Finanzgruppe
Deutscher Sparkassen- und Giroverband

STANDPUNKTE
DER CHEFVOLKSWIRTE



Neue Herausforderungen für die Geldpolitik

Die EZB hat frühzeitig auf den durch den Krieg im Nahen Osten ausgelösten Inflationsschub im Jahr 2026 reagiert – bislang mit zwei Leitzinsschritten. Die Lage auf den Finanzmärkten bleibt jedoch weiterhin angespannt. In ihrem Standpunkt stellen die Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe fest: Der angebotsseitige Inflationsschub ist nur begrenzt mit der Zinspolitik in Zaum zu halten.

Für die weiteren Perspektiven ist aus unserer Sicht entscheidend:

- Sollte die Inflation in den letzten Monaten dieses Jahres weiterhin deutlich über 3 Prozent bleiben, sollte ein weiterer Leitzinserhöhungsschritt um 25 Basispunkte am 17. Dezember 2026 von der EZB ins Auge gefasst werden.
- Die Chefvolkswirte warnen eindringlich vor einer weiteren fiskalischen Dominanz. Die Solidität der Finanzpolitiken im Euroraum und in Europa bleibt zentral. Dafür müssen Bürokratieabbau und Strukturreformen der Sozialversicherungssysteme und der Arbeitsmärkte folgen. Mit neuen Freiräumen für staatliche und private Investitionen kann der aktuelle Erholungspfad in einen breiten Weg nachhaltigen Wachstums münden.
- Das Eurosystem muss angesichts der deutlich erhöhten Zinsspreads innerhalb des Euroraums äußerst wachsam bleiben. Insofern können auch wieder andere geldpolitische Maßnahmen als die Zinspolitik in Betracht kommen.

11. November 2026

Autoren:

Korbinian Dress
– Hamburger Sparkasse
Uwe Dürkop – Berliner Sparkasse
Dr. Ulrich Kater – DekaBank
Dr. Moritz Kraemer – LBBW
Christian Lips – NORD/LB
Dr. Jürgen Michels – BayernLB
Dr. Timo Plaga
– Sparkasse Hannover
Dr. Reinhold Rickes – DSGV
Dr. Gertrud Traud – Helaba
Prof. Dr. Carsten Wesselmann
– Kreissparkasse Köln

Koordinator:

Dr. Holger Schulz
Holger.Schulz@dsgv.de

Europäische Geldpolitik: Preisniveaustabilität geliefert

Nach Schwankungen zurück zur Stabilität

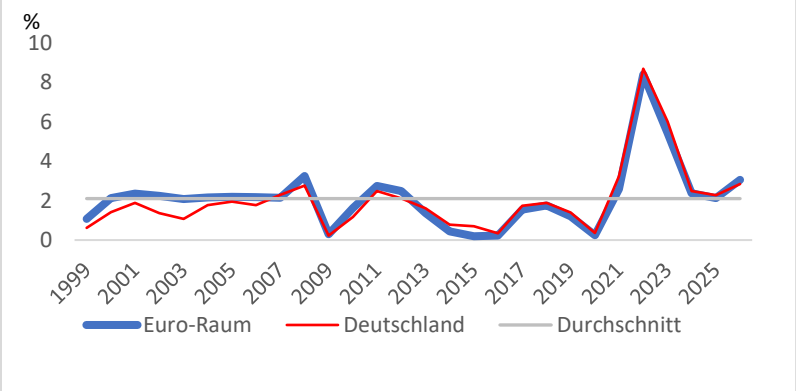
Die Besorgnis um die Inflation will kein Ende nehmen. Zwar hatte sich der Preisauftrieb nach dem Inflationsschock von 2022, als mit dem Ausbruch des russischen Kriegs in der Ukraine die Inflationsraten im Euroraum kurzzeitig über 10 Prozent stiegen, in den Folgejahren wieder deutlich reduziert. So lag die Inflationsrate im Euroraum in den Jahren 2024 und 2025 mit 2,4 beziehungsweise 2,2 Prozent wieder im Bereich der Preisniveaustabilität. Doch seit dem Iran-Krieg im Februar dieses Jahres ist die Energieversorgung der Weltwirtschaft erneut empfindlich beeinträchtigt. Die Rohölpreise haben sich fast verdoppelt. Damit gingen wieder neue Inflationsimpulse einher. In diesem Jahr wird die Inflationsrate im Euroraum voraussichtlich 2,9 Prozent betragen, in Deutschland sind es 2,7 Prozent (HVPI-Abgrenzung). Der Anstieg der Inflationsraten ist dabei ein internationales Thema. In den Vereinigten Staaten wird die Rate in diesem Jahr wohl bei 3,3 Prozent liegen, selbst in Japan steuert die Teuerung auf 2 Prozent zu.

