



# Inflation und Geldpolitik

**Die Preisentwicklung verläuft wieder in stabileren Bahnen, ist aber in vielen Währungsräumen noch nicht am Ziel angekommen. Das gilt auch für den Euroraum. Die Aufmerksamkeit richtet sich derzeit vor allem auf den erhöhten Anstieg der Dienstleistungspreise. Die Geldpolitik sollte in dieser Situation ihren selbsterklärten „datenabhängigen Ansatz“ ernst nehmen und flexibel auf die weitere Entwicklung reagieren.**

- Dass Preise für Dienstleistungen schneller steigen als diejenigen für Industriegüter, ist keine neue Erfahrung. Vielmehr entspricht das dem langfristigen Trend und ist strukturell begründet. Die Produktivitätsfortschritte und die Faktorintensitäten sind in beiden Sektoren sehr unterschiedlich.
- Um die Preisentwicklung insgesamt auf den letzten Metern zum Ziel zu führen, sind in beiden Sektoren günstige Trends nötig. Die Dynamik bei den Dienstleistungen sollte sich legen. Zugleich muss aber auch die hilfreiche Stabilität bei den Industriegüterpreisen gewahrt bleiben.
- Die Geldpolitik der EZB war in den letzten Jahren bei der Inflationseindämmung recht erfolgreich. Der Standpunkt untersucht die Fragen, ob die Reaktion „zu spät“, „zu wenig“ oder „zu viel“ war.
- Mit den sich abzeichnenden handelspolitischen Auseinandersetzungen und neuen geplanten großvolumigen Fiskalmaßnahmen ist die Geldpolitik neuen Risiken ausgesetzt, auf die sie reagieren muss.

24. März 2025

**Autoren:**

Korbinian Dress  
– Hamburger Sparkasse  
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)

## Inflation: gemischte Bilanz für das Jahr 2024

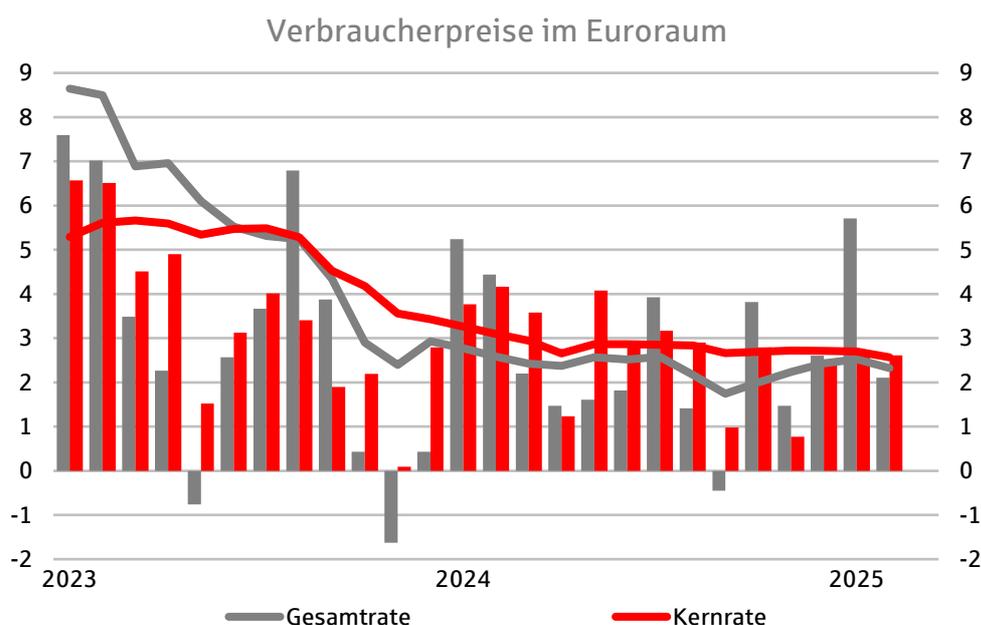
Anfang dieses Jahres ist eine gemischte Bilanz zur Preisentwicklung im Euroraum zu ziehen. Auf der Habenseite kann festgehalten werden, dass die Teuerung von einem schon mäßigen Stand über das vergangene Jahr noch weiter zurückgeführt werden konnte und im Februar mit nun 2,3 Prozent um drei Zehntel tiefer liegt als vor Jahresfrist. Echte Preisstabilität mit Inflationswerten, die die Zielmarke bei 2 Prozent voll erfüllen, konnte bislang jedoch nicht erreicht werden.

Durchwachsen ist insbesondere die Entwicklung der Kerninflation, bei der Nahrungsmittel- und Energiepreise als schwankungsanfällige Bestandteile der Lebenshaltungskosten ausgeklammert werden. Sie zeigte für Februar mit 2,6 Prozent einen noch größeren Abstand zur 2-Prozent-Marke. Zugleich hat sich die Kernrate damit innerhalb der letzten fünf Monate nur noch minimal ermäßigt. In der Gesamtrate musste – ausgehend von zwischenzeitlich erreichten 1,7 Prozent im September – sogar wieder ein Anstieg um 0,6 Prozentpunkte hingenommen werden.

Zuversichtlicher stimmt jedoch die Entwicklung des um jahreszeitliche Schwankungen bereinigten Kerninflationsindex, der für den Zeitraum Juli bis Dezember 2024 eine auf das Jahr hochgerechnete Veränderungsrate von 2 Prozent aufwies. Würde dieser Trend in den nächsten Monaten bestätigt, läge die Kerninflation zur Jahresmitte einen halben Prozentpunkt tiefer als derzeit. Die kursierenden Hoffnungen auf eine Rückbildung der Kerninflation sind also nicht aus der Luft gegriffen – klar vorgezeichnet sind sie gleichwohl nicht. Denn im Januar und Februar lagen die saisonbereinigten annualisierten Monatswerte und die Jahresrate zunächst wieder gleichauf.

