



# Geldpolitik neu gefordert

**Nach Jahrzehnten der Niedriginflation ist durch den historisch starken Inflationsausbruch im Jahr 2022 nun die Preisstabilität wieder ernsthaft bedroht. Die Europäische Zentralbank wie auch andere Notenbanken haben in dieser Lage die vordringliche Aufgabe, ihre Inflationsziele und damit die stabilitätspolitischen Errungenschaften der vergangenen Dekaden zu verteidigen.**

- In Europa hat die EZB nach anfänglichem Zögern die Zeichen erkannt und ist auf einen Restriktionskurs eingeschwenkt. Für die Geldwertstabilität im Euroraum ist dies eine gute Nachricht.
- Zwar wird die Inflation im Euroraum in den kommenden Monaten deutlich fallen. Dies stellt jedoch noch keine Entwarnung für die Geldpolitik dar. Zweitrundeneffekte über die Lohnentwicklung lassen die Kern-Inflationsrate wahrscheinlich auch im kommenden Jahr zu hoch ausfallen. Daher sind bis zum Sommer weitere geldpolitische Straffungsmaßnahmen notwendig, die bis in das Jahr 2024 beibehalten werden sollten.
- Stellt sich dann heraus, dass der Inflationsprozess immer noch nicht ausläuft, muss die Geldpolitik weiter nachlegen, selbst um den Preis einer möglichen Anpassungsrezession. Die Wahrung der Finanzmarktstabilität ist dabei eine wichtige Nebenbedingung, darf den Vorrang der Inflationsbekämpfung aber nicht beschädigen.

**4. April 2023**

**Autoren**

Uwe Dürkop – Berliner Sparkasse  
Jochen Intelmann – Haspa  
Dr. Ulrich Kater – DekaBank  
Dr. Moritz Kraemer – LBBW  
Christian Lips – NORD/LB  
Dr. Jürgen Michels – BayernLB  
Dr. Reinhold Rickes – DSGV  
Dr. Gertrud Traud – Helaba  
Prof. Dr. Carsten Wesselmann  
– Kreissparkasse Köln

**Koordinator:**

Dr. Holger Schulz  
[Holger.Schulz@dsgv.de](mailto:Holger.Schulz@dsgv.de)

## Historische Zinswende: Von negativ auf ein 20-Jahreshoch

Noch bis zur Coronakrise hatte die Geldpolitik weltweit einen leichten Stand. In einem Umfeld strukturell niedriger Inflationsraten galt das Hauptziel der Geldpolitik als erfüllt bzw. war sogar zeitweise auf der Seite der Deflation gefährdet. Daher hatten die Notenbanken freie Hand bei der Konjunkturstabilisierung in Krisenzeiten. Mit dem im Jahr 2022 registrierten stärksten Inflationsausbruch seit Jahrzehnten ist diese geldpolitische Entspannung vorbei. Notenbanken sind neu gefordert, ihrer Zielsetzung gemäß wieder Preisniveaustabilität herzustellen. Denn die Abwesenheit von Inflation ist nach wie vor essenziell für Stabilität und Wohlstand. Inflation zerstört wirtschaftliche Planungsgrundlagen und beeinträchtigt damit Investitionen und Wachstum. Inflation ist unsozial, weil Haushalte mit kleineren Einkommen und Vermögen besonders belastet werden.

Jahrzehntelang konnten die Währungshüter weltweit einem Trend sinkender Inflation zuschauen. Dieser Trend wurde im Wesentlichen durch externe Faktoren hervorgerufen: Weltweite Konkurrenz, steigendes Arbeitsangebot durch Integration neuer Länder in den Welthandel sowie schneller technischer Fortschritt. Aber auch die Geldpolitik selbst hatte zu diesem Erfolg ein gutes Stück beigetragen. Seit den 90er Jahren hatte sich in der praktischen Geldpolitik die Erkenntnis durchgesetzt, dass die Inflationserwartungen der Wirtschaftsteilnehmer entscheidend sind für den Inflationsverlauf. Stabile niedrige Inflationserwartungen fördern einen niedrigen Inflationsverlauf.

*Bedeutung niedriger  
Inflationserwartungen*

Daher stellten immer mehr Notenbanken strikte Zielsetzungen um zwei Prozent für die Inflation auf, um die Erwartungen aller Teilnehmer in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten fest zu verankern. Sie hatten dazu auch die Möglichkeit, weil sich in fast allen Industrieländern das institutionelle Prinzip unabhängiger Notenbanken durchgesetzt hatte, die nicht mehr operativen Weisungen der Regierungen unterstellt sind. Die Errichtung dieser Niedriginflationswelt ist ein großer Verdienst der Geldpolitik aus den vergangenen Dekaden. Auch die Europäische Zentralbank ist eine tragende Säule dieses geldpolitischen Konsenses, der insbesondere in den fortgeschrittenen Industrieländern vorherrscht. Die Verankerung niedriger Inflationserwartungen hält prinzipiell bis heute an – muss aber neu verteidigt werden.

Aber auch die Problembereiche der Niedriginflationswelt sind in den vergangenen Jahren offenbar geworden. Geschehen negative ökonomische Schocks, dann führen schon geringe damit verbundene Abwärtsschwankungen bei der Inflation unter die Nulllinie und damit

in das Gebiet der Deflation. Gleichzeitig vereisen bei solchen Minusgraden die Instrumente der Geldpolitik, denn auch die Leitzinsen bewegen sich dann in so niedrigen Regionen, dass Zinssenkungen schnell auf die Nulllinie führen.