Geldpolitik galt als robust gegenüber globalen Trends

Dabei schien die Geldpolitik von all den neuen Herausforderungen der Wirtschaftspolitik durch Geopolitik, Technologie oder Demografie noch am wenigsten betroffen zu sein. Notenbanker gelten als rationale Entscheider und genießen grundsätzlich hohes Vertrauen, auch in der Bevölkerung. Die Ergebnisse ihrer Politik in den vergangenen Jahrzehnten waren – bei allen Diskussionen um Finanzkrisen, neue Instrumente wie Negativzinsen oder das Timing von Maßnahmen – zumindest im Hinblick auf die Hauptaufgabe der Geldpolitik erfreulich: Das gesetzlich festgelegte Ziel der Preisstabilität wurde über die letzten Jahrzehnte mit relativ wenigen Ausnahmen in der Regel erreicht. Die Inflationsrate im Euroraum lag seit Beginn der Währungsunion – einschließlich der beiden jüngsten Inflationswellen – bei durchschnittlich 2,1 Prozent pro Jahr. Die unten stehende Abbildung zeigt, wie die „Unterschießungen“ früherer Jahre den noch in frischerer Erinnerung befindlichen Spitzen entgegenstehen.

EZB in ihrer Historie unter dem Strich sehr gut im Ziel

Abb. 1: Inflationsraten Euroraum und Deutschland 1999 bis 2026
Veränderung des HVPI, Jahresdurchschnittswerte



Quelle: Eurostat, DekaBank

Darüber hinaus hat sich die Geldpolitik in der Vergangenheit auch als effektives Politikinstrument zur Konjunktursteuerung erwiesen: Insbesondere in konjunkturellen Schwächephasen konnte die Notenbank der Konjunktur durch eine Lockerung der Finanzierungskonditionen unter die Arme greifen. Gerade bei immer angespannteren Fiskalhaushalten galt die Geldpolitik zeitweise als das einzige funktionsfähige makroökonomische Steuerungsinstrument.

Diese Stellung wird die Geldpolitik in den kommenden Jahren nicht beibehalten können. Die makroökonomischen Verhältnisse haben sich umgekehrt. Nicht mehr eine zu geringe gesamtwirtschaftliche Nachfrage, sondern Probleme bei der Bereitstellung eines ausreichenden Angebots an Gütern und Dienstleistungen tauchen nun an prominentester Stelle in der Inflationsgleichung auf. In der neuen Situation sind höhere Notenbankzinsen als in den vergangenen beiden Dekaden erforderlich, um die Inflationsziele einzuhalten. Aktuell erachten wir nach der Beibehaltung der Leitzinsen im Oktober 2026 und den weiterhin auf erhöhtem Niveau liegenden Inflationsraten noch einen weiteren Schritt um 25 Basispunkte im Dezember 2026 für erforderlich. Im Jahr 2027 könnte sich die Inflationsdynamik dann abschwächen, wenngleich eine erhöhte Wachsamkeit der EZB für ihren weiteren geldpolitischen Kurs geboten erscheint.

Insgesamt erwarten wir angesichts der Dominanz angebotsseitiger Ursachen für die Preisniveausteigerungen ein mittelfristig höheres Zinsniveau. Bei immer höherer Staatsverschuldung birgt diese Entwicklung gefährlichen Sprengstoff für die Fiskalpolitik und angesichts eines unruhigen gesellschaftlichen Umfelds auch für die politische Stabilität insgesamt.

