

# Geldpolitik: Verfestigung der Inflation verhindern!

Die EZB hat zuletzt im März 2022 signalisiert, dass sie ihren geldpolitischen Kurs anpassen will. Die Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe begrüßen dies. Die ultraexpansive Geldpolitik war zur Bekämpfung des ökonomischen Corona-Schocks angemessen. Mit fortschreitender Erholung der europäischen Wirtschaft ist sie aber nicht mehr notwendig, sondern verursacht im Gegenteil zunehmend Schäden. Nun steigen die Risiken, dass aus der gegenwärtigen Inflationswelle ein dauerhafter Inflationsprozess wird – und dies trotz der durch den Ukrainekrieg verschlechterten Konjunkturperspektiven. Aus dieser Sicht ist für die Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe vordringlich:

- Die EZB sollte den im Februar und März 2022 angedeuteten Weg fortsetzen und Wirtschaft und Finanzmärkte auf eine Straffung der Geldpolitik vorbereiten und dabei einen konkreten Pfad vorzeichnen.
- Ein solcher Straffungskurs könnte darin bestehen, dass nach Beendigung des PEPP- auch das APP-Anleihekaufprogramm von den bereits angekündigten erhöhten Volumina zügig abgebaut wird und die Anleihekäufe möglichst im Sommer 2022 beendet werden. Darüber hinaus sollten zeitnah, möglichst ebenfalls noch im zweiten Halbjahr 2022, moderate Leitzinserhöhungen beginnen, die den Einlagesatz zumindest auf null Prozent anheben. Sofern nicht zwischenzeitliche Änderungen des Konjunktur- oder Inflationsausblicks dagegen sprechen, sollte diese Normalisierung in moderatem Tempo im Jahr 2023 fortgesetzt werden.

**5. April 2022**

**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

## Der Krieg ist eine politische und ökonomische Zäsur

Der Krieg in der Ukraine ist eine der großen politischen und ökonomischen Zäsuren in Europa. Er setzt in den supranationalen westlichen Institutionen wie der NATO oder der Europäischen Union große Bindungskräfte frei, während er die russische Volkswirtschaft von der westlichen Wirtschaftswelt weitgehend abtrennt. Der Einsatz weitgehenderer ökonomischer Sanktionen will zwar wegen der Auswirkungen auf die internationale Arbeitsteilung wohl überlegt sein, ist aber ein legitimes, effektives und angemessenes Mittel gegenüber Staaten, die die Regeln der Völkergemeinschaft derartig missachten, wie es Russland in seinem Angriffskrieg gegen die Ukraine tut. Der sich daraus ergebende Bedarf an Strukturwandel, insbesondere für die Rohstoffbasis der europäischen Volkswirtschaften, ist enorm und wird allen Bereichen von Wirtschaft und Politik Außergewöhnliches abverlangen.