Die letzten 15 Jahre brachten weltweit zwei solcher massiver negativer Schocks für die Weltwirtschaft mit sich, nämlich die Finanzkrise 2008 bis 2010 sowie die Coronakrise 2020 bis 2021. Schon 2009 waren die Leitzinsen der großen Notenbanken nahe Null angekommen, und die Geldpolitiker verspürten trotzdem weiteren Bedarf an expansiven Maßnahmen. Dieser wurde durch so genannte unkonventionelle Instrumente gedeckt. Eine Forward Guidance beeinflusste nun auch längere Laufzeiten. Dann folgten breitflächige Anleihekäufe. Einige Notenbanken setzten die Zinsen sogar ins negative Terrain.

*Die Erfindung unkonventioneller Instrumente*

Inwieweit diese neuen Instrumente der Geldpolitik in solchen Situationen wirklich erfolgreich sind und ob ihre Nebenwirkungen (etwa in Gestalt stark steigender Vermögenspreise) hierzu in einem guten Verhältnis stehen, ist noch nicht geklärt. In jedem Fall stellen Null- und Negativzinsen extreme geldpolitische Instrumente dar, die nur in extremen und damit eher seltenen Situationen Anwendung finden sollten.

*Negativzinsen nur bei extremen Ausnahmelagen*

Inzwischen hat sich das Inflationsumfeld komplett gedreht. In den vergangenen zwei Jahren durchlebten der Euroraum wie auch die US-Wirtschaft Inflationsschübe, deren Ausmaß und Geschwindigkeit ohne Beispiel sind. 2022 wurden in den USA und im Euroraum die höchsten Inflationsraten seit 50 Jahren registriert. Zwei Ursachen addierten sich zu diesem schnellsten Inflationsausbruch der modernen Wirtschaftsgeschichte: Die erste Ursache lag in der Corona-Krise. Sie hatte zunächst einen Wirtschaftseinbruch zur Folge, der eigentlich deutlich deflationär hätte wirken können. Die Volkswirtschaften kamen jedoch unerwartet schnell wieder auf die Beine, weil die Regierungen sehr große Stabilisierungspakete für ihre Wirtschaften geschnürt hatten und die Zentralbanken zudem deutlich stimulierten. Diese Pakete erfüllten einen wichtigen Zweck, nämlich die Stabilisierung der wirtschaftlichen Erwartungen. Dies verhinderte das Abgleiten in eine länger andauernde Weltwirtschaftskrise.

*Corona-Phase als Ausgangspunkt eines neuen Inflationsprozesses*

Allerdings waren die Transferprogramme für private Haushalte und Unternehmen teilweise – insbesondere in der größten Volkswirtschaft der Welt, den USA – so groß dimensioniert, dass sie einen Nachfrageimpuls auslösten, der die durch Corona noch deutlich eingeschränkten Produktionskapazitäten der Weltwirtschaft überforderte. Diese Kombination aus Nachfragestimulierung bei

eingeschränkten Produktionsmöglichkeiten löste einen ersten Inflationsschub aus, der sich bereits im Herbst 2021 in Gestalt steigender Güterpreise bemerkbar machte.

Die zweite Ursache lag in den extremen Energiepreissteigerungen, die durch den russischen Angriffskrieg in der Ukraine und die darauffolgenden Sanktionen gegen Russland sowie Lieferstopps seitens der russischen Regierung ausgelöst wurden. Sie führten insbesondere in Europa bei einigen Energiearten zu einer Vervielfachung der Preise, die im Verlauf des Jahres 2022 schrittweise auf die Verbraucher überwältigt wurde. Wir schätzen, dass ohne die Energiekrise die Inflation in Europa weniger als halb so hoch ausgefallen wäre.

*Krieg und Sanktionen:  
Turbo für die Inflation*

Auch in dieser Situation sahen sich die Staaten erneut zur Stabilisierung genötigt: Ein breites und unübersichtliches Geflecht von staatlichen Maßnahmen hat insbesondere in Europa die Belastungen für die Verbraucher abgemildert. Hierzu gehörten einerseits Maßnahmen, die die Preise für Energie und Verkehr dämpften andererseits Geldtransfers an private Haushalte und Unternehmen, damit diese die hohen Energiepreise besser tragen konnten. Alles zusammen resultierte jedoch wieder in deutlichen fiskalischen Impulsen für die Wirtschaft. Die Messung dieser Impulse ist aufgrund ihrer Vielfalt und Breite schwierig. Von der Größenordnung liegen sie in den einzelnen europäischen Ländern etwa bei zwei bis fünf Prozent des BIP.

Vom Grundsatz her unterstützen wir diese Art von Stabilisierungspolitik wie sie sowohl in der Coronakrise als auch in der jüngsten Phase angewendet wurde. In diesem Winter trugen die Maßnahmen dazu bei, dass eine Energie rezession in Deutschland aller Wahrscheinlichkeit nach nur flach ausfällt. Allerdings stellen Geld- und Finanzpolitik ein System kommunizierender Röhren in Bezug auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit den Inflationsdruck dar. Was geschieht, wenn beide Politikbereiche in ihren Stabilisierungsbemühungen überziehen, konnte man anhand der Coronapolitik in den USA beobachten. Hier haben zu groß dimensionierte Regierungsprogramme im Jahr 2021 zur Unterstützung der privaten Haushalte deutlich zur Entstehung des gegenwärtigen Inflationsprozesses beigetragen.

*Fiskalpolitik und Geldpolitik  
als kommunizierende  
Röhren*

Weitere fiskalische Impulse sind aktuell in den europäischen Volkswirtschaften nicht mehr notwendig, ja eher sogar schädlich. Je mehr sich die Fiskalpolitik in Deutschland jetzt von ihren expansiven Impulsen zurückzieht, desto mehr erleichtert sie damit die Inflationsbekämpfung der Europäischen Zentralbank.