Änderung des makroökonomischen Umfelds

In den Nuller- und Zehner-Jahren eher inflationsdämpfende globale Einflüsse

Spätestens seit Beginn der Coronapandemie hat sich auch das Spielfeld der Geldpolitik fundamental geändert. Bis dahin hatte sich das weltweite Angebot an Gütern in mehreren Jahrzehnten der Errichtung einer globalen Produktionsökonomie deutlich erhöht. In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften – allen voran in China – waren enorme Produktionskapazitäten aufgebaut worden. Geringe Arbeitskosten sorgten weltweit für eine Dämpfung des Inflationsgeschehens. Mit dieser Entwicklung konnte die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in vielen Volkswirtschaften jedoch nicht Schritt halten. Daher mussten die Notenbanken insgesamt mit einem Umfeld zu niedriger gesamtwirtschaftlicher Nachfrage kämpfen: Die Inflation sank tendenziell, gab trotz expansiver Geldpolitik auch unterhalb des Notenbankziels von 2 Prozent weiter nach und die Inflationserwartungen wichen vom Anker des 2-Prozent-Ziels eher leicht nach unten ab. In dieser Zeit senkten die Zentralbanken ihre Leitzinsen immer weiter. Zusammen mit den geringen Zins- und Inflationserwartungen

entstand so ein Niedrigzinsumfeld, das durch die großen Krisen 2008 und 2020 noch deutlich bis in den negativen Bereich hinein vertieft wurde. Die Geldpolitik griff zudem zu weiteren „unkonventionellen" Instrumenten wie dem Quantitative Easing.

Jetzt mehr Gegenwind

Diese vormals tendenziell deflationäre Landschaft hat sich in den letzten Jahren verändert. Inwieweit die globalisierte, arbeitsteilige Wirtschaft tatsächlich „abgewickelt" wird, sei dahingestellt. Sichtbar sind jedoch vermehrte geopolitische Einflüsse auf den freien Handelsverkehr, von der Errichtung von Zollschranken über politische Ge- und Verbote in einzelnen Wirtschaftssektoren bis hin zu militärischen Auseinandersetzungen mit Auswirkungen auf den Welthandel. Beginnend mit der Phase der Coronapandemie mit ihren Angebotsbeschränkungen bei gleichzeitiger extremer Schaffung von Nachfrage durch die Fiskalpolitik traten in den Folgejahren immer neue negative Angebotsschocks auf, wie etwa die beiden Energiepreiskrisen nach dem Ausbruch des Ukraine-Kriegs (2022) und des Iran-Kriegs (2026) sowie die Einführung von Zöllen durch die US-Regierung unter Donald Trump (2025).

Dabei macht es einen grundlegenden Unterschied, ob vereinzelt ein Ölpreisschock auftritt oder ob die Weltwirtschaft in Abständen von wenigen Quartalen immer wieder mit Unterbrechungen von Lieferketten und damit einhergehenden Knappheiten bei der Produktion konfrontiert wird. Einzelne Angebotsschocks, die nicht von staatlicher Nachfragestimulierung begleitet werden, können aus geldpolitischer Sicht auch mal „durchlaufen" – in der Sprache der Notenbanker nennt man dies „Hindurchsehen". Die Logik dabei ist: Eine Phase höherer Inflationsraten korrigiert sich nach Abklingen der Knappheiten dann schnell wieder „von selbst".

Bei Serien von Unterbrechungen im Wirtschaftskreislauf, die immer neue preissteigernde Impulse aussenden, ist das anders: Hier muss die Geldpolitik reagieren. Leider deuten die Erfahrungen der vergangenen Jahre auf ein solches Umfeld häufiger Schocks hin. Eine wesentliche Ursache dafür liegt in den neuen weltweiten politischen Rivalitäten und einer (Geo-)Politisierung von Wirtschaftsbeziehungen.

Angebotsschocks für die Geldpolitik schwieriger zu handhaben

Für Angebotsschocks ist das Instrumentarium der Geldpolitik deutlich schlechter geeignet als für die Beeinflussung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Vereinfacht ausgedrückt: Notenbanken können kein Rohöl bereitstellen. Das Instrumentarium ist jedoch auf die makroökonomische Steuerung ausgerichtet, nicht auf einzelne Sektoren der Realwirtschaft.