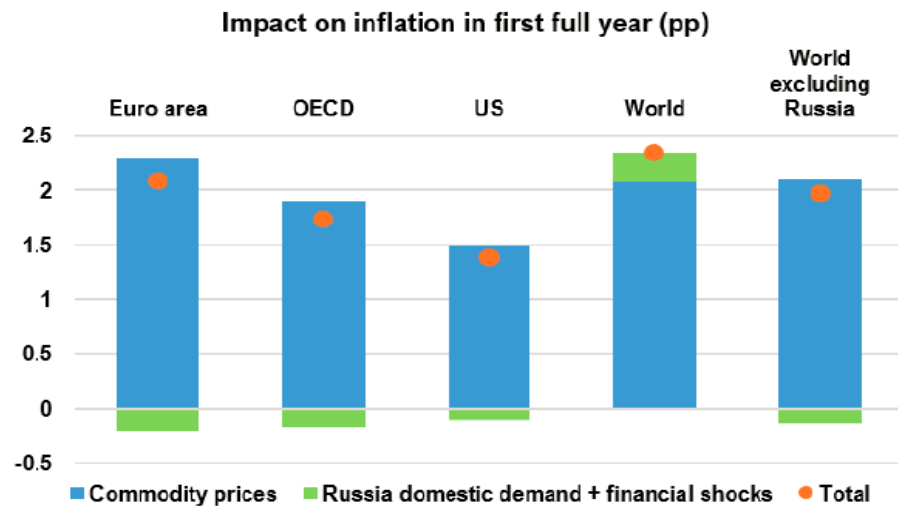
Für die Geldpolitik kommt dieser Einbruch in den geopolitischen und ökonomischen Beziehungen zu einer besonderen Zeit. Mit der Corona-Pandemie ist gerade eine große Wirtschaftskrise erfolgreich bewältigt worden, jedoch zeigen sich deren Nachwehen noch immer in Gestalt steigender gesamtwirtschaftlicher Nachfrage bei weiterhin bestehenden Produktionsengpässen. Die Gefahr, dass sich ähnlich wie in den 70er Jahren ein anhaltender Inflationsprozess aufbaut, der auch in wirtschaftlichen Abschwungphasen nicht Halt macht, steigt von Monat zu Monat.

*Gefahr einer Stagflation steigt stetig*

Die neuerliche gravierende Beeinträchtigung der internationalen Lieferketten durch den Ausfall des russischen, ukrainischen und belarussischen Angebots wirkt weiter inflationstreibend und gleichzeitig konjunkturschädlich. Es ist in dieser Situation für die Europäische Zentralbank jedoch keine Alternative, über eine ultralockere Geldpolitik die Nachfrage im gleichen Umfang zu unterstützen, wie dies in der jüngsten Pandemie der Fall gewesen ist. Vielmehr muss mehr und mehr das Augenmerk auf die Verhinderung eines fortschreitenden Inflationsprozesses gelegt werden, dessen ökonomische Kosten am Ende höher wären als die kurzfristigen positiven Konjunkturreffekte durch eine Fortsetzung der gegenwärtigen Geldpolitik.

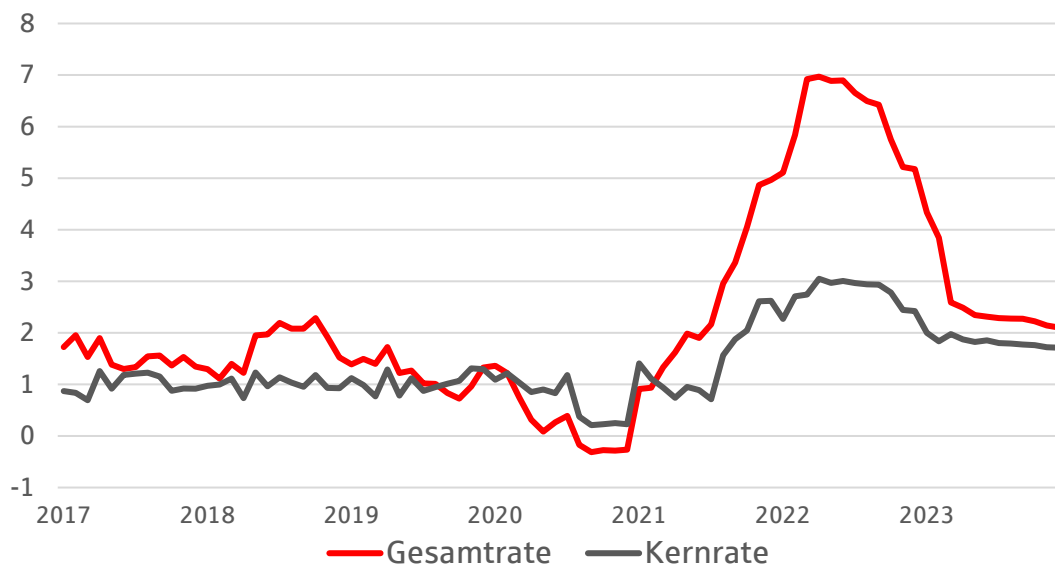
Erste Auswirkungsstudien des Krieges bspw. der OECD zeigen, dass dauerhaft - zumindest in diesem Jahr durchgehend – mit deutlichen Preissteigerungen zu rechnen ist. So erwartet die OECD für dieses Jahr einen kriegsbedingten Anstieg der Inflation von zusätzlich 2 Prozent für die gesamte Welt.