## Neue Geldpolitik?

Nach dem Ausbrechen eines neuen Inflationsprozesses ist es aus unserer Sicht das vordringlichste Ziel der Geldpolitik, ihre Inflationsziele zu verteidigen. Das bedeutet, dass die Inflationsrate im Euro-Raum über die kommenden beiden Jahre wieder in den Bereich von zwei Prozent einschwenken muss. Eine dauerhafte Verfehlung, und sei es auch „nur“ um einen oder zwei Prozentpunkte, hätte eine Entankerung der Inflationserwartungen zur Folge. Wirtschaft und Kapitalmärkte würden das bisherige geldpolitische Regime „Niedriginflation bei zwei Prozent“ infrage stellen. Das würde eine tiefe Verunsicherung der Marktteilnehmer hervorrufen. Eine solche Verunsicherung würde nicht nur starke Marktschwankungen und höhere langfristige nominale Zinserwartungen zur Folge haben, sondern auch über steigende Risikoprämien die Realverzinsung anheben und damit die Investitionsbedingungen verschlechtern.

*Inflation muss zurück  
auf Werte um 2 Prozent*

Als alternatives Regime wird in der akademischen Diskussion die Erhöhung der Inflationsziele, etwa von zwei auf vier Prozent, angeboten. Wir halten dies für keine gute Idee. Zwar ist es richtig, dass dadurch der irgendwann auch einmal wieder benötigte expansive Bewegungsspielraum der Geldpolitik größer wird. Dieser Vorteil wird jedoch durch die wachstumsschädlichen Folgen höherer Inflationsraten mehr als aufgewogen. Daneben käme gegenwärtig der Verdacht auf, dass eine Erhöhung des Inflationsziels nicht wegen solcher allgemeiner Überlegungen vorgenommen würde, sondern weil das alte Ziel politisch nicht mehr durchsetzbar ist. Das ist kein guter Startpunkt für die Glaubwürdigkeit einer neuen geldpolitischen Zielformulierung – denn warum sollte diese nicht nach dem nächsten Inflationsschub gleich wieder erhöht werden?

*Erhöhung des  
Inflationsziels  
wäre keine Lösung*

Noch ist das Niedriginflationsregime, das die Geldpolitik in den vergangenen Jahren installiert hat, intakt, wenngleich gefährdet. Die langfristigen Inflationserwartungen an den Finanzmärkten lagen Anfang März 2023 für den Euroraum bei 2,5 Prozent. Für das Jahresende 2023 rechnen etwa 80 Prozent der Sparkassen noch mit Inflationsraten über vier Prozent, wie aus der jüngsten Befragung zum S-Finanzklima hervorgeht. Häufig wird an einem strikten Anti-Inflationskurs kritisiert, er verhindere notwendige staatliche und private Ausgaben, etwa für die Nachhaltigkeitstransformation der Wirtschaft oder für Soziales. Hier muss man entgegenhalten, dass all diese Ziele langfristig schwerer zu erreichen sind, wenn die monetäre Stabilität nicht gewahrt werden kann. Es bedeutet nicht, dass diese Themen unwichtig wären, sondern nur, dass auch in der Politik Arbeitsteilung herrscht: Die Notenbank ist für die Geldwertstabilität zuständig. Die Zuweisung anderer Ziele würde sie überfordern und in Konflikte

*Inflationsrate bleibt 2023  
deutlich über Zielwert*

stürzen. Für Klimapolitik oder Soziales gibt es andere Zuständigkeiten und andere Instrumente.

## Besondere Probleme bei der Inflationsmessung

Im Februar bewirkte allein eine statistische Revision, dass die Teuerung in Deutschland im Jahr 2022 im Durchschnitt nicht mehr bei 7,9 Prozent, sondern nur noch bei 6,9 Prozent ausgewiesen wurde. Was wie Schönrechnerei aussieht, ist tatsächlich eine Übung, die alle fünf Jahre planmäßig stattfindet. Sie ist Bestandteil der deutschen Inflationsmessung über einen so genannten Laspeyres-Index, ein allgemein anerkanntes Verfahren zur Inflationsmessung. Hierbei wird der Warenkorb der privaten Haushalte, welcher der Preismessung zugrundeliegt, für eine längere Zeit konstant gehalten. Der Grund dafür liegt darin, dass nur Preisveränderungen, nicht aber Veränderungen im Verbrauchsverhalten (also die Warengewichte im Warenkorb), als Inflation gemessen werden sollen. Nach längerer Zeit ist der Warenkorb dann allerdings veraltet und spiegelt nicht mehr die Konsumwirklichkeit wider. Wenn er dann nach fünf Jahren auf Basis der aktuellen Verbrauchsumfragen des Statistischen Bundesamtes aktualisiert wird, so werden auch rückwirkend die Inflationsraten auf die neuen Gewichte angepasst: Die Reihe der Inflationsdaten wird also revidiert. Dabei ergibt sich regelmäßig, dass die bisherigen Inflationsraten zu hoch ausgewiesen waren. Das liegt daran, dass die Verbraucher mit der Zeit von stark verteuerten Waren auf andere Güter ausweichen und damit das Gewicht solcher Verbrauchsgüter absinkt.

Dass in der jetzt wieder turnusgemäß fälligen Aktualisierung ausgerechnet das extrem verzerrte Coronajahr 2020 als neue Basis für die Konsumgewichte an der Reihe war, hat das Statistische Bundesamt mit der – pragmatischen – Maßnahme ausgeglichen, einen Durchschnitt der Verbrauchsgewohnheiten von 2019 bis 2021 zu verwenden. Gegen diese Maßnahme sowie generell gegen die jahrzehntelang geübte Praxis der Verwendung eines Laspeyres-Index ist nichts einzuwenden. Auf keinen Fall stellen sie politisch gewollte Manipulationen dar.