*Inflation ist niedriger als vor einem Jahr – doch die weitere Annäherung an das 2-Prozent-Ziel stockt*

*Kerninflation gab im zweiten Halbjahr Anlass zur Hoffnung – noch ist der Trend aber nicht gefestigt*



Angaben in Prozent: Linien: ggü. Vorjahresmonat

Säulen: kalender- u. saisonbereinigt ggü. Vormonat, annualisiert

Quelle: Eurostat, EZB, eigene Berechnungen

Der verbliebene Preisdruck ist sicherlich auch eine Spätfolge von robusten Lohnsteigerungen. So hatte der EZB-Indikator für die Tarifverdienste mit einem Jahresanstieg von 5,4 Prozent erst im dritten Quartal 2024 seinen bisherigen Höchststand erreicht und sich im vierten Abschnitt auf 4,1 Prozent ermäßigt. Andere Indikatoren zur Lohnkostenentwicklung, wie die Stundenverdienste in der gewerblichen Wirtschaft, hatten ihren Zenit etwas früher überschritten und zeigten mit einem Jahreszuwachs um 3,7 Prozent schon das zweite Mal aufeinander eine nachlassende Dynamik an. Insgesamt kann festgestellt werden, dass der in den Vorjahren entstandene Rückstand auf die Entwicklung der Lebenshaltungskosten mittlerweile zum größeren Teil korrigiert ist. Doch auf das Niveau der aktuellen Teuerung dürften die Lohnsteigerungen trotzdem nicht so schnell sinken, was höhere Preissteigerungen dort erwarten lässt, wo Produktion oder Leistungserbringung arbeitsintensiv erfolgen.

### **Nachholende Teuerung bei Dienstleistungen**

Ein hoher Lohnkostenanteil schlägt besonders bei Dienstleistungen zu Buche, wo die Teuerung gegenwärtig mit 3,7 Prozent noch auf einem hohen Stand verharrt. In grober Gliederung stehen dem sehr moderate Preissteigerungen von 0,6 Prozent zum Vorjahr bei industriellen Konsumgütern ohne Energie gegenüber. Auf sie entfällt im Euroraum allerdings nur ein gutes Viertel aller Konsumausgaben.

*Teuerung bei  
Industriegütern  
mäßig, bei  
Dienstleistungen über  
dem Durchschnitt*

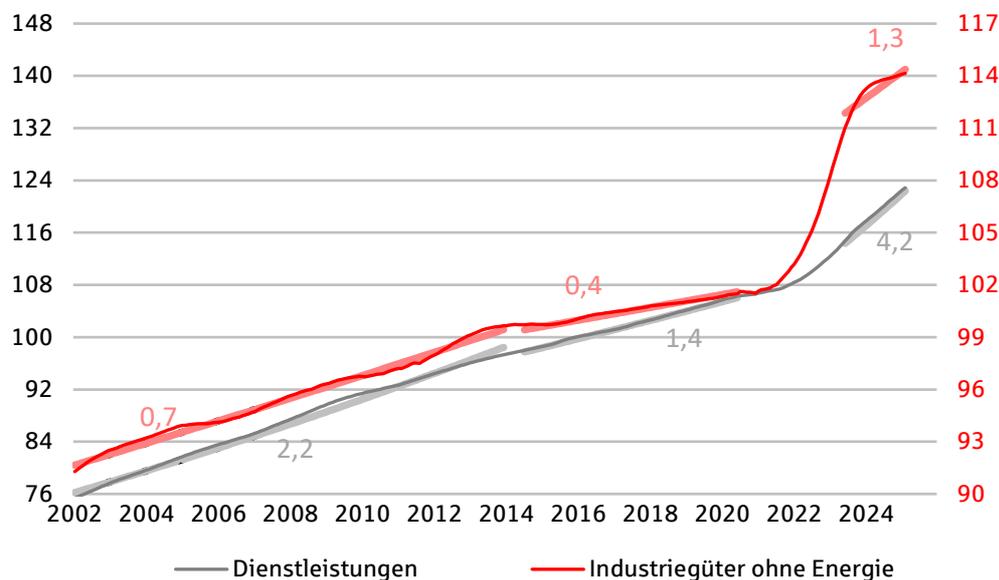
Bei eingehender Betrachtung ist darüber hinaus erstens festzuhalten, dass die Preistrends zwischen den Gruppierungen von Industriegütern uneinheitlich sind. So bewegt sich die Teuerung bei Verbrauchsgütern aktuell noch nahe 2 Prozent und lag bei kurzlebigeren Gebrauchsgütern wie zum Beispiel Bekleidungsartikeln eingangs dieses Jahres bei 0,3 Prozent. Der angesprochene Durchschnitt über alle Industriegüter in annähernd gleicher Höhe geht somit vorrangig auf Preisrückgänge bei langlebigen Gebrauchsgütern zurück, die vor allem bei Haushaltsgeräten und Elektronik als ausgesprochen langfristiger, fast schon säkularer Trend seit Jahrzehnten beobachtet werden können. Auch für den Industriegüterbereich ist also festzuhalten, dass die Preissteigerungsrate gerade für Waren mit höherer Umschlagsfrequenz nicht besonders niedrig ist, sodass viele Haushalte die Inflation noch immer als drängendes Problem wahrnehmen.

