



# Inflation und Geldpolitik



- Preisniveaustabilität ist noch nicht wieder erreicht. Allerdings sind die Lebenshaltungskosten in ihrer Entwicklung zuletzt schon wesentlich berechenbarer geworden. Dieser Erfolg muss nun gefestigt werden. Denn obwohl der erlittene Preisschock weitgehend hinter uns liegt, ist er wirtschaftlich noch final aufzuarbeiten. Insbesondere gilt es, erlittene Kaufkraftverluste aufzufangen, ohne dabei den Boden für dauerhaft erhöhte Inflationsraten zu bereiten. Nicht zuletzt deshalb sind aktuelle Produktivitätstrends und veränderte Terms of Trade zu würdigen.
- Ein gutes Jahr nachdem die Teuerungswelle im Euroraum und in Deutschland im Oktober 2022 ihren Höhepunkt erreicht hatte, ist die Inflationsrate wieder auf unter drei Prozent gesunken.
- Dazu beigetragen haben einerseits Marktreaktionen und Normalisierungen nach den corona- und kriegsbedingten Preisschocks. Andererseits hatte aber auch die Geldpolitik eine der schärfsten Zinswenden der europäischen Geldgeschichte vollzogen. Die EZB hat damit ihre Glaubwürdigkeit gestärkt.
- Mittlerweile wendet sich der Blick wieder in die Gegenrichtung: Wie lange müssen die Notenbanken noch warten, bis sie ihre Geldpolitik wieder lockern können? Unserer Ansicht nach sind bei einer Fortsetzung der jüngsten Trends Zinssenkungen ab Juni möglich, das Tempo sollte jedoch langsamer und vorsichtiger sein als gegenwärtig am Markt eingepreist.

3. April 2024

**Autoren:**

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

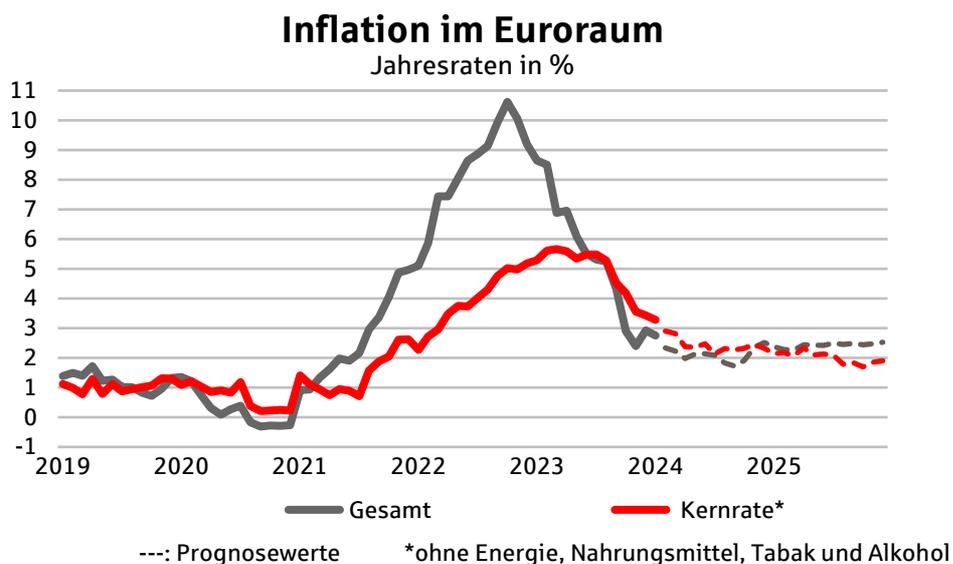
**Koordinator:**

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

## Zwischenbilanz: Teuerung niedriger, Kaufkraft aber gesunken

In der zweiten Jahreshälfte 2023 kehrte die Inflationsrate noch nicht in die Zielnahe alten, aber zumindest doch in etwas vertrautere Gefilde zurück. Bezogen auf den Euroraum wurde im November mit einer Preissteigerungsrate von 2,4 Prozent ein vorläufiger und zuletzt im März bestätigter Tiefpunkt erreicht. Die schwindelerregende Höhe von 10,6 Prozent, die nur dreizehn Monate zuvor erklommen worden war, wirkt da im Rückblick fast wie ein einmaliger Ausrutscher. Ist jetzt die Rückkehr zur Tagesordnung möglich, wo das Preisstabilitätsziel von 2 Prozent in greifbarer Nähe liegt?

*Aus schwindelnder Höhe  
nahe ans Stabilitätsziel*



Quelle: Eurostat, DSGVO

Eine solche Sichtweise wird dem Ernst der Lage jedoch nicht gerecht. Der Blick auf die Wirtschaftslage zeigt, dass der erlittene Preisschock abgeklungen, aber bei weitem nicht verdaut ist. Denn als konjunkturelle Stütze fielen die Privathaushalte bisher aus, nachdem sie über zwei Jahre rückläufige Realeinkommen hinnehmen mussten.

Sicher kommt es inzwischen auch zu echten Abwärtskorrekturen in den Preisen. Das gilt jedoch nur für Teilbereiche des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), wie den der Energiepreise. Deren besondere Entwicklung war bislang auch der entscheidende Impulsgeber für die eindrucksvolle Mäßigung des Preisanstiegs. Zu einer Wiederherstellung verloren gegangener Kaufkraft in der Breite reicht das aber nicht aus.