Eine ausführliche Erklärung zur Revision der Berechnungsgrundlage finden Sie beim Statistischen Bundesamt:

[www.destatis.de/DE/Presse/Pressekonferenzen/2023/vpi/hintergrundpapier-vpi.html](http://www.destatis.de/DE/Presse/Pressekonferenzen/2023/vpi/hintergrundpapier-vpi.html)

Was allerdings kritikwürdig ist, ist das ansteigende Durcheinander in der deutschen Preisberichterstattung. Die oben genannten Eigenschaften beziehen sich nur auf den so genannten nationalen Verbraucherpreisindex (VPI). Seit Beginn der Europäischen Währungsunion ist mit der Vereinheitlichung der Inflationsstatistik der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) als weiteres offizielles Inflationsmaß dazugekommen. An ihm richtet die EZB vor allem ihre Politik aus.

Der HVPI stellt eine andere Indexart dar, in der eine Anpassung der Inflationsgewichte in jedem Jahr stattfindet. Auch dies ist im Februar geschehen. Die unterschiedlichen Veränderungen der Warengewichte in beiden Indizes werden in Zukunft zu deutlich größeren Abweichungen der Inflationsmessung nach VPI und HVPI führen. Beide Konzepte sind prinzipiell zur Inflationsmessung geeignet, d. h. es gibt keine objektive Überlegenheit des einen über das andere Messkonzept. Im Sinne der Transparenz sollte jedoch die öffentliche Debatte auf eine Kerngröße zur Inflationsbeifferung konzentriert werden. Alles andere schadet der Glaubwürdigkeit der Inflationsmessung generell, wie gerade wieder erlebbar.

## **Inflation: Entspannung in diesem Jahr – aber die letzten Meter werden schwer**

Bei der Inflation muss zwischen einmaligen Preisschüben, die nach einem oder zwei Jahren wieder vorbei sind, und permanenten Preisanstiegen, die Jahr für Jahr stattfinden und sich gegebenenfalls sogar noch beschleunigen, unterschieden werden. Die Corona-Wirtschaft und der Krieg in der Ukraine haben den Inflationsstein bislang ins Rollen gebracht. Auf der zweiten Stufe folgten nun Reaktionen der Wirtschaft. So stellen bei sehr hohen Inflationsraten Arbeitnehmer höhere Lohnforderungen und können diese auch zu einem größeren Teil durchsetzen – die Durchsetzungsquote (Höhe der Abschlüsse in Relation zu den Gewerkschaftsforderungen) der jüngsten Tarifabschlüsse in Deutschland liegt bei historisch hohen 80 Prozent. Ferner ändern Unternehmen bei stark steigenden Kosten ihr Angebotsverhalten, indem sie zum Beispiel ihre Preise in kürzeren zeitlichen Abständen anpassen.

*Vorübergehender Schock, durch den man hindurch sehen kann, oder dauerhafter Effekt?*

Mittlerweile flauen die äußeren Preisschocks zu einem großen Teil ab. Die Preise von Energierohstoffen auf den Weltmärkten sind seit ihrem Hochpunkt im Sommer letzten Jahres wieder erheblich zurückgegangen und befinden sich etwa auf dem Niveau vom Herbst 2021. Unternehmen verweisen in Umfragen immer weniger auf Lieferengpässe, und auch einige harte Indikatoren ihrer Material- und Transportkosten sind deutlich gesunken. Dies alles bedeutet jedoch nicht zwingend, dass der Inflationsschub vorüber wäre, denn einige der beschriebenen Reaktionen fangen gerade erst an. Viele Gewerkschaften werden im weiteren Jahresverlauf Lohnzuwächse fordern, die sogar oberhalb der Inflationsrate liegen, und drohen so vehement wie lange nicht mehr mit Streiks. Gleichzeitig melden große Konsumgüterhersteller trotz der sich entspannenden Kostensituation einen Bedarf an weiteren Preiserhöhungen an.

*Gewerkschaften setzen Lohnforderungen zu 80 Prozent durch*

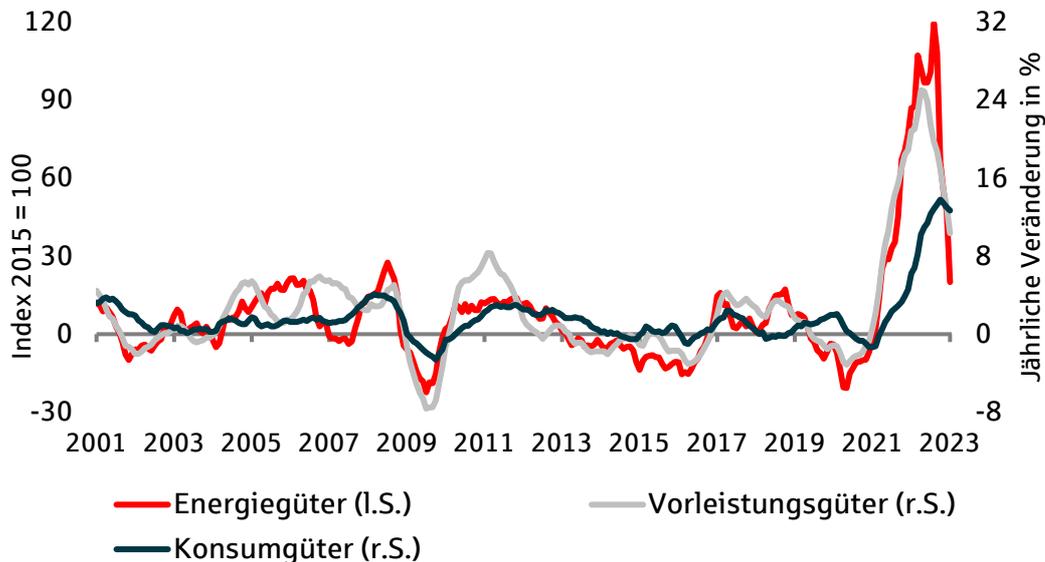
Klarere Anzeichen einer Trendwende nach unten zeigen sich insbesondere bei den Erzeugerpreisen auf den vorgelagerten Produktionsstufen (Abb 1). Massive Basiseffekte sowie Preisrückgänge in einzelnen Monaten hatten zur Folge, dass die Jahresraten der Erzeugerpreise sowohl von Energiegütern als auch von Vorleistungen deutlich zurückgegangen sind. Schreibt man diese Entwicklungen fort, dürfte die Jahresrate der Vorleistungsgüterpreise in den kommenden Monaten auf nahezu null sinken, die der Energiepreise im späteren Jahresverlauf sogar vorübergehend negativ werden. Allerdings waren auch die Preisspitzen der Erzeugerpreise von 2022 nicht voll auf die Konsumentenebene durchgereicht worden.