## Inflationsauswirkungen des Ukraine-Konflikts weltweit



Alle Weltregionen sind von den Inflationssteigerungen betroffen. Für Deutschland und den Euroraum erwarten wir ein weiterhin hohes Niveau der Inflation, und ob die derzeit noch abgemilderten Steigerungen dann ab 2023 eintreten, bleibt offen. In Kriegszeiten sind dauerhafte Inflationsprozesse nicht auszuschließen. Wir gehen bei unseren Inflationsprognosen derzeit aber noch davon aus, dass weitere Eskalationen des Krieges nicht folgen.

## Inflationsprognose für den Euroraum in Prozent



## Geldpolitische Erfolge in der Vergangenheit...

Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank in den vergangenen beiden Jahren war Teil einer weltweit einheitlichen wirtschaftspolitischen Reaktion auf den Ausbruch der Corona-Pandemie. Alle Regierungen und Notenbanken handelten im Rahmen ihrer Möglichkeiten nach einer wirtschaftspolitischen Maxime, die nach den verheerenden Erfahrungen der Weltwirtschaftskrise in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts gewonnen wurde. Demnach hat der Staat in Situationen von gravierenden exogenen Schocks, die die gesamte Volkswirtschaft betreffen, Abwärtsspiralen aus sich verschlechternden Erwartungen bei Unternehmen sowie privaten Haushalten und sinkender gesamtwirtschaftlicher Nachfrage zu unterbinden.

In den Volkswirtschaften des Euroraums wurde dazu nach Ausbruch der Pandemie im Frühjahr 2020 eine Fülle von fiskalischen und wirtschaftspolitischen Maßnahmen eingesetzt – von der Ausweitung von Kurzarbeitergeldern bis hin zur Aussetzung von Insolvenzen. Auch die EZB hat ihre Geldpolitik in den Dienst dieser gesamtwirtschaftlichen Stabilisierungsoperation gestellt. Dies war grundsätzlich mit ihrem gesetzlichen Auftrag der Geldwertstabilität vereinbar, denn eine sonst mögliche deflationäre Entwicklung stellt ebenfalls eine Bedrohung der Preisniveaustabilität dar. Als Instrumente verwendete die EZB ein breites Spektrum an Maßnahmen, von denen ein negativer Einlagenzins, eine üppige Liquiditätsbereitstellung durch Refinanzierungsgeschäfte sowie der breitflächige Ankauf von Anleihen die wichtigsten waren und weiterhin sind.

Zwar musste die Europäische Zentralbank bei Auswahl und Skalierung der Instrumente mehr als andere Notenbanken mögliche Nebenwirkungen abwägen, denn sie hat von den Mitgliedstaaten nur ein Mandat für die Ausübung der Geldpolitik bekommen, darf also nicht auf direktem Weg in fiskalpolitische oder verteilungspolitische Felder hineinregieren.