Damit geht die Verantwortung zur Wiederherstellung der Lieferketten oder zur Anpassung der Volkswirtschaften an dauerhafte Veränderungen

in erhöhtem Maß auf Regierungen und Finanzministerien über. Eine Kategorie von Maßnahmen zur Unterstützung der Verbraucher, aber auch zur Stabilisierung der Preisniveaus liegt in der gezielten Beeinflussung einzelner Preise, wie etwa Benzin-, Transport- oder Nahrungsmittelpreise. Das ist jedoch sehr problematisch: Werden solche Preiseingriffe pauschal und dauerhaft durchgeführt, etwa über allgemeine Verbrauchsteuersenkungen oder andere Formen von generellen Preisrabatten, richtet eine solche Subventionierungspolitik längerfristig mehr Schaden an als sie kurzfristig nützt. Sie ist meist sozial ungerecht, setzt Fehlanreize und verstärkt die Knappheit, indem sie Verbraucher- und Unternehmenspreise heruntersubventioniert. Zudem reißt sie tiefe Löcher in den Staatshaushalt. Langfristig ist sie daher nicht durchzuhalten und damit unglaubwürdig.

Verteilungsmotivierte Korrekturen sollten Preismechanismus nicht beschädigen

Es gibt Argumente für soziale Ausgleichsmaßnahmen bei solchen Angebotsschocks, allerdings nur dann, wenn das Instrumentarium hierfür erheblich flexibler ausgestaltet ist, als das in Deutschland bisher, etwa mit dem Tankrabatt, praktiziert wurde. Hilfen für einkommensschwache Pendler etwa oder strategische Preisdeckel in einzelnen Branchen sind sinnvoll, solange die Maßnahmen schnell wirken, ein geringes fiskalisches Volumen aufweisen und nach Abklingen eines Preisschocks sofort wieder beendet werden. Daher ist es unverständlich, dass in Deutschland nach mehreren Preisschocks immer noch kein direkter und flexibler Transfermechanismus zur gezielten Hilfe für bestimmte Haushaltstypen existiert.

Was der Staat darüber hinaus tun kann, ist, Rahmenbedingungen für eine möglichst große Diversifizierung der Unternehmen bei der Organisation ihrer Lieferketten, insbesondere bei der Beschaffung von Rohstoffen, zu schaffen. Auch das Halten von Reserven und Lägern für kritische Stoffe ist eine Aufgabe des Staates, wenngleich hier schnell die Grenzen des Finanzierbaren erreicht sind. Schließlich ist eine strategische Industriepolitik heute nicht mehr grundsätzlich abzulehnen, wenn sie sich stringent auf die Sicherheit eng definierter strategischer Produktionsketten konzentriert. Die Finanzpolitik muss sich allerdings bewusst sein: Solche Maßnahmen können in Wirtschaft und Finanzen nur dann vertrauensbildend wirken und die Inflationserwartungen senken, wenn der Staat auch über die entsprechenden finanziellen Mittel verfügt. Führen solche Maßnahmen zu einer höheren Verschuldung bei einer ohnehin bereits angekratzten staatlichen Bonität, kann der vertrauensbildende Effekt abgeschwächt oder sogar umgekehrt werden.

Geldpolitik bleibt ultimativ für die Preisniveaustabilität verantwortlich

Trotz einer stärkeren Rolle der Finanz- und Wirtschaftspolitik bei Angebotsschocks trägt aber auch bei angebotsbedingten Inflationsauslösern die Notenbank die Endverantwortung für die Inflationsbekämpfung. Dabei muss sie hinnehmen, dass ihre Instrumente weniger effizient wirken,

da einzelne Preise durch die Zentralbank nicht beeinflussbar sind. Zudem steckt sie in dem klassischen Dilemma, dass gestraffte Finanzierungskonditionen zwar die Inflationsgefahren senken, aber eben auch die Konjunktur belasten, die durch den Angebotsschock ohnehin bereits beeinträchtigt ist. Daher müssen die geldpolitischen Instrumente mit Vorsicht eingesetzt werden. Dazu gehört auch, dass die Vorhersehbarkeit und Ankündbarkeit von Leitzinserhöhungen deutlich geringer sind als in Phasen der Nachfragesteuerung. Eine echte „Forward Guidance" war ohnehin nur in der Negativzinsphase bei Erreichen der Zinsuntergrenze als zusätzliches Instrument nötig.

Da Angebotsschocks oft mit (geo-)politischen Ursachen verknüpft sind, muss die Geldpolitik verhältnismäßig spontan auf politische Ereignisse reagieren können. Sie muss ein Gleichgewicht finden zwischen dieser Spontaneität und einer strategischen Einschätzung der gegenwärtigen Lage. Insofern können wir den gegenwärtigen vorsichtigen Leitzinskurs der EZB nachvollziehen.