Ein Vergleich mit den HVPI-Werten vor dem russischen Angriff auf die Ukraine kann dies verdeutlichen. Hierfür bietet sich das erste Halbjahr 2021 als Referenzperiode an, als Lieferengpässe und stark steigende Rohstoffpreise den aufkommenden Inflationsdruck schon ankündigten, die Entwicklung der Lebenshaltungskosten selbst aber noch nicht auffällig geworden war. In Gegenüberstellung zu damaligen Indexwerten ergibt sich aktuell folgender Befund:

*Zwischenbilanz zur  
Kaufkraft*

## Vergleich der Preisniveaus vor und nach dem Preisschock von 2022

Veränderungen bis zum Februar 2024 in %	HVPI	HVPI, Energie	HVPI, Nahrung	HVPI-X
seit Oktober 2022	+2,8	-12,2	+8,9	+3,7
seit 1. Halbjahr 2021	+16,7	+41,1	+24,1	+10,7
Durchschnittliche Jahresrate	+5,5	+12,7	+7,8	+3,6

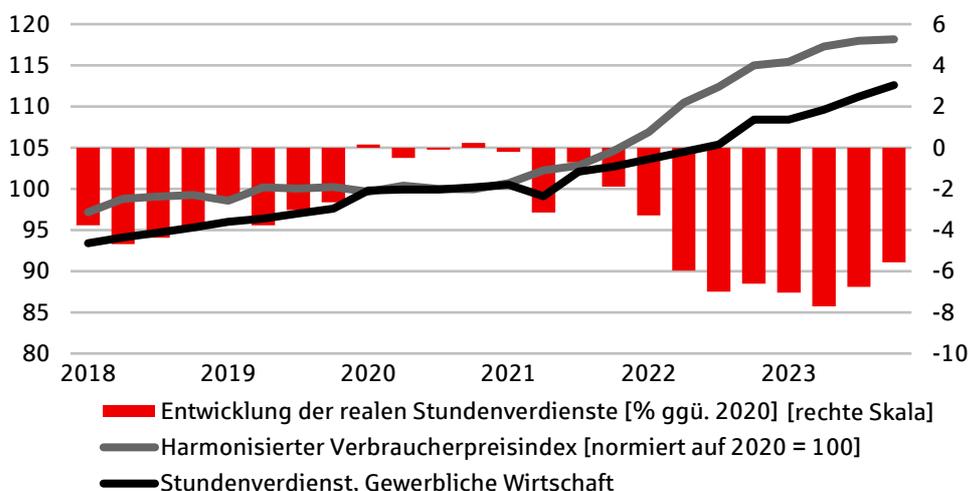
Quellen: Eurostat, eigene Berechnungen

Die Energiepreise unterschritten ihren zwischenzeitlichen Spitzenwert zuletzt zwar wieder um gut 12 Prozent, lagen zugleich aber immer noch 41 Prozent höher als im ersten Halbjahr 2021. Damit hat sich Energie für Verbraucherinnen und Verbraucher in den letzten drei Jahren durchschnittlich um annähernd 13 Prozent pro Jahr verteuert. Auch die Lebenshaltungskosten insgesamt lagen im Januar noch knapp 17 Prozent höher als im ersten Halbjahr 2021, was einer durchschnittlichen jährlichen Inflationsrate von 5,5 Prozent für diesen Zeitraum entspricht.

Es besteht ein Spielraum, diese Kaufkraftverluste in der Lohnentwicklung wieder aufzufangen. Tatsächlich zeigt der saisonbereinigte Arbeitskostenindex für die letzten vier Quartale für die Gewerbliche Wirtschaft auch schon Zuwächse der Stundenlöhne von fast 5 Prozent gegenüber dem Vorjahr und folglich zumindest eine Stabilisierung der Realeinkommen. Eine stärkere Aufholung der im Jahr 2022 erlittenen Einbußen gelang zwar noch nicht. Angesichts des nunmehr wesentlich flacheren Preistrends sollte sich dies aber in naher Zukunft ändern.

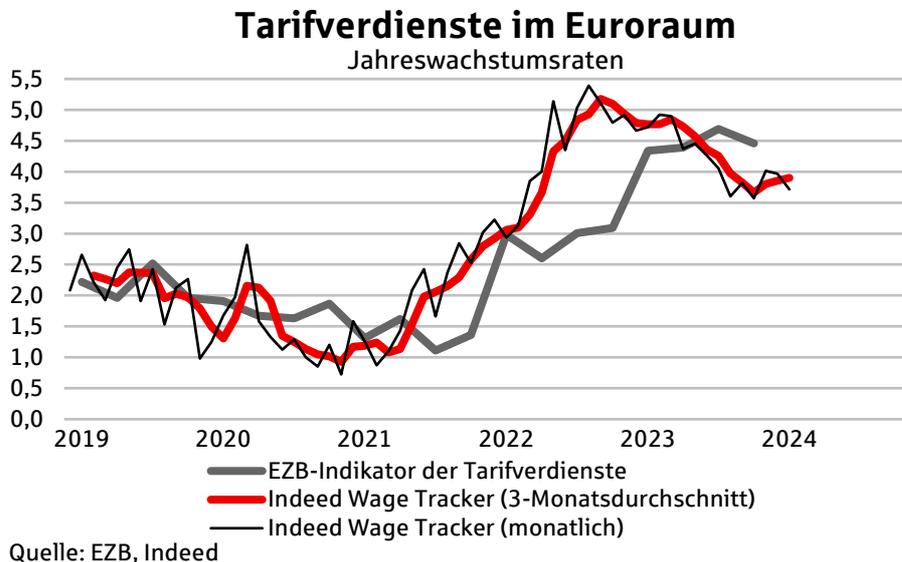
*Aufholen der Realeinkommen beginnt gerade erst*

## Inflation und Stundenverdienste im Euroraum



Quelle: Eurostat, eigene Berechnung

Gleichzeitig gibt es erste Anzeichen, dass sich die Dämpfung des Preisauftriebs allmählich mäßigend auf die Lohnfindung auswirkt. Jedenfalls lag die jährliche Steigerungsrate des vom Indeed Hiring Lab ermittelten Wage Trackers in den letzten vier Monaten wieder nahe der Marke von 4 Prozent.



Da dieser Indikator auf einzelne Stellenangebote rekurriert, liegt er nicht nur zeitnäher vor als der Indikator der Tarifverdienste. Er dürfte sich seiner inhaltlichen Ausgestaltung nach zudem dynamischer verhalten als Indikatoren auf Basis von Ergebnissen in Kollektivvereinbarungen.<sup>1</sup>

## Erschwerte Aufholung in den Realeinkommen

Der Anspruch, dass die Lohnentwicklung Kaufkraftverluste zumindest zu kompensieren habe, ist grundsätzlich nachvollziehbar – allerdings unterliegt er zwei Einschränkungen: Erstens müssten Kaufkraftverluste eher hingenommen werden, sofern sie sich aus einer Verschlechterung der Austauschverhältnisse in den internationalen Handelsbeziehungen für die gesamte Volkswirtschaft ergeben haben. Zweitens sollte die Forderung nach der Vermeidung von Reallohninbußen durch dafür hinreichende Produktivitätskennziffern gedeckt sein.