Bei der Stabilisierung der Volkswirtschaften in der schwersten Gesundheits- und Wirtschaftskrise seit hundert Jahren war diese Geldpolitik erfolgreich. Zusammen mit fiskalpolitischen Maßnahmen historischen Ausmaßes gelang es, Kreditversorgung und damit die finanzielle Stabilität aufrechtzuerhalten und so eine hohe Kontinuität der Nachfrage und bei den Arbeitsplätzen zu sichern. Sichtbarstes Zeichen für den Erfolg dieser Maßnahmen war die Entwicklung an den Finanzmärkten in den vergangenen Quartalen, die nach anfänglichen Einbrüchen am Beginn der Gesundheitskrise schnell wieder Tritt fassten. Alle Maßnahmen zusammen führten dazu, dass die Weltwirtschaft fast wieder auf den gleichen Wachstumspfad eingeschwenkt ist, den sie coronabedingt im März 2020 nach unten verlassen hatte: Einen solchen Stabilisierungserfolg bei großen Krisen hat es in der Wirtschaftsgeschichte noch nicht gegeben. Der Zweck dieses hohen Instrumenteneinsatzes der Geld- und Fiskalpolitik ist damit erreicht worden. Die Erholung der Weltwirtschaft ist trotz fortbestehender Beeinträchtigungen durch die gegenwärtige Omikron-Welle

*Kurs der EZB während der Pandemie sinnvoll und wichtig*

*Maßnahmen waren erfolgreich, werden aber nicht mehr benötigt*

sehr robust. Der Notfallmodus der Geldpolitik wird deshalb heute nicht mehr benötigt.

### ... mit Folgewirkungen: Inflationsgefahren

Doch hat diese Stabilisierungspolitik auch Kosten und Nebenwirkungen. Im Fall der Fiskalpolitik sind es die enorm gestiegenen Staatsschulden, die künftigen Regierungen und Generationen einen Teil ihrer Handlungsspielräume nehmen.

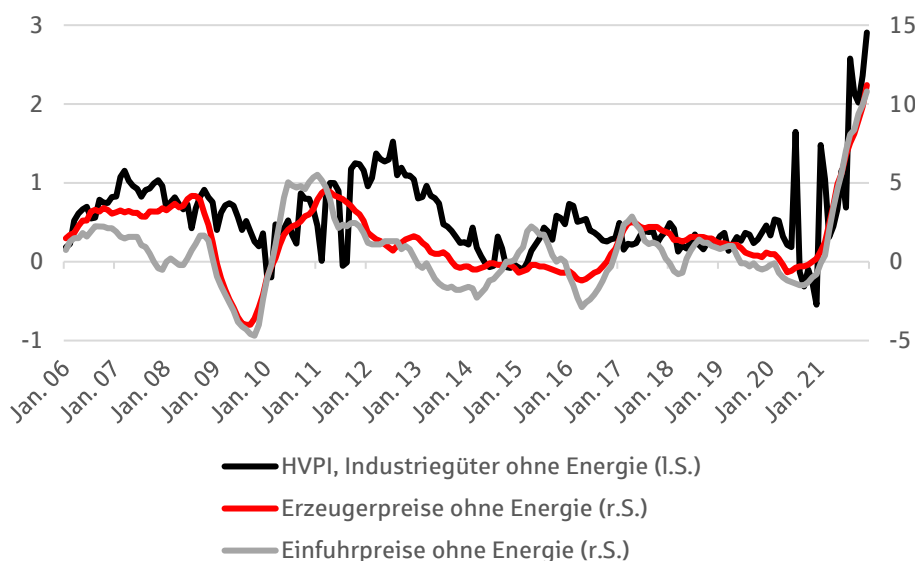
Im Fall der Geldpolitik besteht der Kollateralschaden im Anstieg der Inflationsraten. Die Besonderheit des Corona-Schocks im Vergleich zu anderen gesamtwirtschaftlichen Krisen liegt darin, dass nicht nur die Nachfrage-, sondern auch die Angebotsseite der Volkswirtschaft beeinträchtigt war: Zwar haben die Unternehmen weltweit mit jeder Infektionswelle immer besser gelernt, auch mit der Pandemie zu produzieren. Allerdings überforderte die durch fiskalische und geldpolitische Maßnahmen stark stimulierte Nachfrage die Rohstoff-, Produktions- und Transportkapazitäten insbesondere im Güterbereich mit fortschreitendem Jahr 2021 immer stärker. Die Folge waren Preissteigerungen, die weit über alle Erwartungen von Beobachtern hinausgingen.