Zweitrundeneffekte vermeiden

Ein wesentliches Ziel der Geldpolitik in Zeiten inflationärer Angebotsschocks muss die Vermeidung von Zweitrundeneffekten sein. Erstens sollten die Tarifvertragsparteien daran erinnert werden, dass in einem konjunkturell mäßigen Umfeld mit geringen Produktivitätssteigerungen Lohnerhöhungen allenfalls die allgemeine Inflationsentwicklung ausgleichen können, nicht aber zu übermäßigen Reallohnsteigerungen führen können. Zweitens sollten Unternehmen davon abgehalten werden, Kostensteigerungen überproportional in ihren Verkaufspreisen weiterzugeben. Drittens müssen die Inflationserwartungen niedrig gehalten werden, um sich selbst erfüllende Inflationsspiralen zu verhindern.

Das Zusammenspiel mit der Fiskalpolitik ist in diesem neuen Umfeld besonders wichtig. In einer Welt der tendenziellen Angebotsknappheit können fiskalische Stimuli den Inflationsprozess schnell verbreitern und beschleunigen. Daher sollte die geldpolitische Reaktion heftiger ausfallen, wenn die Finanzministerien breit angelegte Maßnahmen zur Stützung von Konjunktur, Branchen oder Preisen umsetzen.

Entankerung der Inflationserwartungen vermeiden

In jedem Fall muss die Geldpolitik in einer Phase anhaltender Angebotsschocks, in der die tatsächlichen Inflationsraten dauerhaft (für mehrere Jahre) über dem Inflationsziel liegen, eine Entankerung der Inflationserwartungen und damit eine Bedrohung des Stabilitätsregimes verhindern. Bislang ist das gelungen. Die steigenden Kapitalmarktzinsen in diesem Jahr sind zum einen auf die Erwartung höherer Notenbankzinsen in den kommenden Jahren und zum anderen auf steigende Risikoprämien zurückzuführen. Damit signalisieren die Kapitalmärkte, dass das Stabilitätsumfeld für den monetären Teil der Volkswirtschaften intakt ist.

Allerdings sind die Risiken dafür gestiegen, dass dies auch in den kommenden Jahren so bleibt.

Die veränderten makroökonomischen Kräfteverhältnisse haben eine hohe Bedeutung für die Wirtschaftspolitik insgesamt: Die Geldpolitik ist für die Erreichung der gesamtwirtschaftlichen Ziele Wachstum und Wohlstand ab jetzt deutlich weniger effektiv als in der Vergangenheit. Wenn Angebotsknappheiten die Hauptursache für schwaches Wachstum, steigende Inflation und knappe öffentliche Kassen sind, dann führen monetäre Stimulierungsmaßnahmen nur zu dauerhafter Inflation, hohen Zinsen und finanziellen Instabilitäten. Die Politik muss erkennen, dass hier nur eine Verbesserung der Angebotsbedingungen Abhilfe schafft. Eine solide Finanzpolitik für die Länder im Euroraum muss daher durch Bürokratieabbau auf nationaler und europäischer Ebene sowie durch Strukturreformen der Sozialversicherungssysteme und Arbeitsmärkte in den EU-Mitgliedstaaten begleitet werden. Eine Verlängerung der Arbeitszeiten, die Verbesserung der Energiegrundlagen und das Management strategischer Reserven, der Abbau von Hindernissen für den technologischen und wirtschaftlichen Wandel sind dafür nur einige Stichworte.

Unabhängigkeit bedroht?

Druck der Trump-Administration auf die Federal Reserve

Viel ist über eine mögliche Bedrohung der Unabhängigkeit der Zentralbanken diskutiert worden, insbesondere in den USA und gerade in der zweiten Amtsantritt Donald Trumps. Zu den vielen disruptiven Politikinitiativen, die die Trump-Regierung seit Beginn des letzten Jahres gestartet hat, gehörte auch der Versuch, die US-Notenbank zu einer vermeintlich verschuldungsfreundlicheren Geldpolitik in Gestalt niedrigerer Leitzinsen zu bewegen. Vor einer solchen Einflussnahme sind die Notenbanken in den etablierten großen Währungsräumen eigentlich durch ihre institutionelle Unabhängigkeit geschützt. Und deshalb wich die US-Regierung mangels verfassungsmäßiger Kompetenzen auf „alternative“ Maßnahmen der Druckentfaltung aus. So überzog sie etwa den damaligen Fed-Präsidenten Jerome Powell 2025 mit strafrechtlichen Ermittlungen wegen angeblicher Kostenüberschreitungen bei einem Bauprojekt. Später versuchte sie, die Fed-Gouverneurin Lisa Cook wegen angeblicher Unregelmäßigkeiten bei privaten Hypothekenkrediten zu entlassen. Neben diesen persönlichen Angriffen erzeugte Trump mit vielen öffentlichen Kommentaren zur laufenden Geldpolitik der Fed Unruhe.