*Rahmenfaktoren nicht außer Acht lassen*

Veränderte Preisrelationen im internationalen Handel von Gütern und Dienstleistungen werden anhand der Preisdeflatoren für Aus- und Einfuhren sichtbar. Bezogen auf das erste Halbjahr 2021 zeigte sich hier importseitig im vierten Quartal 2023 immer noch eine kumulierte Teuerung um gut

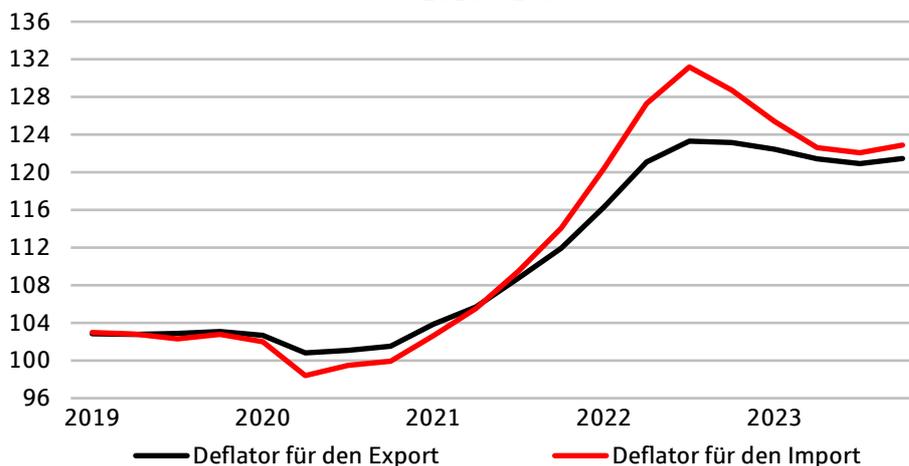
*Preisverhältnisse im internationalen Handel noch immer ungünstiger*

<sup>1</sup> Beide Indikatoren werden nur auf jährlicher Basis publiziert und nicht als fortlaufender Index. Dies erschwert die Interpretation, weil Basiseffekte im Zeitverlauf Verzerrungen hervorrufen dürften. Darüber hinaus sind aktuelle Stellenangebote weniger repräsentativ für allgemeine Lohnrends, während Tarifabschlüssen insbesondere bei langen Laufzeiten eine große Signalfunktion für den mittelfristigen Ausblick zukommen kann.

18 Prozent, der exportseitig Preisanhebungen um lediglich 16 Prozent gegenüberstanden. Gewichtet mit dem Offenheitsgrad des Eurogebiets entspricht dieses Gefälle preisbedingten Einkommenseinbußen von mehr als einem Prozentpunkt des Bruttoinlandsprodukts.

## Preisentwicklung im Außenhandel des Euroraums

2015 = 100



Quelle: Eurostat

Dies ist zwar längst nicht mehr so viel wie im Schlussquartal 2022, als in dieser Rechnung noch ein Maximum von mehr als 4 Prozent des BIP zu Buche stand. Doch hat sich im zweiten Halbjahr 2023 in den Außenhandelspreisen keine weitere Angleichung mehr ergeben.

Auch die nachlassende Produktivität gibt aktuell Anlass zur Sorge. Im Trend der vergangenen Jahre fielen deren Steigerungen nicht nur im Euroraum ohnehin eher dürftig aus.<sup>2</sup> Je Beschäftigtem<sup>3</sup> waren im Euroraum nach fünf aufeinanderfolgenden Quartalen zum Jahresende jetzt aber Einbußen von eineinhalb Prozentpunkten aufgelaufen. Dies ist einerseits für wirtschaftliche Schwächephasen nicht ungewöhnlich. Andererseits handelt es sich diesmal im Unterschied zu früheren Krisen jedoch nicht um einen kurzzeitigen Abfall im Zuge eines scharfen Produktionseinbruchs, sondern um einen mutmaßlich trendmäßigen und eher strukturell bedingten Rückgang im Nachgang der Pandemie. Als Erklärungen für den enttäuschenden Verlauf werden eine weiter gestiegene Neigung der Unternehmen zur Hortung von Arbeitskräften, höhere Fehlzeiten durch Krankheit sowie die Rückverlagerung wirtschaftlicher Aktivität in arbeitsintensivere Dienstleistungsbranchen genannt.

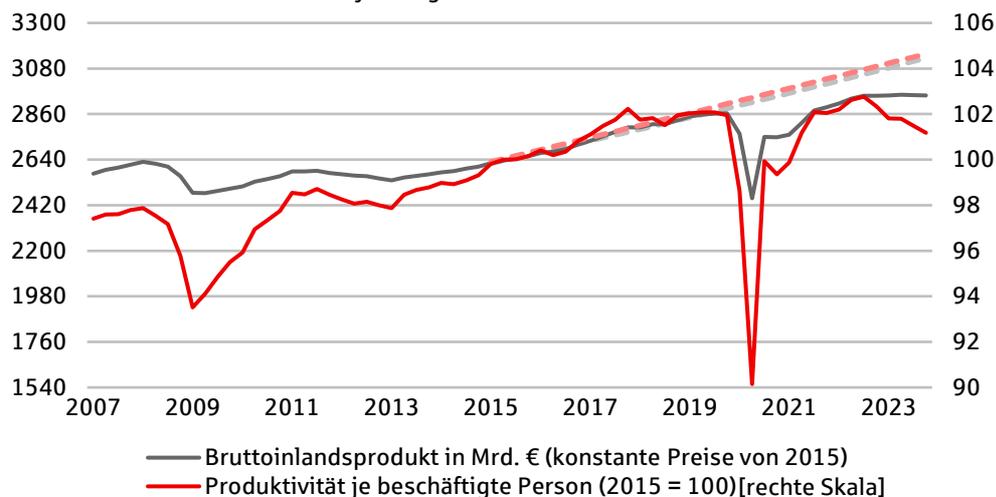
*Bedenklich:  
Die Produktivität ist seit  
fünf Quartalen rückläufig*

<sup>2</sup> Vgl. dazu den Standpunkt der Chefvolkswirte „Wirtschaft im Wandel“ aus dem November 2023. Er ist ebenfalls auf der DSGV-Homepage verfügbar.

<sup>3</sup> Die Rechnung je Beschäftigtenstunde fällt derzeit auch nicht günstiger aus.

