten generierenden (stochastischen) Prozess der Inflationserwartungen. Dennoch ist es aufschlussreich, die Inflationserwartungen in Abhängigkeit der getroffenen Prognose- und Spezifikationsannahmen zu prognostizieren und diese Prognose mit früheren Datenveröffentlichungszeitpunkten, als etwa die Kerninflation noch deutlich anstieg, zu vergleichen.

Abbildung 9 illustriert diesen einfachen, rollierenden Prognosevergleich der Inflationserwartungen seit Jahresbeginn 2022 anhand der ICAP-Daten. Vor dem Hintergrund der jeweils prognostizierten Entwicklung der Inflationserwartungen lässt sich die Geldpolitik der EZB (Leitzinserhöhungen, Rückführung der Reinvestition auslaufender Staatsanleihen) zunächst grundsätzlich in Einklang bringen mit dem Ziel, einer Entankerung der Inflationserwartungen vorzubeugen. Ab dem Sommer 2022, in dem die EZB mit den Zinserhöhungen begann, sinkt der Hochpunkt der prognostizierten Inflationserwartung von Prognose zu Prognose. Da die Prognoseannahmen für die erklärenden Variablen nicht verändert werden, ist dieses Resultat darauf zurückzuführen, dass sich die marktbasierenden Inflationserwartungen seit dem Herbst 2022 im Wesentlichen seitwärts entwickelt haben. Unterstützt wird dieser Effekt dadurch, dass der geschätzte Inflationserwartungseffekt, der mit einer Änderung der Kerninflation einhergeht, sich von der Prognose im April 2022 zur Prognose im April 2023 in etwa halbiert. Berücksichtigt man zudem wie oben erwähnt ein 0,5-Prozentpunktbend um das Inflationsziel, in dem man die Inflationserwartungen als verankert ansieht, so sind die zusätzlichen Zinsschritte im Jahr 2023 über die Gefahr der Entankerung der Inflationserwartungen schwer zu motivieren.

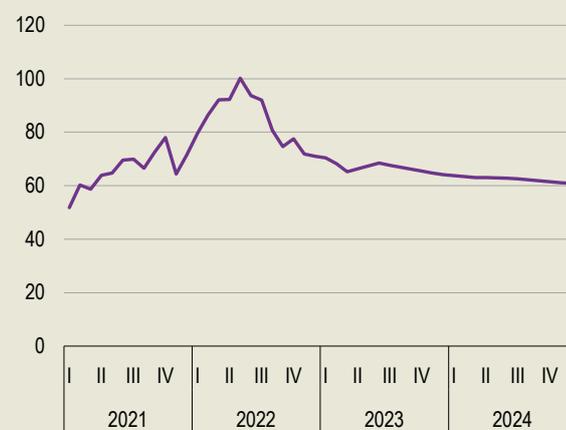
2 Das US-amerikanische Medienunternehmen Bloomberg ist unter anderem in der Finanzdatenbereitstellung von Börsendaten, Charts und Nachrichten aktiv. Das britische Unternehmen ICAP stellt gemessen am Transaktionsvolumen einen der weltweit größten Inter-Dealer-Broker dar und ist insbesondere bei Swapgeschäften aktiv.

### Entwicklung und Prognoseannahmen der Determinanten der Inflationserwartungen

a) Veränderung gegenüber Vorjahr, in %



b) USD/Barrel



— HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak  
— Reallöhne

— Realer Rohölpreis (Brent)

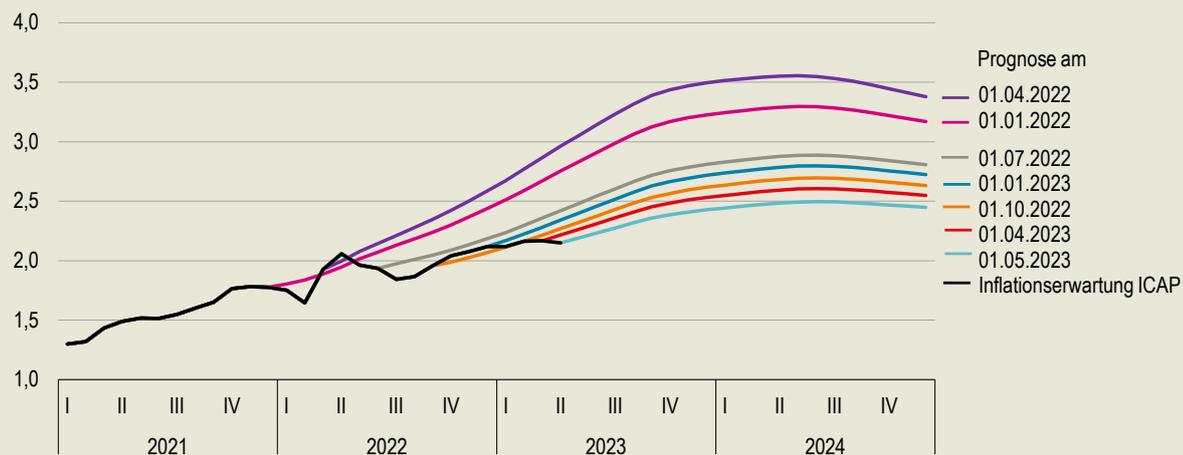
Quellen: Eurostat; IEA; Berechnungen des IMK.



