

# Die Kleider der Notenbank

Weltweit versuchen Notenbanken, die Inflation mit aggressiven Zinserhöhungen zu bekämpfen. Die Gefahr ist groß, dass sie dabei genauso ohnmächtig sind wie beim letzten Kampf, dem Kampf gegen die Deflation. Text: Carsten Brzeski



Bekämpfung der hohen Inflation: Die Erwartungen an die Europäische Zentralbank sind hoch.

## Autor

Carsten Brzeski ist Chefvolkswirt der ING Deutschland in Frankfurt am Main sowie Global Head of Macro Research und Chief Eurozone Economist bei der ING in Amsterdam. carsten.brzeski@ing.de



ING Deutschland

— Zu Beginn der Pandemie wurde die Geldpolitik weltweit gelockert, um für günstige Finanzierungsbedingungen zu sorgen, die Kreditvergabe an Unternehmen zu stützen und somit Preisstabilität zu garantieren. Leitzinsen wurden gesenkt und Ankaufprogramme aufgelegt. Und die Inflation? Die blieb dennoch unterhalb des Zielwerts von 2 Prozent und lag zeitweise sogar im negativen Bereich – getrieben durch gesunkene Energiepreise und die Mehrwertsteuersenkung in Deutschland. Doch nicht nur während der Pandemie blieb der Kampf gegen die Deflation erfolglos. Gut zehn Jahre ist es her, dass die Inflation in der Euro-Zone dem Ziel der Zentralbanker entsprochen hat. Die Gründe für die niedrige Teuerungsrate waren struktureller Natur: Weltweit vernetzte Lieferketten, Digitalisierung und ein globaler Pool an Fachkräften, kurz, die Globalisierung, haben die Inflation in der vergangenen Dekade strukturell niedrig liegen lassen. Die EZB war dagegen machtlos. Negative Zinsen, Anleihenkäufe und ausufernde Liquidität konnten die Inflation nicht wiederbeleben.

Doch zu niedrige Inflationsraten sind passé – seit Mitte des vergangenen Jahres stieg die Inflation immer weiter an. Basiseffekte, Nachholeffekte und Lieferkettenengpässe, aber auch (zu starke) Konjunkturlösungen vieler Regierungen waren die Gründe für die Rückkehr der Inflation. Der Krieg in der Ukraine und die damit verbundenen in die Höhe geschossenen Energie- und Rohstoffpreise haben das Inflationsproblem verstärkt. Seit einigen Monaten eilt die Inflation von Rekordwert zu Rekordwert und hat mittlerweile den zweistelligen Bereich erreicht.

## Forderungen an EZB werden lauter

Die Forderungen, die EZB möge dem Beispiel der Fed, welche die Leitzinsen bereits im März dieses Jahres zum ersten Mal nach der Pandemie erhöht hatte, folgen, wurden zum Sommer hin immer lauter. Denn was passiert, jedenfalls theoretisch, wenn eine Zentralbank die Geldpolitik einengt?

Die Wirtschaft kühlt ab, die Nachfrage sinkt, die Preise fallen. In einer Welt, in der die Inflation durch hohe Nachfrage aufgrund einer florierenden Wirtschaft getrieben wird, funktioniert das. In der Fed-Welt beispielsweise. Doch die EZB-Welt sieht anders aus. Denn die Inflation ist nicht nachfrageseitig, sondern angebotsseitig getrieben, und die Wirtschaft floriert auch nicht. Keine noch so starke Zinserhöhung der EZB kann die Energie- und Lebensmittelpreise senken, die Lieferketten reparieren oder den Krieg in der Ukraine beenden. Keine Zinserhöhung der EZB wird aktuell dazu führen, dass die Preise sinken.

Doch was soll die EZB machen? Nichts zu tun ist keine Option, und so kämpft die EZB um ihr Image als Inflationsbekämpferin. Dabei zielt die EZB vor allem darauf ab, die Inflationserwartungen einzufangen. Dass diese Strategie erfolgreich sein wird, ist zu bezweifeln. In der Vergangenheit waren Inflationserwartungen stärker von der aktuellen Inflation beeinflusst als von geldpolitischen Entscheidungen.

Nichts spricht gegen eine Normalisierung der Geldpolitik. Die Gefahr des „Über-das-Ziel-Hinausschießens“ ist allerdings groß. In den USA

hat die Fed schon angekündigt, den Preis einer Rezession für den erfolgreichen Kampf gegen die Inflation zu akzeptieren. Angesichts der großen wirtschaftlichen und politischen Probleme, mit denen die Euro-Zone zu kämpfen hat, sollte die EZB vorsichtig sein, der Fed um jeden Preis zu folgen.

### Aussichtsloser Kampf?

Im vergangenen Jahrzehnt hat die EZB einen fast aussichtslosen Kampf gegen die Deflation geführt. Sie läuft jetzt Gefahr, einen fast genauso aussichtslosen Kampf gegen die Inflation zu führen. Die Nebenwirkungen des ersten Kampfes waren stark gestiegene Vermögenspreise. Das Risiko der aktuellen Strategie ist eine Verschärfung der Rezession im nächsten Jahr. Für die Glaubwürdigkeit der EZB und für die gesamte Euro-Zone bleibt zu hoffen, dass die Inflation schnell wieder sinkt. Die Gefahr ist allerdings groß, dass sich im nächsten Jahr die Meinung breitmacht, dass die Notenbanker gar keine Kleider anhaben. «