## Bruttoinlandsprodukt und Produktivität im Euroraum

Blasse Kurven: jeweilige Trendverläufe von 2015 bis 2019



Quelle: Eurostat, eigene Berechnungen

Aus der Kombination von steigenden Lohnkosten und sinkender Produktivität ergibt sich gegenwärtig ein umso stärkerer Anstieg der Lohnstückkosten. Mit 5,7 Prozent übertraf deren Zuwachsrate den Deflator des Bruttoinlandsprodukts (5,3 Prozent) das dritte Quartal in Folge. Das Gefälle zwischen beiden Größen liefert als Gewinnmargenindikator gleichzeitig eine Orientierung für die Entwicklung der Betriebsüberschüsse. Deren Anteil am Bruttoinlandsprodukt hat sich dementsprechend ebenfalls auf nun nicht mehr auffällige 41,6 Prozent reduziert.<sup>4</sup>

### Preisentwicklung wieder verlässlicher abschätzbar

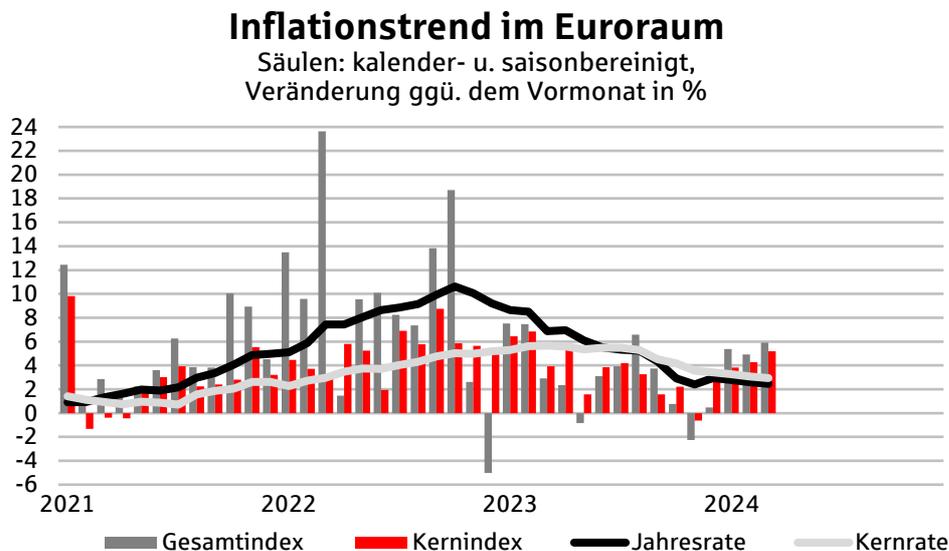
Die bereits ausgehandelten Lohnzuwächse werden die zurückliegenden Kaufkraftverluste zusehends abmildern, da die Inflation vorerst hinter ihnen zurückbleibt. Der künftige Inflationstrend erscheint derzeit auch wieder verlässlicher, auch wenn die Inflationsrate von 2,4 Prozent im März aufgrund der Sonderentwicklungen der volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise den Gesamteindruck etwas beschönigt und die entsprechend bereinigte Kerninflationsrate hier die bessere Orientierung bietet.<sup>5</sup> Aber im unterjährigen Verlauf ist auch die Kerninflation maßvoller geworden. Im März 2024 erreichte sie nun 2,9 Prozent. Aber auch im zweiten Halbjahr 2023

*Unterjähriger Trend war im zweiten Halbjahr 2023 ermutigend*

<sup>4</sup> Dies ist bisher eher als Rückbildung von einer zwischenzeitlich hohen Gewinnquote zu verstehen. Deren Zwischenhoch war zum vierten Quartal 2022 mit 42,6 Prozent erreicht worden. Anzunehmen ist, dass die Preisschocks unter den von großer Unsicherheit geprägten Marktbedingungen des Jahres 2022 zügig auf die Endverbraucher und damit auf die Lebenshaltungskosten überwältigt werden konnten. Abseits von steuerlich begünstigten Einmalzahlungen setzte die Anpassung der Arbeitseinkommen hingegen erst nach und nach ein.

<sup>5</sup> Die Kerninflation liegt seit acht Monaten über der Gesamtinflation. Seit Dezember ist der Abstand mit einem halben Prozentpunkt aber verhältnismäßig klein. Der Effekt rückläufiger Energiepreise wird durch Preissteigerungen bei Nahrungsmitteln zunichte gemacht, die mit doppeltem Gewicht in den Gesamtindex eingehen.

lagen die auf ein Jahr hochgerechneten monatlichen Preissteigerungen nach Bereinigung um jahreszeitliche Schwankungen schon moderat.



Quellen: Eurostat, EZB, eigene Berechnungen

Allerdings ist dieses günstige Preisumfeld kein Selbstläufer. Dies verdeutlichen die leicht erhöhten Monatswerte der Kerninflation im Januar und Februar ebenso wie der vorläufig zum Stillstand gekommene Abwärtstrend der am Kapitalmarkt gezahlten Inflationsschutzprämien.<sup>6</sup>

Die Inflation hat sich im zurückliegenden Jahr erfreulich zügig wieder stabilitätskonformen Werten angenähert. Damit ist auch der Boden bereitet, um den erlittenen Preisschock ohne größere Zweitrundeneffekte zu bewältigen. Dafür bedarf es nun aber Lohnabschlüsse mit Augenmaß, bei denen die Tarifparteien auch veränderte Austauschverhältnisse im internationalen Handel sowie die jüngeren Produktivitätstrends berücksichtigen.

*Ein Zwischenfazit*

## Geldpolitik: Richtig reagiert

Drei Faktoren haben maßgeblich zur Beruhigung der Preisdynamik geführt:

Zum Ersten sind die Energiepreise für die Endverbraucher wieder deutlich gesunken. Zwar liegen etwa in Deutschland die Preise für Strom und einige andere Energieformen immer noch deutlich über ihrem Stand von vor dem russischen Einmarsch in die Ukraine, jedoch haben sie sich von ihren Hochpunkten wieder deutlich nach unten entfernt.

*Externe Faktoren  
brachten zuletzt  
Entlastung...*

Zum Zweiten haben sich die Produktionsbedingungen für Industriegüter wieder vollständig von ihren corona-bedingten Einschränkungen erholt.