Mit kurzer zeitlicher Verzögerung ist jedoch mit einem deutlichen Abflachen der Erzeugerpreise auch mit einer Entlastung bei den

Konsumgütern zu rechnen. Diese Einschätzung ist die wesentliche Grundlage der weit verbreiteten Erwartung, dass die Kerninflation schon bald deutlich zurückgehen wird – von über fünf Prozent im Januar auf etwa drei Prozent zum Jahresende.

*Kerninflation zum Jahresende bei etwa drei Prozent*

Abb 1: Erzeugerpreise (Euroraum)

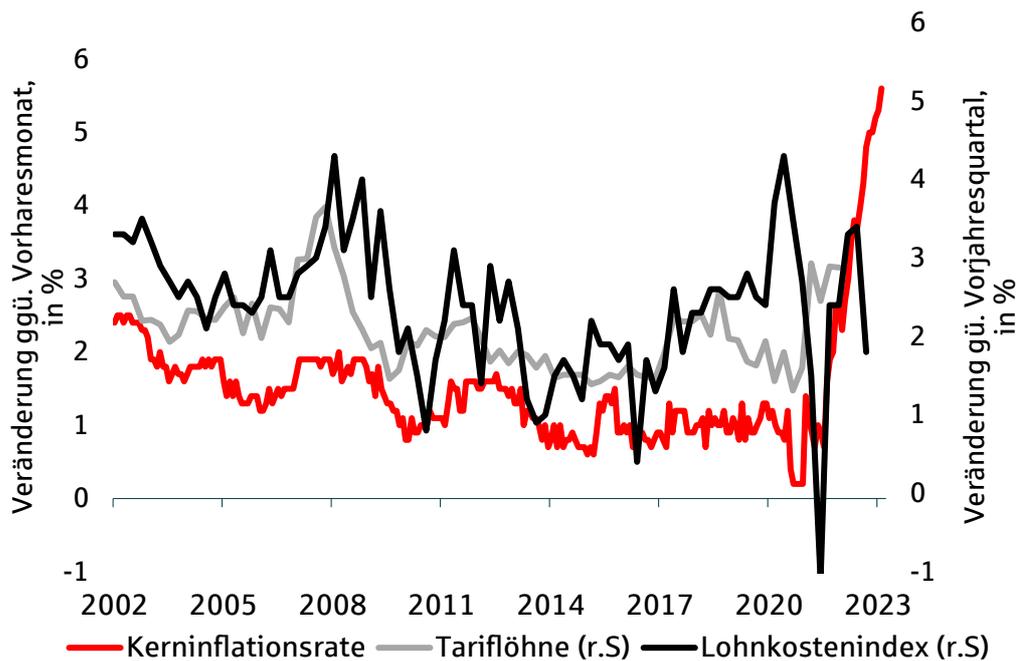


Quelle: EZB, DekaBank, DSGV

Industriegüter ohne Energie, bei denen in nächster Zeit mit einer ausgeprägten Disinflation zu rechnen ist, machen allerdings nur knapp 38 Prozent des Warenkorbs aus, der zur Berechnung der Kerninflationsrate verwendet wird. Der übrige Teil entfällt auf Dienstleistungen. Hier sind der mit Abstand dominierende Kostenfaktor die Löhne. Bislang hat die Lohnentwicklung nur in einem überschaubaren Maß zur Zunahme des Preisauftriebs beigetragen. Vielmehr sollte man derzeit eher die umgekehrte Kausalität vor Augen haben, dass eine hohe Inflation entsprechend starke Lohnsteigerungen nach sich ziehen wird.

Der Anstieg der Tariflöhne im Euroraum hat im vierten Quartal des vergangenen Jahres nicht weiter zugenommen und liegt mit knapp 2,9 Prozent gegenüber dem Vorjahr auf einem Niveau, das im Hinblick auf die Inflationsverstärkung bisher nicht besorgniserregend war (Abb 2). Klar ist allerdings auch, dass diese Abschlüsse aus Arbeitnehmersicht mit großen Reallohneinbußen einhergegangen sind. Die Lohnentwicklung beschleunigt sich jetzt. Die in den letzten Monaten geschlossenen Tarifvereinbarungen deuten stark darauf hin, dass die Jahresraten der Lohnsteigerungen in die Region von 4 bis 5 Prozent emporschnellen werden. Auf längere Sicht wäre ein jährlicher Anstieg der Lohnkosten in solcher Höhe nicht mit Inflationsraten nahe 2 Prozent in Einklang zu bringen.

Abb 2: Lohnentwicklung im Euroraum



Quelle: EZB, Eurostat, DekaBank, DSGV

In den kommenden Monaten werden sich das Auslaufen der Angebotschocks und die Zunahme der Zweitrundeneffekte überlagern. Die Headline-Inflationsraten und die Kernraten sollten sich deshalb gegenläufig entwickeln. Ein Disinflationsprozess setzt sich in dieser Konstellation nur solange fort, bis sich die Verbraucherpreise an das wieder niedrigere Niveau der Energie- und Materialkosten angepasst haben. Im Anschluss daran werden die Löhne wieder zur entscheidenden Determinante der Inflation. Sollten sich also die Erwartungen bestätigen, dass die Löhne für einige Zeit mit weit überdurchschnittlichen Raten ansteigen werden, um die Arbeitnehmer für die in den vergangenen Jahren erlittenen Kaufkraftverluste zu entschädigen, wäre auch auf längere Sicht nicht damit zu rechnen, dass die Inflation nachhaltig auf 2 Prozent zurückgehen wird.