Zweitens ist eine im Vergleich zu den Dienstleistungspreisen gemächlichere Preisentwicklung bei Industriegütern auch gar kein ungewöhnlicher Befund. Vielmehr ist eine Verschiebung der relativen Preise strukturell begründet, weil der langfristige Produktivitätstrend bei den arbeitsintensiver erstellten Dienstleistungen flacher ist. Seit Beginn der Währungsunion verteuerten sich deshalb Industriegüter für die Verbraucher mit Raten, die im Trend ca. einem Drittel der im Dienstleistungsbereich gemessenen Inflation entsprachen.

Etwa hälftig lässt sich für den Euroraum bisher eine erste Phase mit jährlichen Preissteigerungen um 0,7 Prozent für Industriegüter und 2,2 Prozent für Dienstleistungen abgrenzen von einer ab 2013 einsetzenden und bis zum Coronajahr

andauernden zweiten Phase, in der sich dann für die beiden Kategorien niedrigere Werte von 0,4 Prozent bzw. 1,4 Prozent einstellten.

HVPI im Euroraum für Dienstleistungen und für Industriegüter  
2015 = 100, Trends für Teilzeiträume mit durchschnittlicher Jahresrate



Quelle: Eurostat, eigene Berechnungen

In der Abbildung oben sind beide Teilindizes als gleitende Jahresdurchschnitte und entsprechend ihrer jeweiligen typischen langfristigen Dynamik unterschiedlich skaliert abgetragen. In einer solchen Darstellung wird ersichtlich, dass sich die Industriegüterpreise im zeitlichen Umfeld von Lieferengpässen nach der Pandemie und dem russischen Angriff auf die Ukraine unverhältnismäßig stark (um kumuliert 12 Prozent) erhöht hatten. Selbst absolut war ihr Anstieg im Abschnitt von Mitte 2021 bis Mitte 2023 damit um gut drei Prozentpunkte größer als die zeitgleiche Teuerung der Dienstleistungen.

*Inflation bei Dienstleistungen folgt auf Preissprung bei Industriegütern*

Insoweit scheint nachvollziehbar, dass sich die Dienstleistungsinflation seither gewissermaßen nachholend mit 4,2 Prozent absolut betrachtet deutlicher von der Entwicklung der Industriegüterpreise abhob. Deren Steigerung wiederum war mit 1,3 Prozent im Lichte historischer Trends auch in den letzten beiden Jahren noch kein gefestigter Hort für Preisstabilität. Umso wichtiger wäre für den Inflationausblick insgesamt, dass die Jahresrate der Industrieprodukte beim aktuell tieferen Stand von etwa 0,5 Prozent gehalten werden kann.

*Industriegüterpreise sind noch kein gefestigter Hort für Preisstabilität*

Wichtige Vorlaufindikatoren lassen daran aber erste Zweifel aufkommen. So ist der jährliche Anstieg der inländischen Verkaufspreise für Konsumgüter im Euroraum von seinem Tiefstand von 1,1 Prozent im letzten April zum Jahresbeginn wieder auf 2,2 Prozent geklettert. Die Einfuhrpreise für Konsumgüter zeigen seit Mitte letzten Jahres ebenfalls wieder einen Anstieg zum Vorjahr, der mit 4,1 Prozent im Januar auch nochmals Fahrt aufnahm.

## Aufschlussreiche Details in den Preisen für Dienstleistungen

Die Dienstleistungspreise steigen ebenfalls nicht synchron. Vielmehr gibt es auch hier Inflations-Hotspots. An erster Stelle sind gegenwärtig Versicherungen zu nennen, auch wenn auf sie nur 5 Prozent aller Dienstleistungsausgaben entfallen. Doch bewegte sich die Preissteigerungsrate hier gegen Jahresende sogar noch im zweistelligen Bereich, bevor sie im Februar zumindest wieder auf 7,8 Prozent fiel.<sup>1</sup>

*Versicherungen und Reisen als Hotspots der Inflation*

Auch die Preisentwicklung bei Übernachtungen und Pauschalreisen sticht heraus (4,6 Prozent und 8,0 Prozent bei Ausgabenanteilen von 5 Prozent bzw. 3 Prozent). Mit für den Block der Dienstleistungen durchschnittlicher Rate von 3,7 Prozent trägt, bei allerdings stärker abnehmender Tendenz, auch die Gastronomie (in deren breitester Abgrenzung im Euroraum mit knapp 20 Prozent Anteil an allen Dienstleistungsausgaben) noch zum erhöhten Niveau der Teuerung bei.

Mäßigend wirken demgegenüber v. a. Telekommunikationsdienstleistungen (-2,7 Prozent bei 4 Prozent Gewicht), Dienstleistungen zur Personenbeförderung mit Preissteigerungen um 2,7 Prozent (Ausgabenanteil von 6 Prozent) sowie der mit 2,9 Prozent ausgewiesene Anstieg der Mieten. Deren Gewicht im Warenkorb ist allerdings mit weniger als 6 Prozent bzw. 13 Prozent an den Ausgaben für Dienstleistungen im HVPI unterrepräsentiert.<sup>2</sup> Ein angemessener, höherer Ausweis würde die Dienstleistungsinflation einerseits also schmälern. Andererseits bringt die statistisch unbestritten gebotene Orientierung an Bestandsmieten nicht den immensen Anstieg bei Angebots- bzw. Neuvertragsmieten und damit auch nicht das Inflationsempfinden vieler Wohnungssuchender zum Ausdruck. Auch dürfte die Entwicklung der Bestandsmieten noch längere Zeit durch Sickereffekte aus höheren Konditionen bei Neuvermietungen geprägt bleiben, sodass eher von einer leichten Beschleunigung des Mietanstiegs im HVPI auszugehen ist.

