Helaba

Vertraulich
9. Februar 2022

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/Head of
Research & Advisory
Tel. 0 69/91 32-20 24

Inflation als Stresstest für die EZB

Im Laufe des letzten Jahres habe ich an dieser Stelle mehrfach geschrieben, dass der Anstieg der Inflation kein temporäres, sondern ein dauerhaftes Thema sei. Teilweise wurde mir signalisiert, dass ich mit Theorien aus längst vergangenen Zeiten argumentieren würde. Die vorherrschende Sorglosigkeit beunruhigte mich umso mehr. Denn wir wissen, dass es sich mit der Inflation verhält wie mit der Zahnpasta: Man kann sich kaum vorstellen, wie die Zahnpasta aus der Tube kommen soll. Also wird Druck aufgebaut. Zuerst passiert nichts, aber dann ist viel zu viel auf der Zahnbürste – und man bekommt sie nicht mehr zurück in die Tube.

Genau das erleben wir derzeit mit der Inflation: Die durch Geld- und Fiskalpolitik befeuerte Nachfrage führt bei eingeschränktem Angebot aufgrund der Corona-Restriktionen zu einem Nachfrageüberhang und in der Folge zu Preissteigerungen. Auch protektionistische Maßnahmen weltweit bedingen Preiserhöhungen. Zuletzt ist noch geopolitische Unsicherheit durch den Russland-Ukraine-Konflikt dazugekommen. Dies treibt die Energiekosten und entsprechend die Inflation zusätzlich in die Höhe.

Obwohl die Inflationsraten in Deutschland bzw. der Eurozone schon die Marke von 5 % überschritten haben, gibt es immer noch Vertreter der „Modern Monetary Theory“ die glauben, der Staat könne alles besser und mit Hilfe expansiver Geld- und Fiskalpolitik alles Wünschenswerte erreichen – angeblich ohne negative Konsequenzen. Markteingriffe haben jedoch ihren Preis und dies sieht man bereits. Hinzu kommen zahlreiche Vorhaben auf dem Weg zur Klimaneutralität, die preistreibend wirken, ebenso wie die großen Bauvorhaben, die der Next Generation-Fonds der EU finanzieren soll.

In Deutschland boomt der Bausektor schon seit Jahren. Bei historisch hoher Kapazitätsauslastung und knappen Ressourcen treibt der Staat mit seiner Nachfrage die Preise weiter an. Auch in anderen Ländern wie Italien steigen die Baukosten stark, nachdem sie sich jahrelang seitwärts bewegten. Zu allem Überfluss erhöht noch ein Megatrend die Inflation: Die demografische Entwicklung wird für deutlich höhere Lohnkosten sorgen. Die aktuellen Tarifverhandlungen sind erst ein kleiner Vorschmack dessen, was uns in den nächsten Jahren erwarten wird.

Und was sagt die EZB dazu? Während andere Notenbanken weltweit restriktiver werden, ist ihre Linie derzeit deutlich verhaltener, aber seit der letzten Sitzung doch leicht verändert: Die EZB hat zwar keine offiziellen Ankündigungen gemacht. Intern scheint es allerdings weitgehende Einigkeit zu geben, dass der noch im Dezember vorgezeichnete Kurs, d.h. keine Zinsanhebung 2022, nicht gehalten werden kann. Vieleicht gab es zwischen den Tauben und den Falken im EZB-Rat dahingehend einen Kompromiss, dass die Zinswende zwar dieses Jahr noch kommt, diese jedoch im Vergleich zu anderen Notenbanken moderat erfolgt. Den vorgegebenen Fahrplan will die EZB dabei einhalten: Erst Abschmelzen der Kaufprogramme und dann der erste Zinsschritt.

Die weitere geldpolitische Entwicklung könnte nun so aussehen: Im März werden die neuen Projektionen vorgestellt, die dem veränderten Inflationsumfeld Rechnung tragen. In diesem Zusammenhang verkündet der EZB-Rat, dass APP, bislang als Open-End-Kaufprogramm definiert, im dritten Quartal beendet wird. Dies würde sowohl als weitere restriktive Maßnahme verkauft werden, als auch das Signal für einen höheren Einlagensatz im vierten Quartal sein.

Damit könnte die EZB-Chefin ihrer Linie treu bleiben, dass die Geldpolitik nicht nur der Sicherung von Preisniveaustabilität dient. Ein größeres Augenmerk legt sie auf Finanzstabilität, also auf niedrige Zinsen und Risikoprämien zwischen den Ländern der Eurozone. Darüber hinaus liegt ihr der Klimaschutz besonders am Herzen. Von einer weiterhin extrem expansiven Geldpolitik profitieren viele Investitionen in den Klimaschutz. Es gibt aber auch Schattenseiten: Reformen, Strukturwandel sowie ein nachhaltiges Konsumverhalten werden durch das billige Geld oft behindert. Würde die EZB das Klimaziel in letzter Konsequenz verfolgen, müsste sie sich eher früher als später von der liquiditätsgetriebenen Geldpolitik verabschieden.

Die letzten Zinssenkungsschritte beim Einlagensatz waren jeweils 10 Basispunkte. Eine so kleine Bewegung erscheint angesichts der absehbar dauerhaft höheren Inflation im Euroraum nun kaum angemessen. Zinsschritte von 25 Basispunkten, wie es die Bank of England vorgemacht hat, dürften in Anbetracht der vielen Tauben im EZB-Rat jedoch etwas zu groß sein. Ein Kompromiss wären 20 Basispunkte im Jahr 2022. Im kommenden Jahr dürfte die EZB nochmals nachlegen und den Einlagensatz auf 0 % anheben, um so das Dauerstreitthema negative Leitzinsen abzuschütteln. Der Hauptrefinanzierungssatz müsste dann ebenfalls angehoben werden. Ob das genug ist, um die Inflation zu zügeln, wird die Geschichte zeigen. In der Krise war die EZB sehr anpassungsfähig. Die Anpassungsfähigkeit in die andere Richtung wird nun jedoch zum Prüfstein für die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik.

Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:
https://news.helaba.de/research/

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 0 69/91 32-20 24
Internet: **http://www.helaba.de**

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.