### **Wachsamkeit und Vorsicht geboten – EZB auf dem richtigen Weg**

Die Europäische Zentralbank wie auch die US-Fed haben viel Kritik auf sich gezogen, weil sie auf den großen Inflationsausbruch im vergangenen Jahr zu spät reagiert haben. Ein idealer geldpolitischer Kurs hätte in dieser Lage sicherlich anders ausgesehen, aber dies lässt sich im Nachhinein immer leicht feststellen.

Wesentlich erscheint uns, dass für diese verzögerte Reaktion weniger politische Blockaden die Ursache waren als tatsächlich eher eine technische Fehleinschätzung des Charakters der steigenden

Inflationsraten ab Herbst 2021. Im Jahresverlauf 2022 wurde immer klarer, dass mit dem russischen Angriff auf die Ukraine und der daraus folgenden Energiekrise jede Hoffnung auf „transitorische“ – also schnell vorübergehende – Preissteigerungen unrealistisch wurde. Die EZB begann daraufhin im Sommer einen scharfen Restriktionskurs, der bis heute anhält. Der Einlagesatz als gegenwärtig maßgeblicher Leitzins für den Geldmarkt stieg von minus 0,5 Prozent auf 3,0 Prozent im März 2023.

Im Durchschnitt erwarten wir ein Auslaufen der weiteren Erhöhungen des Einlagesatzes und ein einstweiliges Einpendeln in einer Spanne von 3,25 bis 4,0 Prozent. Gründe für ein eher vorsichtigeres weiteres Vortasten der EZB sind primär in den aktuellen Erschütterungen des Finanzmarktes zu finden.

*Erhöhungen des  
EZB-Einlagesatzes  
auf 3,25 bis 4,0 Prozent*

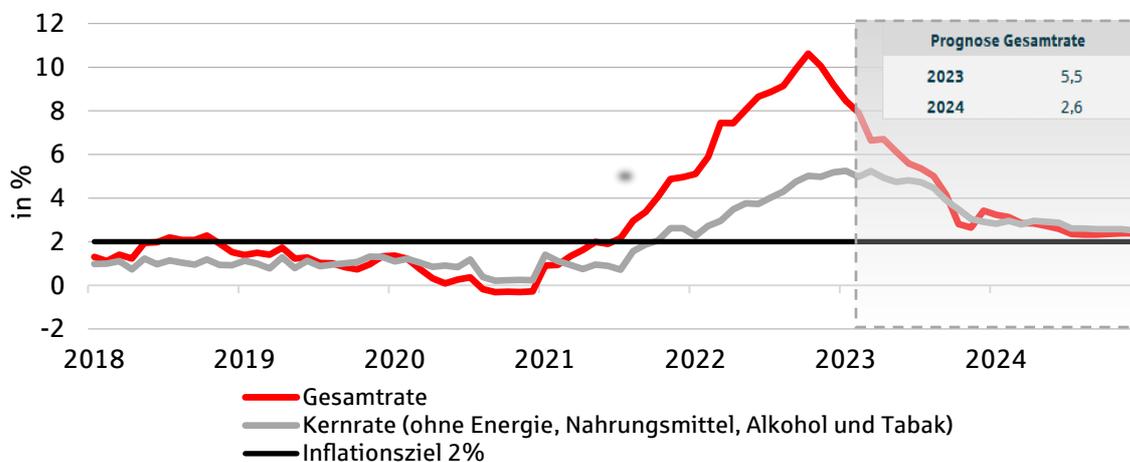
Gleichzeitig wird die Bilanz des konsolidierten europäischen Notenbanksystems in den kommenden Monaten deutlich schrumpfen. Aktuell machen die Einlagen der Banken bei den Notenbanken mit etwa 4.140 Mrd. EUR mehr als die Hälfte der Passivseite des Eurosystems aus. Im Rahmen der Rückzahlungen der TLTRO-III-Liquidität ist die Ausnutzung der Einlagefazilität seit November bereits um etwa 500 Mrd. EUR gesunken. Mit Blick auf den großen TLTRO-III-Fälligkeitstermin im Juni 2023 dürfte die Überschussliquidität und damit die Nutzung der Einlagenfazilität erneut um etwa 450 Mrd. EUR zurückgehen. Bis Jahresende dürfte die Auslastung dann in Richtung 3.200 Mrd. EUR fallen. Zusätzlich wird der Anleihebestand im europäischen Zentralbankensystem mittlerweile im Zuge von nicht ersetzen Fälligkeiten um monatlich 15 Mrd. EUR vermindert.

Wo der restriktive Bereich der Leitzinsen im Euroraum beginnt, ist eine akademisch kaum eindeutig zu klärende Frage. Am Ende wird sich das empirisch beantworten. Trotzdem beschäftigen Überlegungen dazu mit Blick auf ein Ende dieses Zinserhöhungszyklus Banken, Sparkassen und die mittelständische Wirtschaft. Aus unserer Sicht lassen sich bereits deutliche restriktive Wirkungen der bisherigen Zinswende beobachten: Die Finanzierungsbedingungen haben sich sowohl von den Kosten als auch von den Preisen her deutlich verschlechtert. In der Folge ist die Kreditvergabe im Euroraum stark eingebremst worden. Die europäische Geldmenge M3 schrumpft. Das hat in sehr zinssensitiven Sektoren wie etwa der Bauwirtschaft bereits zu spürbaren Einschränkungen der Aktivität geführt. Im Großen und Ganzen reagiert die EZB in dieser inflationären Bedrohungslage nach einer gewissen Zögerlichkeit mittlerweile angemessen. Wir beobachten, dass im EZB-Rat ein breiter Schwenk stattgefunden hat hin zu einer energischen Durchsetzung des

gesetzlichen Auftrags. Die EZB kann auch Restriktion. Das ist eine erfreuliche Entwicklung.