*Mietanstieg dämpft Preisanstieg bei Dienstleistungen etwas,*

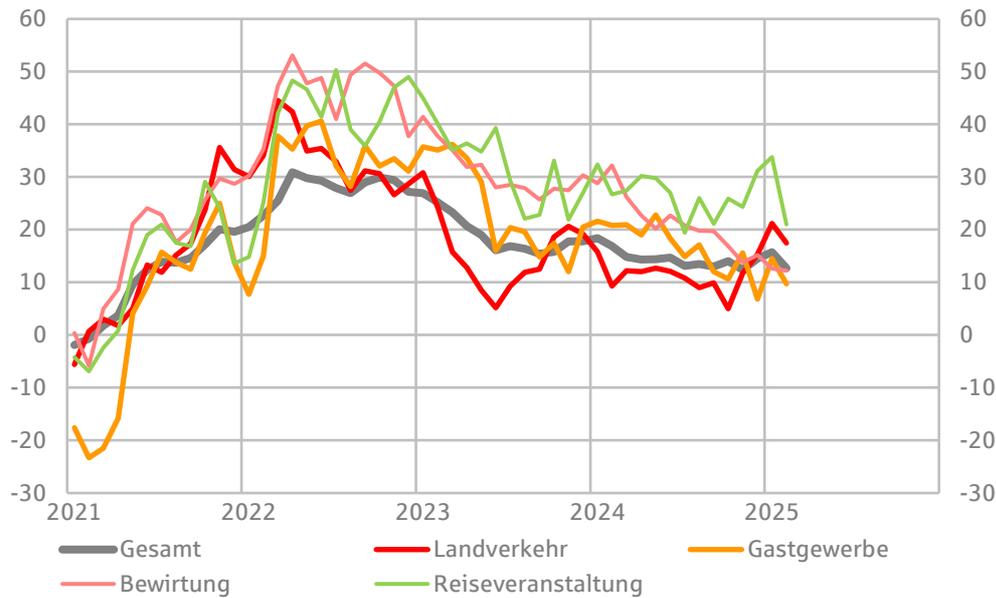
*steht im Ausblick aber dessen Rückbildung im Weg*

---

<sup>1</sup> Diese Entwicklung ruft – etwa im Hinblick auf teurere Gebäudeversicherungen mit Elementarschadensklausel – in Erinnerung, dass nicht nur Anstrengungen zur Begrenzung des Klimawandels, sondern auch die Folgen eines zu wenig gebremsten Klimawandels die Inflation anfachen können. Einschränkend ist allerdings auch zu berücksichtigen, dass sich Versicherungsprämien auf „nominale“ Größen beziehen, sodass die hohe Teuerung hier zugleich Zweitrundeneffekte von Materialpreissteigerungen, Löhnen und Wertsteigerungen abbildet.

<sup>2</sup> Bislang gelang im Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für den Euroraum noch keine adäquate statistische Erfassung von Nettokaltmieten für selbstgenutzten Wohnraum. Gestützt auf die Größenverhältnisse beider Positionen in Deutschland wäre bei deren Einrechnung ein Gewicht für Mieten von mindestens doppelter Größe zu erwarten.

## Preiserwartungen der Dienstleistungsunternehmen Antwortsalden (saisonbereinigt) für den Euroraum



Quelle: Europäische Kommission, DG EcFin.

In den anbieterseitigen Erwartungen ist gegenwärtig zwar für Gaststättenpreise und Übernachtungskosten eine gewisse Zurückhaltung in Bezug auf weitere Anhebungen ausfindig zu machen. Für den Saldo über alle Dienstleister liegt der Antwortsaldo aber immer noch etwas höher als in den letzten fünf Jahren vor Corona, in denen er im Mittel 6,7 betrug.

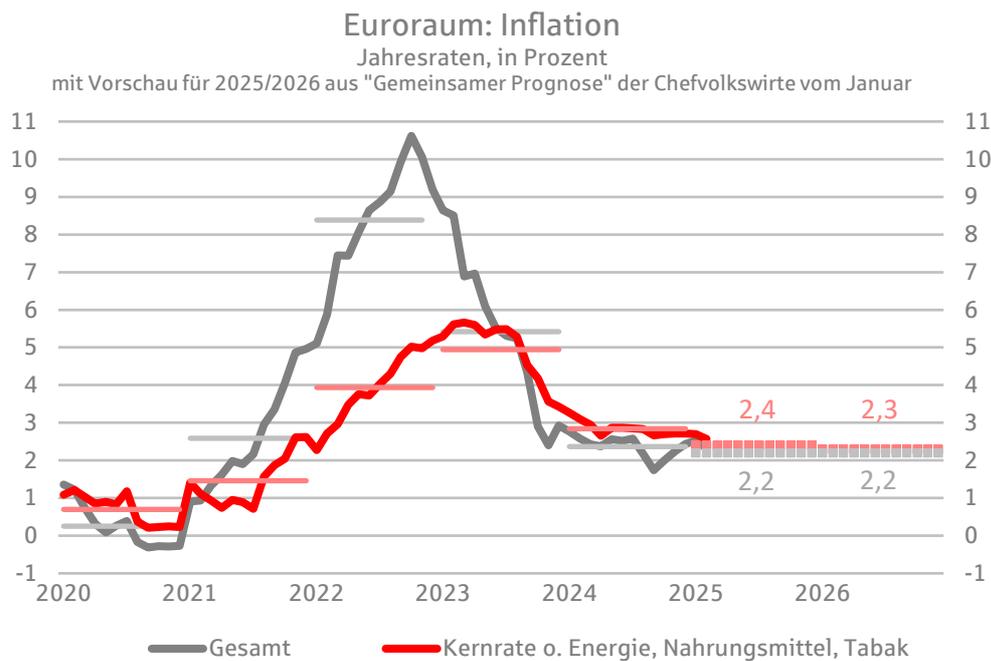
Dies ist ein weiterer Anhaltspunkt dafür, dass sich das große Gefälle zwischen den Preissteigerungsraten bei Industriegütern und Dienstleistungen nicht gänzlich einebnen und möglicherweise auch nur langsam verkleinern lassen wird. Auch wenn die Reallohnzuwächse vor dem Hintergrund der geringen gesamtwirtschaftlichen Dynamik sowie der schon erlangten Aufholung nach dem Inflationsschock von 2022 künftig geringer ausfallen sollten, dürfte eine Rückführung der Dienstleistungsinflation in einen Wertebereich von zumindest 2,5 Prozent nur ganz allmählich gelingen. Hoffnungen auf eine weitere Annäherung der Gesamtinflationsrate an die stabilitätskonforme Marke von 2 Prozent hängen deshalb maßgeblich davon ab, ob sich auch die Teuerung der Industriegüter auf dem aktuell tiefen Stand hält.