Unabhängigkeit als Garant der Inflationsstabilität

Die Unabhängigkeit der Notenbanken gilt als eine wichtige und bewährte Säule der weltweiten Inflationsstabilität in den vergangenen Jahrzehnten. Vor dem Hintergrund der Hochinflationsphase der 1970er-Jahre wurde die wirtschaftspolitische Schlussfolgerung gezogen, dass die operative Geldpolitik sowohl dem parlamentarischen Entscheidungsprozess als auch dem unmittelbaren Zugriff durch die Exekutive

entzogen werden muss. Denn wenn sie ihrem Auftrag der Geldwertstabilität entsprechen will, muss sie insbesondere finanzpolitische oder auch konjunkturstimulierende Entscheidungen einer Regierung konterkarieren können. Demokratietheoretisch geht es dabei nicht um die Unabhängigkeit einer Institution an sich. Die Herausnahme aus dem demokratischen Entscheidungsprozess muss vielmehr durch zielkonforme Ergebnisse der Geldpolitik immer wieder neu gerechtfertigt werden. Auch ist sie nicht gleichzusetzen mit Kritiklosigkeit: Viele Entscheidungen von Notenbanken werden in der öffentlichen wie in der fachlichen Debatte hinterfragt und die Ergebnisse werden von den Notenbanken in ihrem Handeln berücksichtigt.

Widerstandskraft der Institution schützt

Insgesamt halten wir die Gefahr von Einschränkungen der Unabhängigkeit von Zentralbanken in dieser Hinsicht aber für recht gering. Es ist verständlich und richtig, dass auf Anzeichen der Beschneidung einer so wichtigen Institution wie der unabhängigen Notenbank eine laute öffentliche Debatte ausbricht. Allerdings haben sich gerade in den USA die Widerstandkräfte gegen die Angriffe auf die Fed durch die Trump-Administration als sehr effektiv erwiesen. Auch der neue Notenbankchef Kevin Warsh hat mit einer Erhöhung der Leitzinsen Mitte September gezeigt, dass er die gesetzlichen Ziele der US-Zentralbank zum Leitstern seiner Handlungen macht, nicht die Wünsche aus dem Weißen Haus. Das war ein wichtiges, das Vertrauenskapital stärkendes Signal.

Beim Blick auf die internationale Landschaft der Zentralbanken tauchen erste Alarmsignale sogar in der europäischen Währungsunion auf. Wenn in Frankreich oder in Deutschland politische Stimmen nach einer Instrumentalisierung der EZB im Kampf gegen Staatsschulden rufen, ist das besorgniserregend. Auch die Schwellenländer werden immer wichtiger, die in den vergangenen Jahren ihre monetären Institutionen nach den Vorbildern in der westlichen Hemisphäre ausgerichtet haben. Hier gibt es periodisch Fort- und Rückschritte – wie etwa den Rücktritt des indonesischen Zentralbankpräsidenten aus Protest gegen die fortlaufende Einflussnahme der Regierung im Juli –, aber auch hier lässt sich noch kein besorgniserregender Trend hin zu breit angelegten geldpolitischen Regimewechseln feststellen.

Fiskalische und politische Dominanz

Hohe Schulden und Zinslasten befördern fiskalische Dominanz

Dennoch machen auch wir uns Sorgen darüber, dass es für die Notenbanken künftig schwer werden könnte, ihren gesetzlichen Auftrag zu erfüllen. Der Hintergrund der Politikinitiativen gegenüber der Zentralbank liegt in den USA in einer immer weiter steigenden Zinslast für die öffentlichen Haushalte aufgrund säkular ansteigender Verschuldung. Diese Entwicklung dauert an, und zwar weltweit. Steigende Leistungsansprüche der Wähler gegenüber ihren Regierungen sowie eine sorglose Einschätzung der Kosten von Staatsverschuldung durch Politik und