Die EZB ist insbesondere in ihrer Kommunikation der strikten Zieleinhaltung gemäß ihrer Definition sehr klar. Dabei hat sie auch der Versuchung widerstanden, die Flexibilität ihrer jüngsten Strategierevision auszunutzen. Die dort entwickelte mögliche Toleranz einer Abweichung ist allenfalls für offensichtlich vorübergehende Inflationseinflüsse vorgesehen. Dieses Stadium hat die gegenwärtige Inflationsentwicklung jedoch längst verlassen. Die Gefahr von Zweitrundeneffekten und damit eines Einnistens dauerhafter Preissteigerungen ist zu groß.

Abb 3: Ausblick auf Inflationsrate und Kerninflationsrate im Euroraum



Quelle: Eurostat, DekaBank, DSGV

Allerdings halten wir das Niveau, auf das die Inflation mittelfristig wahrscheinlich konvergieren wird, für weiterhin zu hoch, um in absehbarer Zeit über Leitzinssenkungen nachzudenken. Daher sollten die im Sommer erreichten Niveaus der Leitzinsen so lange beibehalten werden, bis sich im kommenden Jahr herausstellt, ob die gegenwärtigen Prognosen zum Inflationsrückgang realistisch sind (Abb 3).

*Leitzinssenkungen  
in absehbarer Zeit  
unrealistisch*

Der Bilanzabbau sollte forciert werden, um die Überschussreserven des Bankensystems zügiger herunterzufahren. Stellt sich im kommenden Jahr heraus, dass der Inflationsprozess mit den bisherigen Maßnahmen nicht ausreichend eingedämmt werden kann, muss die Geldpolitik ihren Restriktionskurs verschärfen. Es kann dann tatsächlich nur eine Anpassungsrezession das Inflationsgeschehen wieder auf einem niedrigeren Niveau verankern.

## **Geldpolitik: Ruhige Hand in unruhigem Umfeld**

Das geldpolitische Umfeld ist derzeit alles andere als übersichtlich. Das beginnt mit Schwierigkeiten bei der Inflationsmessung. Die Preisstatistik tut sich schwer, die enormen Dynamiken abzubilden, die erst durch das Coronageschehen, dann durch die Energiekrise ausgelöst worden sind. Ferner verändern sich eventuell gerade zentrale makroökonomische Beziehungen, die für die Geldpolitik wichtig sind. So reagiert etwa der Arbeitsmarkt angesichts demografischer Veränderungen heute ganz anders auf konjunkturelle Schwankungen als es früher der Fall war. Es gibt auch Hinweise dafür, dass die Transmission geldpolitischer Impulse etwas längere Zeit in Anspruch nehmen könnte als bislang gewohnt. Schließlich können neue Trends in der Globalisierung oder bei der Nachhaltigkeitstransformation die Inflation beeinflussen – und zwar jetzt eher treibend.

Solche Veränderungen der Rahmenbedingungen sind zwar für Notenbanken nichts Ungewöhnliches. Sie unterstreichen jedoch die gegenwärtigen Unsicherheiten bei der Einschätzung des Inflationsprozesses. Geldpolitische Entscheidungen sollten daher auf der Basis eines breiten Inflationsbilds gefällt werden, in dem die Kernrate der Inflation, mögliche Zweitrundeneffekte aus der Lohnentwicklung sowie die Transmission der geldpolitischen Impulse über einzelne Sektoren wie die Immobilienwirtschaft oder den Finanzsektor genau beobachtet werden. In einem solchen breiten geldpolitischen Bild sollten auch die Wirkungen regulativer Maßnahmen, etwa die Erhöhung antizyklischer Kapitalpuffer für den Bankensektor, Berücksichtigung finden. Bei Sparkassen wie bei anderen Kreditinstituten sind die restriktiven Auswirkungen höherer Eigenkapitalanforderungen auf das Kreditangebot ähnlich gravierend wie die dämpfenden Wirkungen des gestiegenen Zinsniveaus.

*Weitere Belastungen  
der Kreditwirtschaft  
im Auge behalten*

## **Finanzstabilität als wichtige Nebenbedingung**

Die Verträglichkeit der Veränderungen für den Bankensektor im Auge zu behalten, ist gerade in so bewegten Zeiten wichtig, wenngleich schwierig. Finanzmarktstabilität ist eine unabdingbare Nebenbedingung für die Funktionsfähigkeit der geldpolitischen Transmission.

In dieser Hinsicht ist das Umfeld zuletzt nicht bequemer geworden: Die Mitte März eingetretene Schieflage der Silicon Valley Bank und einiger anderer Regionalbanken in den USA zeigen die Herausforderungen. In Europa ist die Credit Suisse ebenfalls in Schwierigkeiten geraten, musste gestützt sowie unter verschärfte Aufsicht gestellt werden und wurde schließlich zwangsfusioniert.

Die Entwicklungen im Bankensektor seit Anfang März haben gezeigt, dass die Geschwindigkeit des Zinsanstiegs den Bankensektor unter Stress setzt. Alle Vermögensgegenstände werden dann nämlich niedriger bewertet. Die Banken müssen jetzt Zeit bekommen, sich an die neuen Zinshöhen anzupassen. Die dafür insbesondere im europäischen Bankensystem eingebauten Eigenkapital- und Liquiditätspuffer sind sehr umfangreich. Aber wie in jeder Branche gibt es auch unter den Banken stärkere und schwächere Vertreter. Insbesondere wenn es irrationale Verhaltensweisen gibt, also etwa Herdenverhalten von Marktteilnehmern, ist das für die schwächeren Banken unter Umständen ein existenzielles Problem.