*Gefälle der Preissteigerungsraten wird nur langsam sinken*

*Deshalb gilt es, die Teuerung bei Industriegütern auf dem aktuell tiefen Stand zu halten*

### Zwischenfazit

Insgesamt könnte die Inflation in diesem Jahr noch etwas nachgeben. Für eine Zielerreichung im Jahresdurchschnitt – so das Ergebnis der jüngsten Erhebung in unserem Autorenkreis – wird es mutmaßlich aber nicht genügen.



Quelle: Eurostat, DSGV

## Mission erfüllt?

Obwohl die letzten drei Jahre im Euroraum von der größten Inflationswelle der letzten 50 Jahren gekennzeichnet gewesen sind, machen wir im Einklang mit den meisten Einschätzungen aus Fachkreisen den Notenbanken, darunter auch der Europäischen Zentralbank, nicht den Vorwurf, der Hauptverursacher der Entwicklung gewesen zu sein. Die hohen Inflationsraten der vergangenen Jahre waren tatsächlich eher das Ergebnis außergewöhnlicher Umstände (die Ökonomen sprechen von „exogenen Schocks“) als geldpolitischer Fehlentscheidungen. Diese außergewöhnlichen Umstände bestanden erstens in der Coronapandemie. Sie brachte erhebliche Produktionseinschränkungen mit sich. Gleichzeitig sorgten groß angelegte Stützungsprogramme der Regierungen fast aller betroffenen Länder für teilweise enorme fiskalisch erzeugte Nachfrageimpulse.

*Außergewöhnliche Umstände in den letzten Jahren*

Dies mündete in einen Inflationsprozess, der im Herbst 2021 begann. Dieser Inflationsimpuls wurde dann zweitens durch den Ausbruch des Ukrainekriegs und die damit verbundenen extremen Energiepreisteigerungen erheblich verstärkt. Die Wiederherstellung der internationalen Produktionsketten nach der Coronazeit sowie die Umstrukturierung des weltweiten Energiemarktes bewirkten, dass sich die ursprünglich inflationsverursachenden Faktoren auflösten bzw. sogar temporär umkehrten. Zusätzlich sorgten die Notenbanken in den USA und im Euroraum mit deutlichen Erhöhungen der Leitzinsen für eine Eindämmung von Inflationserwartungen.

*Großer Inflations-schub ab 2021*

## Zu spät?

Kritik wurde von Beobachtern des Notenbankhandelns eher in der Phase der ausbrechenden Inflationsraten bei zuerst zögerlichem Gegensteuern laut. Gab es eine

*Einige Faktoren waren schwer abzusehen*

Fehleinschätzung hinsichtlich Stärke und Dauer der inflationären Entwicklung durch die Notenbanken, sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euroraum? Dieser Kritik gemäß hätten die Zentralbanken bereits im Laufe des Jahres 2021 absehen müssen, dass die coronabedingten Ungleichgewichte bei gesamtwirtschaftlichem Angebot und Nachfrage eine Inflationswelle auslösen mussten. Stattdessen hätte die Geldpolitik erst im Jahr 2022 reagiert und war deswegen zu einem drastischen Restriktionskurs gezwungen. Wir halten diese Diskussion für wenig fruchtbar. Erstens sind geopolitische Ereignisse wie der Kriegsausbruch in der Ukraine nicht vorherzusehen. Zweitens hatten auch die Marktteilnehmer zu dieser Zeit keine entscheidend bessere Einschätzung der Lage, wie an den Marktindikatoren ablesbar war.

Trotzdem hat die Europäische Zentralbank Schlussfolgerungen aus dieser Episode gezogen und ihr analytisches Instrumentarium deutlich um Szenario- und Sensitivitätsanalysen ergänzt. Wir erachten dies für eine sinnvolle und angemessene Reaktion, um die Einschätzung von makroökonomischen Entwicklungen zu verbessern. Allerdings wird es auch weiterhin nicht möglich sein, gesamtwirtschaftliche Entwicklungen sicher vorherzusagen. Ökonometrische Modelle arbeiten mit Daten aus der Vergangenheit. Ihre Prognoseergebnisse sind verlässlich, solange die Strukturen des abgebildeten Systems gleichbleiben. Ändert sich der Aufbau der Wirtschaft, etwa durch Krisen, technologische Entwicklungen oder neue politische Rahmenbedingungen, dann steigt die Unsicherheit bei der Vorhersage ökonomischer Entwicklungen mit den bestehenden Modellen. Diese Grundregel gilt auch für die Zentralbanken, die sich dieser Unsicherheit sehr wohl bewusst sind.