Wissenschaft vor dem Hintergrund vergangener Nullzinszeiten sind die Ursachen für absehbar weiter steigende Staatsschulden. Diese Trends werden den Druck auf die Geldpolitik in den kommenden Jahren nicht nur aufrechterhalten, sondern noch verschärfen. Steigende Zinslasten erhöhen das Interesse der Regierungen an niedrigen Zinsen und verstärken die Anreize, Druck auf die Notenbanken auszuüben, diese niedrigen Zinsen auch zu liefern – unabhängig von stabilitätspolitischen Überlegungen. Werden Banken und andere tragende Säulen des Finanzsystems zu großen Gläubigern der Staaten, ergibt sich für die Zentralbank ein immer größeres Dilemma zwischen Finanzsystemstabilität und stabilitätsgerechter Zinspolitik. Übermäßige Staatsschulden hebeln jegliche institutionelle Unabhängigkeit der Zentralbank faktisch aus.

Eingriffe in die Abwicklungsstrukturen der Geldpolitik

Eine andere, etwas subtilere, aber vielleicht deshalb besonders gefährliche Form der staatlichen Einflussnahme auf die Geldpolitik liegt in der Aufforderung an die Notenbank, Finanzierungsformen für Zwecke, die gerade auf der politischen Agenda stehen, zu bevorzugen. Tranchen für günstigere Refinanzierungskonditionen oder Vergünstigungen bei der Stellung von Sicherheiten gehören zu diesen Instrumenten. Wenn diese Art der staatlichen Kapitallenkung auf Ebene der Notenbank stattfindet, stellt dies ebenfalls zumindest einen Eingriff in die Neutralität der Geldpolitik dar.

Rückhalt in der Bevölkerung wichtig

In dieser Konstellation kann es dann auch geschehen, dass eine weitere Stütze der Unabhängigkeit der Notenbanken wegbricht: die Zustimmung der Bevölkerung. Notenbanken genossen in der Vergangenheit vergleichsweise hohe Zustimmungswerte bei den Bürgerinnen und Bürgern, wenngleich auch der direkte Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Geldwertstabilität nicht allen geläufig ist. Haltung steht jedoch unter der Gefahr populistischer Beeinflussung. Wenn Notenbanken als „Helfershelfer“ von Banken in Krisenzeiten (Finanzkrise) und gleichzeitig als Blockierer von „notwendigen“ Staatsausgaben diskreditiert werden oder aus Unkenntnis über makroökonomische Zusammenhänge mit Aufgaben überfrachtet werden (Klimaziele, Infrastrukturfinanzierung, Verteilungsziele), dann können auch bisher fest gefügte Einstellungen gegenüber den Notenbanken ins Wanken kommen. So ist etwa in den USA insbesondere unter republikanischen Wählern in den vergangenen fünf Jahren ein Rückgang der Zustimmungsraten zur US-Notenbank Fed festzustellen. In Zeiten, in denen der Inflationsdruck schwach und Erfolge leicht erreichbar waren, war die Unabhängigkeit der Notenbanken leicht zu verteidigen. In Zeiten strukturellen Inflationsdrucks und politischer Vorstellungen zur Kapitalverwendung wird dies künftig schwieriger werden. Die Unabhängigkeit der Notenbanken ist also alles andere als gesichert, sondern muss in aktiver Argumentation bewahrt werden, in Zukunft wahrscheinlich gegen wachsende Widerstände.

Disclaimer

Das vorliegende Positionspapier der Chefvolkswirte entspricht nicht notwendigerweise der Haltung aller Institutionen der Sparkassen-Finanzgruppe.

Herausgeber

Deutscher Sparkassen- und Giroverband
e. V.
Charlottenstraße 47, 10117 Berlin
Telefon: 030 20225-5303
DSGV-Volkswirtschaft@dsgv.de

Redaktionsschluss dieser Ausgabe
11. November 2026

Gestaltung
Franz Metz, Berlin

Bildnachweis
unsplash/curated lifestyle

Verantwortlich

Dr. Thomas Keidel – DSGV
Direktor
Leitung Abteilung Finanzmarkt
thomas.keidel@dsgv.de

Dr. Reinhold Rickes – DSGV
Chefvolkswirt
Stellv. Abteilungsleiter
Abteilung Finanzmarkt
reinhold.rickes@dsgv.de

Hinweis

Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter
dsgv.de/themen/fakten.html

ISSN 2509-3851