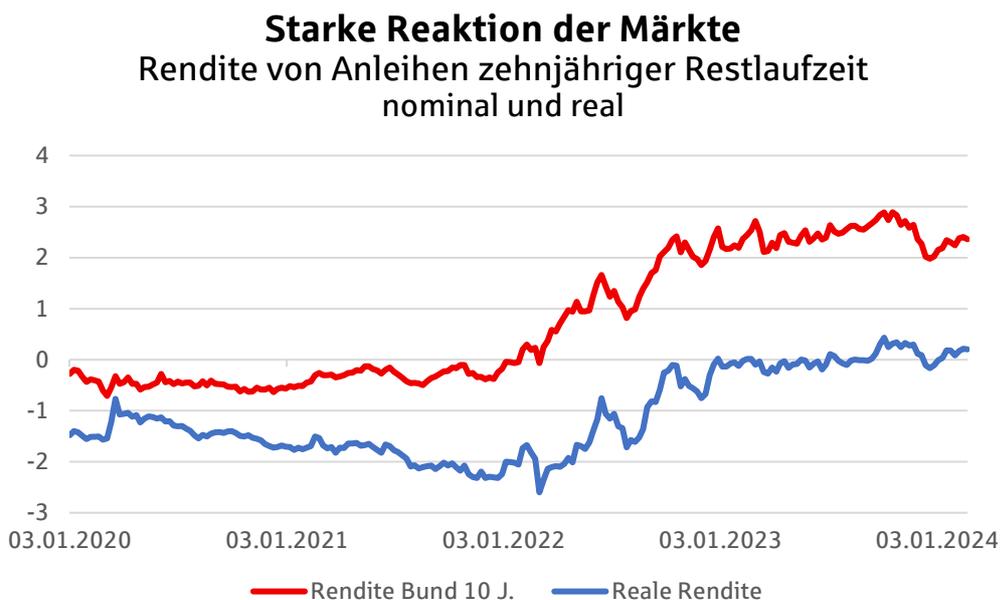
<sup>6</sup> Der auf einen Fünfjahreszeitraum bezogene inflationsindexierte Termin-Swap-Satz für fünfjährige Laufzeiten verharrt seit dem Jahreswechsel bei ca. 2,3 Prozent.

Das hat dazu beigetragen, dass die Erzeugerpreise bis Mitte letzten Jahres gesunken sind und seitdem in einer Seitwärtsbewegung verharren.

Der dritte Faktor ist die Geldpolitik. Die Europäische Zentralbank hat seit Juli 2022 eine der schärfsten Zinswenden der europäischen Geldgeschichte vollzogen. Die Leitzinsen wurden in nur zehn Schritten um 4,5 Prozentpunkte erhöht. Die Kapitalmarktzinsen am Beispiel der Renditen zehnjähriger Bundesanleihen erhöhten sich in der Spitze (Oktober 2023) um etwa 3,5 Prozentpunkte. Das für die Wirtschaft besonders wichtige erwartete reale Zinsniveau stieg ebenfalls um etwa drei Prozentpunkte an (siehe u.st. Abb.). Gleichzeitig haben die EZB sowie die nationalen Notenbanken ihre Käufe an den Anleihemärkten reduziert und bauen ihre Bestände inzwischen bei nicht mehr vollständigem Ersatz bei Fälligkeit allmählich ab. Darüber hinaus sind mittlerweile fast alle Langfristender (TLTRO) getilgt. Im Zuge dessen ist das Bilanzvolumen des Europäischen Zentralbanksystems von seinem Hochpunkt mit 8,8 Bio. EUR im Februar 2023 auf 6,8 Bio. EUR im Februar 2024 gesunken. Begleitet wurden diese Maßnahmen von der Ankündigung, den restriktiven Kurs so lange fortzusetzen, bis die Inflationsrate wieder absehbar auf ihren Zielwert um zwei Prozent zurückfällt.

*...aber auch die Geldpolitik hat ihren maßgeblichen Beitrag geleistet*

Es lässt sich nicht genau feststellen, in welchem Umfang diese Faktoren jeweils zum Inflationsrückgang beigetragen haben. Zwar kann man die Energiepreise aus den Preisindizes herausrechnen und auf die Kernraten abstellen. Doch das Inflationsgeschehen ist viel zu sehr verflochten, als dass es sich exakt in einzelne Schubladen aufteilen ließe. Auch Komponenten außerhalb der Kernrate können den Gesamtinflationsprozess nachhaltig beeinflussen.



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Die Letztverantwortung für die mittelfristige Entwicklung der Inflation liegt bei der Zentralbank. Sie gestaltet die Bedingungen der Geldversorgung der Volkswirtschaften und verfügt damit über mächtige Instrumente zur Beeinflussung des gesamten Wirtschaftsablaufs und damit auch der Inflation. Der Einsatz dieser Instrumente zur Inflationsbekämpfung ist jedoch nicht zum Nulltarif zu haben. Die negativen Effekte der Inflationsbekämpfung liegen in der Dämpfung der Konjunktur bis hin zu einer möglichen Rezession. Die schwierige Aufgabe der Geldpolitik besteht darin, geldpolitische Restriktionen nur gerade so weit umzusetzen, dass die Inflation ausreichend eingedämmt wird – aber eben nicht darüber hinaus, um die negativen Wirkungen auf die Konjunktur so gering wie möglich zu halten.

*Verantwortung  
letztendlich bei der  
Zentralbank*

Dies ist der Europäischen Zentralbank bislang gut gelungen. Wesentlich war dabei, dass die Notenbank im Jahr 2022 unmissverständlich klargestellt hat, dass die Inflationsbekämpfung nun absoluten Vorrang vor eventuellen konjunkturellen Belastungen hat. Der Zentralbankrat hat dokumentiert, dass er nicht von allgemeinpolitischen Interessen oder nationalen Partikularansichten geleitet wird, sondern von der Erfüllung seines gesetzlichen Auftrags der Aufrechterhaltung von Preisstabilität. Die Europäische Zentralbank hat damit ihren höchsten Vermögenswert – ihre Glaubwürdigkeit – gestärkt. In diesen Vermögenswert muss eine Notenbank immer wieder aufs Neue investieren, selbst wenn diese Investitionen vorübergehend gesamtwirtschaftliche Kosten in Gestalt eines gebremsten Wachstums mit sich bringen.