Abbildung 9

### Rollierende Prognose der Inflationserwartungen

in %



Es handelt sich um durchschnittliche Notierungen. Dies bedeutet, dass zunächst der Monatsdurchschnitt der täglichen Marktdaten gebildet und anhand dieser die Inflationserwartung berechnet wird. Alternativ lässt sich auch für jeden Tag die Inflationserwartung berechnen und daraus der Monatsdurchschnitt bilden.

Quelle: Berechnungen des IMK.



- Adler, W. / Luh, T. / Schwarz, N. (2022):** Entwicklung von Arbeitseinkommen und Lohnquote – Berechnungskonzepte und Ursachen von Veränderungen. Statistisches Bundesamt, WISTA 2, S. 77–91.
- Arce, O. / Hahn, E. / Koester, G. (2023):** [How tit-for-tat inflation can make everyone poorer](#). ECB-Blog, 30. März.
- Bernanke, B. / Blanchard, O. (2023):** What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation? Conference Draft für die Konferenz “The Fed: Lessons learned from the past three years”, Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at the Brookings Institution, 23. Mai.
- Blot, C. / Bozou, C. / Creel, J. (2022):** [Inflation expectations in the euro area: trends and policy considerations](#).
- Coleman, W. / Nautz, D. (2023):** Inflation target credibility in times of high inflation. *Economics Letters*, 222, 110930.
- Cochrane, J. H. (2022):** *The Fiscal Theory of the Price Level*. Princeton University Press.
- Destatis (2023):** [ifo Knappheitsindikator zeigt Materialmangel an. Zusammenhang zwischen Materialknappheit und Industriearbeitstätigkeit – Industrie und Verarbeitendes Gewerbe](#). Wiesbaden, April.
- Deutsche Bundesbank (2021):** Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2020. Monatsbericht Dezember.
- Deutsche Bundesbank (2023a):** Die Wirtschaftslage in Deutschland um die Jahreswende 2022/23. Monatsbericht Februar.
- Deutsche Bundesbank (2023b):** [Studie zu Erwartungen von Privatpersonen in Deutschland](#), 14. April.
- Dullien, S. / Tober, S. (2021):** ECB Strategy: Best Practice and New Frontiers. IMK Policy Brief Nr. 105, April.
- Dullien, S., Herzog-Stein, A., Hohlfeld, P., Rietzler, K., Stephan, S., Theobald, T., Tober, S., Watzka, S. (2023):** Schwache Dynamik nach Energiepreisschocks und Zinserhöhungen - Prognose der wirtschaftlichen Entwicklung 2023/2024. IMK Report Nr. 180.
- EZB (2023a):** [ECB staff macroeconomic projections for the euro area](#). Frankfurt/M., 16. März.
- EZB (2023b):** [Monetary Policy Statement](#). Pressekonferenz. Frankfurt/M., 16. März.
- EZB (2023c):** [Bank Lending Survey](#). Survey Results 2023 Q1.
- EZB (2023d):** Wirtschaftsbericht, Ausgabe 2 /2023.
- IPCC (2023):** Synthesis Report of the Sixth Assessment Report. A Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change. Genf, März.
- IWF – Internationaler Währungsfonds (2023):** *World Economic Outlook: A Rocky Recovery*. Washington, DC, April.
- Kajuth, F. / Watzka, S. (2011):** Inflation expectations from index-linked bonds: Correcting for liquidity and inflation risk premia. In: *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Jg. 51, H. 3, S. 225-235.
- Lane, P. R. (2023a):** [Interview with the Financial Times](#). 12. Januar.
- Lane, P. R. (2023b):** [Underlying inflation](#). Lecture at the Trinity College Dublin, 6. März.
- Möhrle, S. / Wollmershäuser, T. (2020):** Über die drohende Entankerung der Inflationserwartungen in der Eurozone und die Handlungsspielräume der EZB. In: *ifo Schnelldienst*, Jg. 73, Bd. 10, S. 30-32.
- Nagel, J. (2023):** [Die Zinsen sollten weiter steigen](#). Interview mit der F.A.Z., 09.05.2023.
- Schnabel, I. (2022a):** Monetary policy and the Great Volatility. Rede, Jackson Hole Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 27. August.
- Schnabel, I. (2022b):** [The shadow of fiscal dominance: Misconceptions, perceptions and perspectives](#). Rede auf dem Centre for European Reform and the Eurofi Financial Forum “Is the current ECB monetary policy doing more harm than good and what are the alternatives?”, Berlin, 11. September.
- Schnabel, I. (2023):** [ECB is far from victory over inflation](#). Bloomberg interview, 17. Februar.
- Theobald, T. / Tober, S. (2020):** Euro area sovereign yield spreads as determinants of private sector borrowing costs. In: *Economic Modelling*, Jg. 84, H. C, S. 27-37.
- Tober, S. (2021):** Grünere Geldpolitik als Flankierung des Green Deal – die EZB muss nachsteuern. IMK Policy Brief Nr. 106, Mai.
- Tober, S. (1997):** Monetary Reform and Monetary Union: A Comparison between 1948 and 1990. In: Frowen, S.F. / Hölscher, J. (Hrsg.): *The German Currency Union of 1990 – A Critical Assessment*. Macmillan Press: London, St. Martin's Press: New York, S. 227-245.
- Tober, S. / Theobald, T. (2021):** Keine Rückkehr des Schreckgespenstes Inflation. Geldpolitische Herausforderungen 2021. IMK Report Nr. 166.
- Weber, I. M. / Wasner, E. (2023):** Sellers' inflation, profits and conflict: why can large firms hike prices in an emergency? *Review of Keynesian Economics*, Jg. 11, H. 2, S. 183-213.