*Schneller Zinsanstieg  
fordert die Bankensysteme*

So gab es etwa keine direkte Verbindung von der Silicon Valley Bank zu einer Schweizer Großbank. Trotzdem gab es nach der vorübergehenden Schließung der Silicon Valley Bank schnell eine größere Problemlage bei der Credit Suisse als zweitgrößtem Schweizer Institut, die mit Unterstützung von Aufsicht und Notenbanken durch einen Verkauf an die UBS als größte Schweizer Bank gelöst wurde.

*USA und Schweiz über die  
Marktreaktion verbunden*

Dies wird auch die Blaupause für die Anpassungsprobleme in dieser historisch einzigartigen Zinssteigerungsphase darstellen. Die Geldpolitik darf sich nicht von ihrem Ziel der Inflationseindämmung abbringen lassen, muss aber sehr wachsam sein gegenüber einzelnen Funktionsstörungen im Finanzsektor. Dabei sind Generalgarantien – etwa für alle Einlagen – nur Ultima-Ratio-Instrumente. Es kann auch nicht darum gehen, jede Bank ohne Rücksicht auf nicht funktionierende Geschäftsmodelle zu erhalten.

Die historisch starken Zinssteigerungen der vergangenen Monate setzen Wirtschaft und Finanzsektor in vielen Volkswirtschaften zu – und das bereits seit einiger Zeit. Finanzierungen werden teurer, Kreditkonditionen verschärfen sich. Die Kreditvergabe, etwa im Euroraum, hat sich bereits deutlich verlangsamt, die Geldmenge in Europa nimmt ab. Diese Bremseffekte der Geldpolitik auf die Gesamtwirtschaft sind beabsichtigt, um die Inflationsraten zu verringern und sie beim Inflationsziel zu stabilisieren. Bisher haben sich die Volkswirtschaften gegenüber diesen Bremswirkungen und anderen Belastungen wie etwa hohen Energiepreisen sehr robust gezeigt. Sowohl die US-Wirtschaft als auch der Euroraum durchleben eine Schwächephase, aber keine schwere Rezession. Es ist normal, dass sich die Bremswirkungen von Zinssteigerungen nicht sofort zeigen, sondern über den Zeitraum von ein bis zwei Jahren anhalten.

Insofern müssen Notenbanken in dieser „Wirkungsphase“ auf einem schmalen Grat zwischen der entschlossenen Inflationsbekämpfung

auf der einen Seite und dem Vermeiden eines abrupten Abwürgens von Wirtschaft und Finanzen auf der anderen Seite balancieren.

Zu diesem Vermeiden von Rissen im Wirtschaftsgefüge gehört auch, dass die Finanzstabilität gewahrt bleiben muss. Auch in dem jetzigen Fall, in dem einige US-Banken mit speziellen Geschäftsmodellen die starken Zins- und Renditesteigerungen nicht überlebt haben, liegt die Aufgabe von Notenbank und Aufsicht darin, mit schneller Liquiditätsversorgung eine Übertreibung der Schwierigkeiten zu verhindern, aber zugleich nicht vom Anti-Inflationskurs abzuweichen. In diesem Sinn haben Aufsicht und Notenbank in den USA schnell gehandelt. Die Auswirkungen der konkreten Schiefelage auf andere Marktakteure wurden dort aufgefangen, wo sie nicht tragfähig erschienen, und dem gesamten Bankensystem werden Erleichterungen bei der Liquiditätsbeschaffung angeboten. Europäische und insbesondere deutsche Banken sehen wir aufgrund der regulativ geforderten robusteren Bilanzstrukturen von den Problemen der US-Regionalbanken nicht betroffen.

*Vorrang der Inflationsbekämpfung muss unstrittig bleiben*

## **Fazit**

Insgesamt steht die Geldpolitik vor großen Herausforderungen, sowohl in den USA als auch in Europa. Die Notenbanken müssen zur Verteidigung ihrer Inflationsziele wahrscheinlich noch über eine lange Zeit eher restriktive Finanzierungsbedingungen aufstellen. Dabei könnten sie in den kommenden Jahren unter erheblichen politischen Druck geraten, wenn Interessengruppen sie als Wachstumsbremsen und Rezessionsverursacher brandmarken oder wenn die Staatshaushalte über neue Beschränkungen aufgrund höherer Zinsen klagen. Noch hilft es der EZB, dass die Konjunktur-entwicklung und vor allem die Arbeitsmärkte im Euroraum erstaunlich robust auf die vielfältigen Belastungen reagieren. So kann wohl in der Gesamtheit des Euroraums eine Rezession in diesem Jahr verhindert werden. Aber selbst wenn die konjunkturellen Kosten einer strafferen Geldpolitik höher ausfallen sollten: Ein stabiles monetäres Umfeld darf nicht auf dem Altar der kurzfristigen Konjunkturbelebungen geopfert werden.

# Disclaimer

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

# Impressum

## Herausgeber

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

## Redaktionsschluss dieser Ausgabe

31. März 2023

## Gestaltung

Franz Metz, Berlin

## Bildnachweis

unsplash/John Towner

## Verantwortlich

Dr. Thomas Keidel – DSGV  
Direktor  
Leitung Financial Markets & Economics  
thomas.keidel@dsgv.de

Dr. Reinhold Rickes – DSGV  
Chefvolkswirt  
Stellv. Abteilungsleiter  
Financial Markets & Economics  
reinhold.rickes@dsgv.de

## Hinweis

Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter <https://www.dsgv.de/positionen.html#standpunkte>

ISSN

2509-3851