*EZB hat Anforderungen  
recht gut erfüllt*

Dies ordnet sich in den größeren historischen Zusammenhang ein: In diesem Jahr jährt sich die Einführung der europäischen Gemeinschaftswährung zum 25. Mal. Die geringe Aufmerksamkeit, die dieses Jubiläum in der Öffentlichkeit erregt hat, könnte ganz im positiven Sinne darauf hindeuten, wie selbstverständlich dieser Teil der europäischen Integration für die Bürgerinnen und Bürger innerhalb des Euroraums inzwischen geworden ist. Voraussetzung hierfür ist aber vor allem, dass der Euro funktioniert. Bei allen institutionellen Defiziten, unter denen der Euro immer noch leidet, hat die EZB ihren Teil der Aufgaben bislang gut bewältigt. Die Inflationsrate in Deutschland lag in dem Vierteljahrhundert mit dem Euro bei durchschnittlich 1,9 Prozent pro Jahr – einschließlich der jüngsten Inflationswelle – und war damit niedriger als in den 25 Jahren der D-Mark zuvor (3,0 Prozent p. a.).

*25 Jahre Euro!*

*Ein rundes Jubiläum*

Sicher gab es einige begünstigende Einflussfaktoren für die extrem niedrige Inflation, insbesondere ab 2010 (wie die beiden schweren wirtschaftlichen Schocks der Finanz- und der Coronakrise, die die Inflationsrate für einige Zeit nach unten drückten). Jedoch wäre dieses Ergebnis ohne eine professionelle, auf ihre Glaubwürdigkeit ausgerichtete Geldpolitik der Europäischen Zentralbank nicht erreichbar gewesen. Die EZB hat im letzten Jahr bewiesen, dass sie nicht nur in expansiver Richtung, sondern auch im schwierigeren Gelände der geldpolitischen Restriktion

*Dekadenweise  
wechselnder Gegen-  
bzw. Rückenwind für die  
Inflationsbegrenzung*

manövrierfähig ist. Die EZB wird nach unserer Auffassung auf dem bisherigen Pfad weiter voranschreiten, bis in der Breite der europäischen Wirtschaft wieder ein Klima der Preisstabilität herrscht. Ein solches Klima zeichnet sich vor allem dadurch aus, dass die Akteure in Wirtschaft und Finanzen die Inflation in ihren Überlegungen und Planungen nicht gesondert beachten müssen.

## **Keine Blaupausen bei der Inflationsbekämpfung**

Aber ein solches Klima der Preisstabilität existiert derzeit noch nicht wieder im Euroraum. Der gerade erlebte Inflationsschock sitzt tief. Die aktuellen Inflationsraten sind noch zu weit vom Zwei-Prozent-Ziel der Europäischen Zentralbank entfernt, und die Unsicherheit, ob sie sich in den kommenden Quartalen dieser Zielmarke weiter annähern, ist zu hoch.

Dabei konzentrieren sich die aktuellen Überlegungen vor allem darauf, welches Ausmaß an geldpolitischer Restriktion noch notwendig ist. Die Herausforderung besteht darin, das Ziel der Wiederherstellung von Preisniveaustabilität zu möglichst geringen Kosten zu erreichen. Eine Lockerung der Geldpolitik würde die Konjunktur unterstützen, aber gleichzeitig die Risiken erhöhen, dass es zu Rückschlägen kommt und das Inflationsziel dann sogar mittelfristig nicht erreicht wird. Dann müsste die Geldpolitik in kurzer Zeit wieder restriktiv gegensteuern.

*Notwendigen  
Restriktionsgrad mit  
möglichst begrenzten  
Kosten erreichen*

Umgekehrt führt ein zu lange aufrecht erhaltenes hohes Zinsniveau zwar eher zum Inflationsziel der Notenbank, belastet aber die Wirtschaft sehr stark und kann im Extremfall sogar zu einem Unterschießen der Inflationsrate führen, ebenfalls mit der Konsequenz, dass die Geldpolitik schnell wieder umschalten müsste. Die Kunst der Geldpolitik besteht gegenwärtig also vor allem darin, nicht zu viel und nicht zu wenig zu tun.

Es wäre naiv zu glauben, man könne die Mechanismen eines so komplexen Prozesses der Entwicklung und des Zusammenspiels von Millionen von Einzelpreisen in einer Volkswirtschaft einfach durchschauen oder gar nachbilden. Unser Wissen über Inflationsprozesse ist begrenzt. Auch der Vergleich mit anderen Inflationsphasen, wie etwa der 1970er-Jahre, hilft nur bedingt weiter, da sich die wirtschaftliche Bühne, auf der das Inflationsschauspiel ausgetragen wird, ständig verändert. Schon die Frage, ab welchem Niveau der Leitzins restriktiv oder expansiv auf die Volkswirtschaft wirkt, ist nicht eindeutig geklärt. Das deutet darauf hin, dass Geldpolitik zu einem gewissen Grad immer abhängig vom aktuellen Datenfluss bleiben wird, also bei überraschenden Daten Kurskorrekturen vornehmen muss. Die EZB hat dies in der jetzigen Inflationsphase immer wieder betont, und wir stimmen mit ihr hierin überein.

Trotzdem sind empirische Einschätzungen und Erfahrungen bei der Inflationsbekämpfung möglich und sinnvoll. Wir erachten folgende Punkte für die weitere Steuerung der Geldpolitik für wichtig:

### **Angebots- oder Nachfrageinflation?**

Es herrschte von Beginn dieses Inflationsprozesses an die Auffassung, dass seine Ursachen hauptsächlich auf der Angebotsseite lägen. Demnach wären die corona-bedingten Produktionseinschränkungen sowie der kriegsbedingte Energiepreisschub ab Anfang 2022 für den Anstieg des allgemeinen Preisniveaus verantwortlich. Da beide Angebotsschocks mittlerweile abgeklungen sind, wäre es nur eine Frage der Zeit, bis sich die Inflation wieder ihrem Zielwert annähert. Dies würde für eine geduldige Geldpolitik sprechen, die nicht überreagieren sollte und die sogar zügig wieder zu ihren neutralen Leitzinsen – die für den Euroraum im Mittel etwa bei gut 2 Prozent verortet werden – zurückkehren könnte.

