



EZB UNTER DRUCK: WANN SOLLTEN DIE ZINSEN STEIGEN?

Dr. Holger Schmieding

Angesichts einer Inflationsrate von 5 % ist in Deutschland und Europa eine heftige Diskussion über die Rolle der Europäischen Zentralbank entbrannt. Hätte sie nicht längst eingreifen müssen? Die Frage ist berechtigt. Notenbanken wie die EZB hätten sich im Wiederaufschwung der Konjunktur nach dem ersten großen Corona-Schock schon eher vom Krisenmodus verabschieden und die Liquiditätsschleusen wieder schließen sollen. Aber manche Beiträge zur deutschen Debatte, die kräftige Zinserhöhungen fordern, zeichnen sich durch ein verkürztes Verständnis der Natur und Wirkungsweise der Geldpolitik aus. Sie erwecken den Eindruck, als müsse die Zentralbank nur die Leitzinsen anheben und – wie durch Zauberhand – würde der Preisauftrieb etwas später dann abnehmen. So einfach ist es leider nicht. Manche Beiträge vernachlässigen die wichtigste Wirkungskette, mit der die Geldpolitik letztlich den Inflationstrend prägen kann.

Preise steigen, wenn die Nachfrage das Angebot übertrifft. Wenn die Zentralbank ihre Geldpolitik strafft, verteuert sie die Kreditkosten für Haushalte, Unternehmen und Staaten. Gleichzeitig setzt sie einen Anreiz, weniger Geld auszugeben und stattdessen mehr zu sparen. Weniger Kredite, weniger Ausgaben, mehr Ersparnisse. Das dämpft die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Bei schwächerer Konjunktur stellen Unternehmen zudem weniger Mitarbeiter ein. Bei höherer (oder nur langsamer abnehmender) Arbeitslosigkeit geht auf Dauer auch der Lohndruck zurück. Dies dämpft ebenfalls den Preisauftrieb.

Höhere Leitzinsen sind genau das richtige Mittel, um einen übermäßigen Zuwachs der Nachfrage und der Löhne zu verhindern oder zu korrigieren. Aber in Deutschland und der Eurozone zeigt sich derzeit weder eine überhitzte Nachfrage noch ein übertriebener Lohndruck. Im Gegenteil. Der private Verbrauch lag in Deutschland Ende letzten Jahres noch um 3 % unter seinem Niveau vor der Pandemie. Die deutschen Tariflöhne legten im Herbst 2021 nur um rund 1,5 % gegenüber dem Vorjahr zu. So gesehen ist die Konjunktur bisher eher noch zu kalt als zu heiß.

Die hohe deutsche Inflation von im Januar 4,9 %, unter der gerade die finanziell weniger gut situierten Bürger besonders leiden, wird bisher fast ausschließlich durch Veränderungen auf der Angebotsseite getrieben. Gegen Lieferengpässe, hohe Ölpreise, Putins Erpressungsversuch durch knappe Erdgaslieferungen und die Kosten der Klimaschutzpolitik sind die Währungshüter machtlos.

Natürlich kann die Zentralbank auch diese Inflation bekämpfen. Sie müsste dafür durch höhere Zinsen die Konjunktur so drosseln, dass der übermäßige Anstieg beispielsweise der Energie- und Nahrungsmittelpreise durch einen Verfall anderer Preise ausgeglichen würde.

Konkret hießen höhere Leitzinsen heute, dass der Häuslebauer oder -käufer nicht nur durch ungewöhnlich hohe Material- und Heizkosten, sondern auch noch durch höhere Kreditzinsen in die Zange genommen würde. Die junge Friseurmeisterin, die gerade ihren eigenen Salon aufmachen möchte, müsste zusätzlich zur unerwartet heftigen Heizrechnung auch noch höhere Kreditkosten stemmen. Und wenn ihre Kunden dann bei schwächerer Konjunktur und weniger sicheren Arbeitsplätzen etwas mehr Zeit als üblich zwischen zwei Friseurterminen verstreichen ließen, stünde der neue Salon vielleicht schon bald vor dem Bankrott.

Inflation zu bekämpfen tut weh. Das heißt nicht, dass die EZB nichts tun sollte. Aber es heißt zweierlei. Erstens sollten die Befürworter einer härteren Geldpolitik klar darlegen, welche Folgen der von ihnen gewünschte sofortige Kurswechsel haben würde. Das vornehm zu verschweigen, wird dem Thema nicht gerecht. Zweitens muss die Zentralbank genau prüfen, ob aus einer Inflation, die bisher nichts mit der von ihr gesteuerten gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zu tun hat, nicht doch ein hartnäckiges Problem entstehen könnte, das sie durch vorausschauendes Handeln vermeiden könnte.

Die aktuelle Inflation entzieht sich der Kontrolle durch die EZB. Sofern die Energiepreise nicht immer weiter ins Unermessliche steigen und die akuten Lieferengpässe sich erwartungsgemäß langsam auflösen, wird die jetzige



Sonderinflation ab dem Frühjahr spürbar nachlassen. Aus dem aktuellen Preisschub ergibt sich kein unmittelbarer Handlungsbedarf für die EZB.

Mit Blick auf die kommenden Jahre zeichnet sich jedoch ein anderes Bild ab. Mit dem voraussichtlichen Abflauen der Pandemie dürfte die Konjunktur im Frühling oder Sommer kräftig anspringen. Haushalte wollen mehr konsumieren, Unternehmen und Staaten mehr investieren. Die Nachfrage könnte dann für einige Jahre schneller zulegen als das gesamtwirtschaftliche Angebot. Bedingt vor allem durch den Nachwuchsmangel wird sich die zunehmende Knappheit an Arbeitskräften auf Dauer in deutlich höheren Lohnzuwächsen zeigen. Auch der Klimaschutz wird manche Preise treiben. Diesem künftigen Inflationsdruck, der nahezu nichts mit der akuten Knappheit an Öl, Gas und anderen Produkten zu tun hat, sollte die EZB frühzeitig entgegenwirken, indem sie behutsam den Fuß vom Gas nimmt.

Sobald weder Putin noch die Pandemie und ihre direkten Folgen unser Wirtschaftsgeschehen prägen, sollte die Geldpolitik auf einen neutralen Kurs einschwenken. Angemessen wäre es aus heutiger Sicht, die Anleihekäufe bis spätestens September schrittweise auf Null zurückzufahren und ab Dezember die Leitzinsen zu erhöhen. Dann dürfte die Konjunktur stark genug sein, dass auch der stolze Häuslebauer und die junge Friseurmeisterin die höheren Kreditkosten verkraften könnten.

Der Artikel ist bereits bei [Capital Online](#) erschienen.



Makro-Team

Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

Hamburg

Dr. Jörn Quitzau
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

London

Guidogiorgio Bodrato
+44 20 3753 - 3273 | guidogirogio.bodrato@berenberg.com

Salomon Fiedler
+44 20 3753 -3067 | salomon.fiedler@berenberg.com

Kallum Pickering
+44 20 3465 -2672 | kallum.pickering@berenberg.com

New York

Dr. Mickey Levy
+1 646 949 -9099 | mickey.levy@berenberg-us.com

Mahmoud Abu Ghzala
+1 917 763-6529 | mahmoud.abughzalah@berenberg-us.com

Themenseite Volkswirtschaft

<https://www.berenberg.de/volkswirtschaft/>

Berenberg Makro erscheint
zu folgenden Themen:

Geld & Währung
Konjunktur
Trends

www.berenberg.de/publikationen

Wichtige Hinweise: Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 08.02.2022

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
www.berenberg.de
info@berenberg.de