*Lockere Geldpolitik kann zu Kollateralschäden führen*

Bereits vor dem russischen Überfall auf die Ukraine verdichteten sich Anfang 2022 die Hinweise, dass die Preiswelle so hoch ist, dass sie nicht einfach folgenlos auslaufen wird. Der Zenit der Inflation war höher, und ihr Rückgang zog sich absehbar länger hin als bis vor Kurzem angenommen. Einerseits deuteten Stimmungsindikatoren aus dem Unternehmenssektor zwar auf eine leichte Entspannung der globalen Lieferketten-Problematik hin. Andererseits belegten aber Erzeuger- und Einfuhrpreise aus dem Euroraum, dass sich gerade bei Industriegütern nach wie vor ein erheblicher Preisdruck in der Pipeline befand.

*Aktuelle Preiswelle zu hoch, nachhaltige negative Auswirkungen wahrscheinlich*

### Euroraum: ungewöhnlich starker Preisauftrieb bei Industriegütern



Quelle: Eurostat, DekaBank

In diese Situation platzte der zusätzliche Rohstoffpreis-Schock durch den Ukraine-Krieg hinein. Energie- und Rohstoffpreise stiegen nochmals mit zweistelligen Zuwachsraten an. Mitterweile sind im Euroraum monatliche Inflationsraten von über 6 Prozent bis in den Herbst hinein zu erwarten. Die durchschnittliche Inflation im Jahr 2022 könnte bei gut sechs Prozent liegen. Insbesondere für den Fall von Lieferstopps für Rohstoffe können diese Werte aber auch noch deutlich übertroffen werden.

Dies ruft die Gefahr von Zweitrundeneffekten und damit eines sich verselbstständigenden Inflationsprozesses hervor. Denn gleichzeitig mehren sich die Anzeichen für eine Knappheit auch an Arbeitskräften, ganz besonders in den Vereinigten Staaten, aber auch im Euroraum. In der US-Wirtschaft baut sich daher zurzeit ein erheblicher Lohndruck auf. Zusammen mit anderen Faktoren, etwa der starken Entwicklung der Wohnungsmieten, ist eine Situation entstanden, die die Geldpolitik dort nicht mehr ignorieren kann.

*Losgelöster Inflationsprozess möglich*

Im Euroraum spiegeln zwar die bislang vorliegenden Daten noch eine moderate Lohnentwicklung wider, und wir stufen das Potenzial für unmittelbare Zweitrundeneffekte weiterhin als geringer im Vergleich zu den USA ein. Aber auch hier sind unserer Meinung nach die extrem niedrigen Inflationserwartungen der Vergangenheit zunächst einmal gebrochen. Die zunehmende Auslastung am Arbeitsmarkt wird über kurz oder lang die Reallohnentwicklung anfachen. Anders als in den Jahren vor der Pandemie dürften die Löhne den Preisauftrieb dann zumindest nicht mehr dämpfen.

Die Kombination aus länger anhaltenden Angebotsstörungen und einem sich rasch erholenden Arbeitsmarkt könnte zur Folge haben, dass die Inflation im Euroraum eben nicht mehr nachhaltig auf 2 Prozent fällt. Für die EZB, die angesichts der erhöhten Unsicherheit explizit ein breites Spektrum möglicher Szenarien betrachtet, bedeutet dies, dass sich der Saldo der Risiken verschoben hat. Szenarien mit einer dauerhaft zu niedrigen Inflation haben an Bedeutung verloren, während die Gefahr einer längerfristigen Zielverfehlung nach oben zugenommen hat. Die Abwägung der Risiken spricht deshalb dafür, den geldpolitischen Stimulus zügig zurückzufahren.