*Methoden angepasst*

## **Zu wenig?**

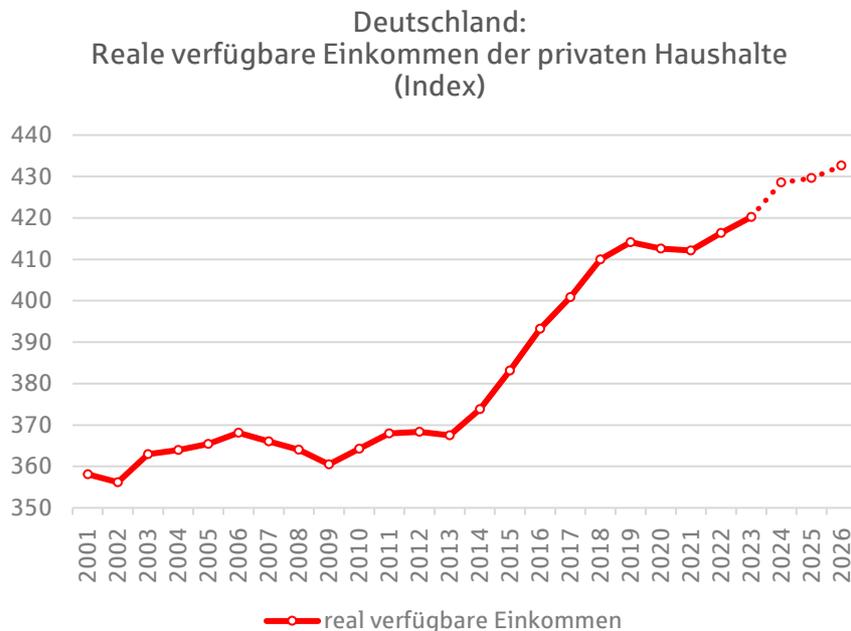
Das Inflationsproblem hat sich im Laufe des Jahres 2024 entscheidend entschärft. Wie wir in den obenstehenden Abschnitten ausgeführt haben, ist die Inflationsdynamik gebrochen worden. Wenngleich die Rückkehr in die 2-Prozent-Zielzone der EZB noch nicht gefestigt ist, bestehen doch gute Aussichten hierfür.

Eigentlich sollte die Frage nach der vollständigen Zielerreichung eine Expertendiskussion um Zehntelprozentpunkte und Kernratenentwicklungen sein. Dem ist jedoch nicht so: Für die breite Öffentlichkeit ist das Inflationsproblem eben noch nicht gelöst. In den USA hat Donald Trump mit dem Inflationsvorwurf an seinen Vorgänger Joe Biden viele Punkte im Präsidentschaftswahlkampf gemacht. Auch für viele Konsumenten im Euroraum ist die Inflation anscheinend erst dann zu Ende, wenn die Preise im Supermarkt und im Restaurant wieder auf das Niveau von 2021 zurückgekehrt sind. Das wird aber nicht geschehen, und diese Einschätzung beruht auf einer Fehlinterpretation des Inflationsbegriffs: Wenn es jetzt von den Statistischen Ämtern heißt, die Inflation sei vorbei, dann bedeutet das, dass die Preise von jetzt an nicht mehr weiter übermäßig ansteigen.

*Viel Aufmerksamkeit für den „letzten Meter“ bis zum Ziel*

Der Ausgleich der bisherigen Preissteigerungen hingegen findet über steigende Einkommen, also durch die hohen Tariflohnsteigerungen und Sonderzahlungen

der vergangenen zwei Jahre statt. In der Summe aller privaten Haushalte ist das auf Basis der oben beschriebenen Teilaufholung bei den Stundenverdiensten dank zwischenzeitlicher Beschäftigungszuwächse sowie Steigerungen sonstiger Einkünfte auch schon geschehen: In Deutschland liegen die realen verfügbaren Einkommen insgesamt bereits wieder höher als vor der Hochinflationsphase.



Quelle: Destatis

Es benötigt allerdings noch Zeit, bevor die „Inflationspsychologie“ der privaten Haushalte überwunden ist, sich die Konsumenten also nicht mehr durch die hohen Preise ärmer fühlen. Es werden wahrscheinlich ein bis zwei Jahre sein, bis die Konsumenten ein neues Gleichgewicht zwischen höheren Preisen und ihrem persönlichen höheren Einkommen verspüren. Wenn die Inflation in den Überlegungen der Wirtschaftsteilnehmer keine Rolle mehr spielt, wird auch die Ausgabebereitschaft wieder steigen und die gegenwärtig überdurchschnittliche Sparquote wieder fallen. Wir rechnen damit, dass dies in Deutschland im Laufe des Jahres langsam in Gang kommt.

*„Inflationspsychologie“ wartet noch auf ein neues Gleichgewicht*

### Zu viel?

Es gibt Vorhaltungen, nach denen die Geldpolitik der vergangenen zwei Jahre unangemessen restriktiv ausgefallen ist und die Entwicklung der europäischen Wirtschaft gehemmt hat. Wir können diese Position nicht unterstützen. Im Gegenteil waren die Kosten der geldpolitischen Restriktion seit 2022 im Vergleich mit anderen Phasen ungewöhnlich niedrig. Zwar hatten im Euroraum einige Sektoren wie die Bauwirtschaft mit erheblichen negativen Auswirkungen des gestiegenen Zinsniveaus zu kämpfen, aber eine Rezession im gesamten Euroraum blieb aus. Das im Vergleich extrem schlechte Abschneiden der deutschen Konjunktur mit Rückgängen im Bruttoinlandsprodukt in zwei aufeinanderfolgenden Jahren (2023 und 2024, mit einer nicht geringen Wahrscheinlichkeit eines dritten Rückgangs auch im Jahr 2025) ist nach unserer Einschätzung auf außerhalb der

*Zu starker Tritt auf die Bremse?*

Geldpolitik liegende Belastungen der deutschen Volkswirtschaft zurückzuführen. Darüber hinaus zeigt die Entwicklung in den USA, dass bei geeigneten Rahmenbedingungen auch mit einer restriktiven Geldpolitik ansehnliche Wachstumsraten zu erreichen sind. Um es klar zu sagen: Die Wachstumsschwäche in großen Teilen der europäischen Währungsunion liegt nicht an der Geldpolitik.