Alle Links wurden zuletzt  
am 25.05.2023 geprüft



## ALLE IMK PUBLIKATIONEN

---

Reports, Working Paper, Studies und Policy Briefs.

<https://www.imk-boeckler.de/de/veroeffentlichungen-15375.htm>



## SOCIAL MEDIA

---

Folgen Sie uns auf Twitter: <https://twitter.com/IMKFlash>

IMK auf Facebook: [www.facebook.com/IMKInstitut](http://www.facebook.com/IMKInstitut)

## IMPRESSUM

### Herausgeber

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK)  
der Hans-Böckler-Stiftung  
Georg-Glock-Straße 18, 40474 Düsseldorf  
Telefon +49 (211) 77 78-31 2

imk-publikationen@boeckler.de  
<http://www.imk-boeckler.de>

### Pressekontakt

Rainer Jung, +49 (211) 77 78-15 0  
rainer-jung@boeckler.de

### Autorenkontakt

Dr. Silke Tober, silke-tober@boeckler.de

### Ausgabe

IMK Report Nr. 181 (abgeschlossen am 25.05.2023)

Redaktionsleitung: Peter Hohlfeld  
Satz: Sabine Kurzböck

ISSN 1861-3683



„Mehr Besonnenheit gefragt: Die Reaktion der EZB auf die Preisschocks 2022 - Geldpolitische Herausforderungen 2023“ von Silke Tober und Thomas Theobald ist unter der Creative Commons Lizenz Namensnennung 4.0 International lizenziert (BY).

Diese Lizenz erlaubt unter Voraussetzung der Namensnennung des Urhebers die Bearbeitung, Vervielfältigung und Verbreitung des Materials in jedem Format oder Medium für beliebige Zwecke, auch kommerziell.

Den vollständigen Lizenztext finden Sie hier:

<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode.de>

Die Bedingungen der Creative Commons Lizenz gelten nur für Originalmaterial. Die Wiederverwendung von Material aus anderen Quellen (gekennzeichnet mit Quellenangabe) wie z. B. von Abbildungen, Tabellen, Fotos und Textauszügen erfordert ggf. weitere Nutzungsgenehmigungen durch den jeweiligen Rechteinhaber.