*Lockere Geldpolitik muss zurückgefahren werden*

Aber selbst in einem günstigen Szenario, in dem die Inflation im Laufe dieses Jahres wieder auf zwei Prozent fällt, wäre eine zügige geldpolitische Straffung notwendig.

- Erstens ist der Notfallmodus für die Geldpolitik vorbei. Es ist richtig, dass die ökonomischen oder gar gesellschaftlichen Folgewirkungen der Corona-Krise noch nicht bewältigt sind. Auch kann die derzeitige Omikron-Welle die Wirtschaftsaktivität nochmals vorübergehend beeinträchtigen. Aber die Gefahr von gesamtwirtschaftlichen Abwärtsspiralen durch einen plötzlichen Kriseneintritt ist nicht mehr gegeben, und ausschließlich dagegen waren die geld- und fiskalpolitischen Superwaffen der vergangenen Quartale einzusetzen. Die erhoffte Stabilisierung der Volkswirtschaften ist



nun erreicht und damit haben die fiskal- und geldpolitischen „Medikamente“ ihren Zweck erfüllt. Die erforderlichen Umstrukturierungen der europäischen Volkswirtschaft im Rohstoff- und Energiebereich können weniger von der Geldpolitik als von anderen Bereichen der Wirtschaftspolitik unterstützt werden.

Die langfristig schädlichen Nebenwirkungen der Nullzinspolitik liegen in einer verzerrten Risikowahrnehmung an den Finanzmärkten, in daraus folgenden Finanzmarkt- oder Immobilienpreisblasen, in der Ressourcenverschwendung durch die Stützung nicht mehr lebensfähiger Geschäftsmodelle, in einer überbordenden Verschuldung sowie einer Schwächung des Bankensystems mit negativen Folgen für die künftige Kreditvergabefähigkeit. Die schädlichen Folgen dieser Nebenwirkungen überwiegen den mittlerweile sehr begrenzten Nutzen dieser Politik nach unserer Auffassung bei Weitem.

- Zweitens erscheint das geldpolitische Spielfeld ein ganz anderes zu sein, als vor einigen Jahren. Vor der Pandemie hatte ein hartnäckig disinflationäres Umfeld (ein Umfeld sinkender Inflationsraten) die Europäische Zentralbank beunruhigt. Mit langjährigen Inflationsraten deutlich unter zwei Prozent und langfristig ebenso niedrigen Inflationserwartungen bei Finanzmarktteilnehmern und Unternehmen lag die Gefahr nahe, in ein deflationäres Regime (ein Umfeld negativer Inflationsraten) zu geraten. Dies war auch die wesentliche – und einzig legitime – Begründung der EZB für die bereits vor Corona extrem expansive Geldpolitik mit fortgesetzten Anleihekäufen und historisch niedrigen Zinssätzen. Der Endpunkt dieser Politik war immer eine Inflationsrate, die „nahe, aber unter zwei Prozent“ lag bzw. in der Strategieneufassung nun „um zwei Prozent“. Dies ist nun erreicht. Die Inflationserwartungen haben sich auf die anvisierten Niveaus erhöht.

*Disinflationssgefahr  
besteht nicht mehr*

Zwar hat die EZB in der Zwischenzeit ihre geldpolitische Konzeption dahingehend angepasst, dass sie auch temporäre Überschreitungen des Inflationsziels von zwei Prozent als vorübergehend tolerierbar wertet. Handlungsmaßstab der EZB ist aber dennoch die eigene Inflationsvorausschau, die insbesondere auf die zweite Hälfte des Prognosehorizonts eine Inflationsprognose von nachhaltig über zwei Prozent enthalten muss, damit die EZB eine Straffung ihrer Geldpolitik einleitet. Angesichts der aus dem März stammenden eigenen Inflationsvorhersage, die für die kommenden Jahre Inflationsraten um 2,0 Prozent nennt, ist die EZB dieser Situation bereits jetzt so nahe gekommen, dass sie Wirtschaft und Märkte zumindest auf einen graduellen Kurswechsel in der Geldpolitik vorbereiten müsste.