Geldpolitik ist immer auch Erwartungssteuerung: Mit dem rekordverdächtigen Anstieg der Leitzinsen seit Beginn 2022 sendeten die Notenbanken die Botschaft, dass sie ihrem gesetzlichen Auftrag auch in stürmischen Zeiten uneingeschränkt nachkommen würden, selbst um den Preis konjunktureller Risiken. Das hat dazu beigetragen, dass sich die langfristigen Inflationserwartungen bei den Teilnehmern in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten in der gesamten Inflationsperiode der vergangenen drei Jahre ihre Verankerung nicht einbüßten.

*Inflationserwartungen  
durchgängig gut  
verankert*

### **Rückkehr zur Neutralität**

Geldpolitik ist restriktiv, wenn von den monetären Konditionen bremsende Wirkungen auf den Konjunkturverlauf ausgehen. Dies wäre zurzeit nicht notwendig, denn die konjunkturelle Entwicklung im Euroraum ist alles andere als überbordend, bei einer sich beruhigenden Lohn- und Preisentwicklung, wie oben beschrieben.

*Justierung bei  
schwacher Konjunktur*

Im Gegenteil: Im Schlussquartal letzten Jahres kam das Wirtschaftswachstum im Euroraum zum Erliegen. Die Signale umfragebasierter Stimmungsindikatoren weisen auch für die beiden ersten Quartale 2025 allenfalls auf eine sehr leichte Expansion hin: Die europäischen Einkaufsmanagerindizes sind gerade erst wieder knapp über die Expansionsmarke geklettert, aber das breiter gefasste Economic Sentiment gab weiter nach. Risiken nach unten bestehen trotz der Anfang Februar erst einmal abgewendeten Zollrunde in breiten US-Zöllen und einer anhaltenden erheblichen wirtschaftspolitischen Unsicherheit, die auf das Investitions- und Ausgabeverhalten von Unternehmen und privaten Haushalten drücken.

Konjunkturoffnungen dagegen beruhen auf einem Anstieg des privaten Konsums durch einen Abbau der unnatürlich hohen Sparquote. Insgesamt können wir hieraus keine Rezessionsperspektive ableiten, die eine schnelle geldpolitische Lockerung nahelegen würde. Wir halten derzeit eine neutrale Geldpolitik in diesem Jahr für angemessen. Expansiv sollte die Ausrichtung nur dann werden, wenn sich das Risikoszenario einer weiteren konjunkturellen Abschwächung im Euroraum deutlich abzeichnen sollte.

*Neutrale Geldpolitik  
angemessen*

Expansive oder restriktive Ausrichtungen der Geldpolitik zu messen, ist nicht einfach. Ein Ansatz unter mehreren ist die Betrachtung des Finanzierungsgeschehens. Auffällig sind gegenwärtig die anhaltend träge Kreditvergabe und auch die wieder schlechteren Ergebnisse des Bank Lending Surveys. Nachdem sich die Kreditbedingungen für nichtfinanzielle Unternehmen im Herbst vergangenen Jahres stabilisiert zu haben schienen, berichteten die Banken für das vierte Quartal erneut von einer Straffung. Das deutet darauf hin, dass die

Finanzierungsbedingungen für die Realwirtschaft nach wie vor streng sind und der Bedarf an Leitzinssenkungen entsprechend groß ist.

Allerdings muss die Geldpolitik gar nicht der entscheidende Grund für die strengen Kreditkonditionen sein. So verweisen die befragten Banken auf gestiegene Kreditrisiken und eine verminderte Risikotoleranz. Letztere könnte eher von den aufsichtlichen Aktivitäten der EZB beeinflusst sein als von der generellen Geldpolitik. Auffallend stark schlagen diese beiden Faktoren in Deutschland und Frankreich zu Buche – den beiden Mitgliedsländern mit der vermutlich größten politischen Unsicherheit im Euroraum. Im Gegensatz dazu spielte nach Aussage der Banken im vierten Quartal das Zinsniveau keine wesentliche Rolle für die Straffung der Kreditkonditionen und hat sogar zu dem leichten Anstieg der Kreditnachfrage beigetragen. Das deutet darauf hin, dass die Geldpolitik nicht mehr weit von einer neutralen Ausrichtung entfernt sein dürfte.

*Kreditkonditionen wegen Risikolage, nicht aufgrund der Geldpolitik streng*

Eine weitere Indikation für die Ausrichtung der Geldpolitik ist die Höhe der Leitzinsen. Wo jedoch das neutrale Leitzinsniveau für den Euroraum liegt, ist weder objektiv messbar, noch besteht Einigkeit, mit welchen Methoden es geschätzt werden sollte. Nach unserer Beobachtung liegen plausible Schätzungen des neutralen Niveaus in einem breiten Intervall von 1,5 Prozent bis 3,0 Prozent. Auch die Europäische Zentralbank hat jüngst eine Schätzung in dieser Größenordnung vorgenommen. Angesichts der großen Unsicherheit über den neutralen Leitzins erscheint es uns am sinnvollsten, sich schrittweise an dieses Niveau heranzutasten und die jeweiligen Wirkungen im Rahmen eines breiteren Ansatzes zu beobachten. Das bedeutet aus unserer Sicht, dass die EZB spätestens bei der nächsten Senkung des Einlagensatzes auf 2,5 Prozent, die wir für den März erwarten, den Autopiloten abschalten und sich fragen muss, ob noch weitere Lockerungen angemessen sind. Nach eigener Wortwahl beabsichtigt die EZB genau das mit ihrem datenabhängigen Vorgehen. Nach heutigem Stand sollte der Abwärtskurs spätestens bei einem Leitzinsniveau von 2,0 Prozent beendet werden.