Es spricht einiges für diese angebotsseitige Erklärung der Inflation. Die Rückführung der Inflationsraten ist in den vergangenen Quartalen weit weniger über die klassischen Effekte restriktiver Geldpolitik – über eine Nachfragedämpfung bis hin zu einer Rezession oder steigende Arbeitslosigkeit – eingetreten. Vielmehr sind die Inflationsrückgänge vor allem auf verbesserte Lieferketten und gesunkene Energiepreise zurückzuführen. Trotzdem halten wir es für wichtig, im weiteren Verlauf des Inflationsprozesses auch nachfrageseitige Inflationsursachen in den Blick zu nehmen.

Außerdem erscheinen uns zum Ersten die fiskalischen Impulse während der Corona-Zeit zu massiv gewesen zu sein, um sie als Inflationsursache auszuschließen. Zwar haben solche stimulierenden fiskalischen Impulse im Euroraum nachgelassen, müssen aber weiterhin beobachtet werden.

Das gilt zum Zweiten auch für die Lohnentwicklung. Sie gehört zu den möglichen Zweitrundeneffekten, durch die aus anfänglichen Inflationsimpulsen ein dauerhafter Inflationsprozess entstehen kann. Aus der Sicht der Notenbank müssen die Tarifvertragsparteien auf dem schmalen Grat wandeln, zurückliegende Kaufkraftverluste aufgrund einer nicht erwarteten Inflation auszugleichen, die Lage jedoch nicht dazu auszunutzen, über die Produktivitätsentwicklung hinausgehende Lohnsteigerungen durchzusetzen. Diese würden von den Unternehmen mit weiteren Preiserhöhungen beantwortet, die aufgrund der hohen Einkommenssteigerungen am Markt auch durchsetzbar wären. Nachfrageseitige Inflationsursachen könnten also im Zuge einer übermäßigen Lohnpolitik an Bedeutung gewinnen.

Die Lohndynamik im Euroraum der Jahre 2023 und 2024 ist mit über vier Prozent sehr stark. Trotzdem befinden wir uns gegenwärtig noch im Bereich der aufholenden Lohnsteigerungen. Unter der Voraussetzung, dass sich das

*Erste Phase dieses Inflationszyklus von der Angebotsseite ausgelöst*

*Nachfrageseite mit in den Blick nehmen*

*Fiskalischer Stimulus aus der Corona-Zeit*

*Lohnpolitik auf schmalen Grat*

*Noch ist es vor allem ein „Aufholen“*

Lohntempo im kommenden Jahr wieder deutlich verlangsamt, bleibt das Inflationsziel der EZB in Reichweite. Damit hängt der Inflationsverlauf allerdings von Entscheidungen der Arbeitgeber und Arbeitnehmer in der Zukunft ab. Für die Geldpolitik wäre es ein zu großes Risiko, Vorschusslorbeeren zu verteilen und bereits jetzt eine stabilitätsorientierte Lohnpolitik als sicher anzunehmen. Der Auslastungsgrad an den europäischen Arbeitsmärkten ist hoch. Die Arbeitslosenquote im Euroraum ist mit 6,4 Prozent auf einem historischen Tiefstand und viel spricht dafür, dass Arbeitsangebot und Arbeitsnachfrage in den kommenden Jahren weiter auseinanderlaufen werden. Das stärkt die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer. Auch wenn es also derzeit keine Lohn-Preis-Spirale gibt, kann sie zum jetzigen Zeitpunkt nicht ausgeschlossen werden.

### **Inflationserwartungen: Zu hoch**

Es gehört zu den gut abgesicherten Erkenntnissen der Geldpolitik, dass die Erwartungen der Wirtschaftsteilnehmer im Hinblick auf die zukünftige Inflation ihr gegenwärtiges Preissetzungsverhalten und damit die tatsächliche Inflation in der Zukunft stark beeinflussen. Fest im Rahmen des Inflationsziels verankerte Inflationserwartungen sind daher ein wirksames Gegenmittel gegen die Verfestigung von Inflationsimpulsen. Zu Beginn der aktuellen Inflationswelle waren die Inflationserwartungen im Euroraum vermutlich so fest verankert wie nie zuvor in der Geschichte. So sind die langfristigen Inflationserwartungen in den vergangenen Quartalen zwar angestiegen, jedoch nie über 3 Prozent hinaus, und das bei gemeldeten Inflationsraten von in der Spitze über 10 Prozent. Es liegt nahe, dass diese Verankerung der EZB die Inflationsbekämpfung wesentlich vereinfacht hat.

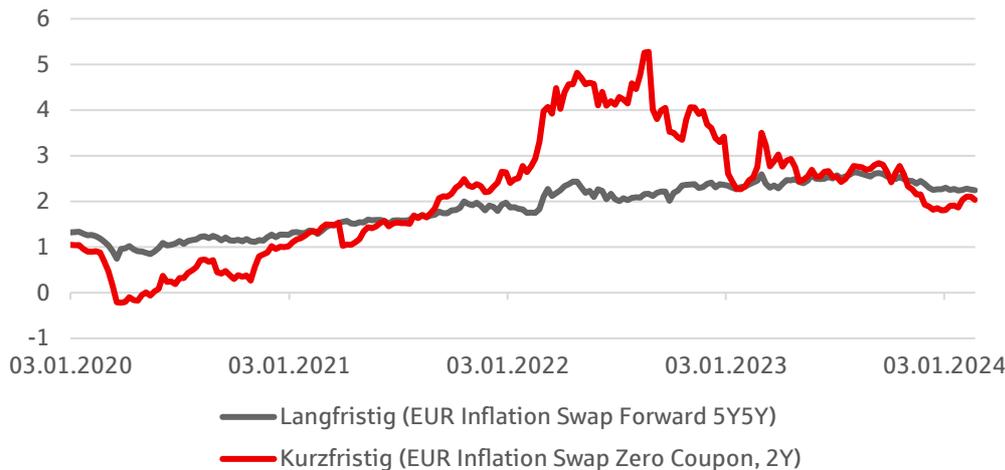
Trotzdem liegen die Inflationserwartungen weiterhin oberhalb des Inflationsziels. Die kurzfristigen Erwartungen von Finanzmarktteilnehmern haben gezeigt, dass sie bei steigenden aktuellen Inflationsraten schnell in die Höhe gehen – in der Spitze sogar auf über fünf Prozent. Bis in den Herbst 2023 hinein lagen etwa die Marktindikatoren für die zweijährige Inflationserwartung noch bei 2,8 Prozent, sind seitdem aber auf nur noch knapp über 2 Prozent gefallen. Die langfristigen Erwartungen liegen derzeit bei 2,3 Prozent.