- Drittens verschieben sich langsam auch mittelfristige Risikofaktoren für die Inflation, eine Entwicklung, die auch durch die Umwälzungen der geopolitischen Krisen in Europa nicht beeinträchtigt wird. Kurzfristig könnte die Pandemie das Arbeitskräfteangebot verringert haben, sodass die Kapazitätsreserven in der Gesamtwirtschaft nicht mehr das Ausmaß haben, das mit Vor-krisenmodellen errechnet wurde. Mittel- und langfristig tun sich weitere Ungewissheiten auf: Obwohl die Einflüsse von Faktoren wie demografischer Wandel, klimaschonende Nachhaltigkeitstransformation oder abnehmender Globalisierungsgrad wissenschaftlich nicht eindeutig geklärt sind, erscheinen uns dies alles Risikofaktoren zu sein, die in den kommenden Jahren zunehmend inflationsfördernd wirken könnten.

*Inflationsfördernde  
Risikofaktoren nehmen zu*

## **Geldpolitische Wende vorbereiten**

Wir sind folglich der Auffassung, dass erstens die immer noch andauernde Corona-Krisenpolitik mittlerweile nicht mehr benötigt wird und zweitens diese monetäre Extrempolitik dem geänderten Risikoumfeld für die Inflation nicht mehr angemessen ist.

Für Wirtschaft und Finanzmärkte sind plötzliche Richtungswechsel der Geldpolitik besonders stabilitätsgefährdend. Je länger eine notwendige geldpolitische Straffung aufgeschoben wird, umso kräftiger muss sie am Ende ausfallen. Darin sehen wir ein weiteres Problem eines abwartenden Kurses der Europäischen Zentralbank: Wenn sich die gegenwärtigen Inflationsprognosen weiterhin als zu niedrig herausstellen, muss die Geldpolitik das Ruder in einem Ausmaß herumreißen, das Wirtschafts- und Finanzmarktteilnehmer zu hektischen Anpassungen veranlasst.

*EZB muss jetzt handeln,  
um spätere hektische  
Anpassungen zu  
vermeiden*

Wir unterstützen daher die von der EZB im März bekannt gegebene zügige Rückführung der Anleihekäufe. Wir befürworten, dass nach Beendigung des PEPP- auch im Rahmen des APP-Anleihekaufprogramms spätestens ab Oktober keine Netto-Anleihekäufe mehr stattfinden sollen. Möglichst schnell nach Beendigung der Nettokäufe, in jedem Fall aber noch 2022 sollten moderate Leitzinserhöhungen stattfinden, die das Leitzinsniveau zunächst einmal auf null Prozent anheben. Diese Normalisierung der Zinskonditionen sollte im Jahr 2023 weiter fortgesetzt werden.

Bei allen Unterschieden im Vergleich zu den 70er Jahren lässt sich aufgrund der Erfahrungen doch feststellen, dass der Aufbau eines Inflationsprozesses nur durch die Instrumente der Geldpolitik verhindert werden kann. Die Lehre aus der Zeit der Stagflation sollte auch lauten, dass die Inflationsbekämpfung umso mehr Kosten verursacht, je länger sie hinausgezögert wird. Die US-Notenbank beherzigt diese Erfahrungen gerade, indem sie sich der (im Vergleich zum Euroraum noch höheren) Inflationsdynamik entgegenstemmt. Die EZB sollte grundsätzlich der gleichen Philosophie folgen, mit einem für den Euroraum angemessenen Ausmaß.



## Disclaimer

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

## Impressum

### Herausgeber

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

### Redaktionsschluss dieser Ausgabe

Stand: 29. März 2022

### Gestaltung

Franz Metz, Berlin

### Bildnachweis

pixabay/Tama66

### 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