Die exakte Rolle der Inflationserwartungen bei der Inflationserklärung ist noch nicht geklärt. Schon bei der Messung der Inflationserwartungen gibt es viele Möglichkeiten mit unterschiedlichen Ergebnissen. So weisen gegenüber den zitierten Inflationserwartungen der Finanzmarktteilnehmer etwa die in Umfragen ermittelten Erwartungen der Konsumenten im Euroraum deutlich höhere Werte auf; sie sind wichtig für die Formulierung von Lohnforderungen. Erst recht gibt es keine Erfahrungen, auf welche Weise sich eine Entankerung von Inflationserwartungen vollziehen würde.

*Erwartungen hatten  
auch eine Spitze  
erklommen ...*

*... blieben aber  
vergleichsweise moderat*

## Inflationserwartungen



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Insgesamt scheinen uns die aktuellen Ergebnisse jedoch noch kein breit verankertes Klima von Preisstabilität im Rahmen des Zwei-Prozent-Ziels anzuzeigen. Somit besteht nach wie vor die Gefahr, dass aus dem bisherigen und weiter angestrebten symmetrischen Zwei-Prozent-Inflationsregime ein erwartetes Inflationsregime mit einer Neigung zu höheren Raten wird. Dies gilt es zu verhindern.

### Transmission noch nicht abgeschlossen

Eine Erschwernis in der Geldpolitik liegt darin, dass heutige Maßnahmen ein unterschiedliches Wirkungsprofil über ein bis zwei Jahre in der Zukunft haben. Bisherige empirische Ergebnisse legen nahe, dass die stärksten restriktiven Gesamtwirkungen eines Zinserhöhungszyklus im Jahr nach dem Erreichen des Zinsgipfels auftreten. Demnach befindet sich die Euro-Raum-Konjunktur gegenwärtig noch vollständig im Bremsbereich der zurückliegenden geldpolitischen Straffung. Die schleppende Konjunktur-entwicklung im Euroraum sowie die rückläufigen Kreditbestände sind eindeutige Anzeichen dafür. Ganz eindeutig noch nicht abgeklungen sind auch die Auswirkungen der verschärften Finanzierungsbedingungen auf den gewerblichen Immobilienmarkt, der zusätzlich aufgrund des erheblichen Strukturwandels bei der Nutzung von Immobilien im Dienstleistungssektor eine Anpassungskrise durchläuft. Obwohl die Finanzmarktstabilität trotz der scharfen Zinswende bislang nicht ins Wanken geraten ist, besteht immer noch die Möglichkeit, dass es zu Friktionen im Finanzsektor kommt, die dann wiederum erhebliche Rückwirkungen auf den realen Sektor haben und das Spielfeld der Geldpolitik neu gestalten könnten. Daher müssen Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt, aber auch andere Einflüsse auf die Finanzmarktstabilität gerade in einer Phase restriktiver Geldpolitik genau beobachtet werden.

*Bremswirkung dauert an ...*

*... vor allem im  
Immobilienbereich*

Diese Überlegungen sprechen eher für Vorsicht der Geldpolitik gegenüber einem allzu restriktiven Kurs. Es kann nicht die Strategie der Geldpolitik sein, einen stark restriktiven Kurs so lange aufrechtzuerhalten, bis die Wirtschaft in eine Rezession fällt oder bis die Inflation wieder dauerhaft beim Zielwert liegt. Vielmehr sollten auch in dieser Richtung Wirkungsverzögerungen eingeplant werden. Dazu sind natürlich Prognosen über die weitere Entwicklung notwendig – mit allen oben dargestellten Schwierigkeiten.

Bei Ausbleiben weiterer Inflationsschocks nach oben und ohne das Auftauchen bislang nicht aufgedeckter Zweitrundeneffekte sprechen die Erfahrungen mit Wirkungsverzögerungen daher durchaus für eine vorsichtige Lockerung der Geldpolitik ab Juni dieses Jahres.

### **Der Weg nach vorne: Auf Sicht fahren**

Nimmt man alles zusammen, bleibt vor allem festzuhalten, dass sich der weitere Inflationsprozess heute nicht eindeutig voraussagen lässt. Die aktuellen Inflationsprognosen gehen davon aus, dass der eindrucksvolle Rückgang der Inflationsraten in den vergangenen Quartalen zunächst zum Stillstand kommen wird, und zwar leicht oberhalb des Inflationsziels der Europäischen Zentralbank von 2 Prozent.

*Vorsichtiges Beginnen scheint möglich*

Die Lohndynamik im Euroraum muss sich allerdings mit Blick auf das kommende Jahres abkühlen, da sie mit einem zu hohen Tempo auf Dauer nicht mit einer Inflationsrate von zwei Prozent vereinbar wäre. Zudem sind die Auswirkungen der deutlich höheren Zinsen auf Wirtschaft und Finanzmärkte noch nicht abgeschlossen. Insgesamt ist die Inflationsbekämpfung auf einem guten Weg, dieser Weg ist jedoch noch nicht beendet. Die letzten Meter werden die schwersten. Die Europäische Zentralbank kann sich nicht damit zufriedengeben, dass sie ihr Inflationsziel von 2 Prozent „beinahe“ erreicht hat. Für die Kapitalmärkte wie für die gesamte Volkswirtschaft ist es von großer Bedeutung, dass das bisherige Inflationsregime weiter erhalten bleibt. Bei geldpolitischen Maßnahmen sind immer die Wirkungsverzögerungen zu bedenken. Sollten in den kommenden Monaten keine unerwarteten negativen Inflationsdaten auftreten, kann und sollte die EZB mit vorsichtigen Zinssenkungen beginnen. Sollte sich das Inflationsbild jedoch wieder eintrüben, muss die Geldpolitik in der Lage sein, auch kurzfristig den Beginn von Lockerungsmaßnahmen zu verschieben.

*Den Weg zur Zwei zu Ende gehen*

# 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

3. April 2024

### Gestaltung

Franz Metz, Berlin

### Bildnachweis

Unsplash/Simone Hutsch

### 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