*Schätzungen für das neutrale Zinsniveau*

Ob im Herbst sogar eine expansive Geldpolitik im Euroraum notwendig werden könnte, wird man anhand des Konjunkturverlaufs bis dahin entscheiden. Verschiedentlich wird wieder nach einer „Forward Guidance“ gerufen. Dies verkennt jedoch die Funktion, die dieses in der Coronaphase verwendete geldpolitische Instrument eigentlich hat: Forward Guidance soll die Wirkungen des geldpolitischen Instrumentariums an der Nullzinsgrenze verstärken, da die Wirkungen herkömmlicher Instrumente hier abnehmen. Dieses Nullzinsumfeld haben Geldpolitik und Kapitalmärkte jedoch seither verlassen und es ist heute nicht sehr wahrscheinlich, dass es in naher Zukunft zurückkehrt.

*„Forward Guidance“ war ein Konzept an der Nullzinsgrenze*

In keiner Weise soll Forward Guidance den Kapitalmärkten mehr Sicherheit über die künftige Geldpolitik in normalem Fahrwasser geben. Geldpolitik bleibt weiter datenabhängig und damit zu einem gewissen Ausmaß auch ungewiss. Wenn die EZB davon spricht, dass sich die Geldpolitik jetzt wieder mehr an den Erwartungen des künftigen Wirtschaftsverlaufs orientieren kann, dann deshalb, weil wohl

wieder etwas mehr Sicherheit über die Entwicklungen von Konjunktur und Preisen vorhanden ist als während der von erratischen Schocks geprägten Vergangenheit der letzten Jahre. Das bedeutet aber nicht, dass die Zentralbank den Wirtschaftsteilnehmern einen festen geldpolitischen Pfad zusagen könnte oder sollte.

## Neue Bedrohungen für die Geldpolitik

Für die aktuellen großen Problemfelder der Politik bietet die Geldpolitik keine Lösungsansätze. Neue geopolitische Gräben zwischen den Staaten der Welt, die den Welthandel bedrohen, sind mit geldpolitischen Mitteln nicht zuzuschütten. Geldpolitik ist auch kein Instrument zur Bekämpfung des Klimawandels. Demografische Verwerfungen in immer mehr Staaten der Welt regen zwar die Forschungsabteilungen der Notenbanken zu Überlegungen über Veränderungen bei Gleichgewichtszinsen an, lassen sich aber mit Leitzinsen nicht abstellen. Die vielfach und gerade im Euroraum beklagte Wachstumsschwäche hat mehr mit angebotsseitigen Ursachen als mit der von der Geldpolitik beeinflussbaren Nachfrageseite der Wirtschaft zu tun.

*Nicht mit anderen Zielen überfrachten*

Im Zusammenhang mit dem unzureichenden Wirtschaftswachstum stehen Überlegungen im politischen Raum, durch staatliche Ausgabenprogramme gegenzusteuern. Inwieweit eine solche Strategie sinnvoll ist, wollen wir in einem gesonderten Papier untersuchen. Aus geldpolitischer Sicht ist insbesondere die daraus resultierende Staatsverschuldung relevant. Durch zwei weltweite Wirtschaftskrisen in den vergangenen eineinhalb Jahrzehnten (Finanzkrise 2008 und Coronakrise 2020) ist die Staatsverschuldung in fast allen Ländern der Welt bereits deutlich angestiegen. Im Euroraum erhöhte sich die Schuldenquote, also das Verhältnis der Staatsschulden zum jährlichen Bruttoinlandsprodukt – zusammengefasst von 74 Prozent im Jahr 2000 auf heute 90 Prozent.

*Gegenwind von der Finanzpolitik*

Hierzu kommen noch einmal etwa 5 Prozentpunkte an Verschuldung über die zentralen Institutionen der Europäischen Union, deren Lasten nicht klar verbucht sind, die jedenfalls in keiner nationalen Schuldenquote enthalten sind. Obwohl mit Beendigung der Coronapandemie im Mai 2023 die letzte akute Krisenphase schon länger vorbei ist, sind die jährlichen Defizite in zahlreichen Staatshaushalten weiterhin hoch. Das bedeutet, dass die Schuldenquote im Euroraum zunächst noch weiter ansteigen wird. Und schon deutet sich im Zusammenhang mit der Finanzierung der europäischen Rüstungsausgaben der nächste Schuldenschub an, der möglicherweise bei der Berechnung der nationalen Schuldenquoten wieder nicht lastengerecht verbucht wird.

Geldpolitisch hoch problematisch werden Staatsschulden, wenn sie die Finanzstabilität gefährden. Wenn Anleihegläubiger nicht mehr zur Prolongation ihrer Staatsanleihen bereit sind, dann wird das Vertrauen in das Bankensystem oder sogar das gesamte Finanzsystem untergraben. Notenbanken müssen dann die Finanzstabilität wahren, unter Umständen unter Preisgabe ihres eigentlichen Ziels der Preisniveaustabilität. Aber schon bevor es hierzu kommt, kann es Konflikte mit der Geldpolitik geben, wenn hoch verschuldete Staaten von ihren Notenbanken

*Finanzstabilität als zu wählende Nebenbedingung*

günstige Finanzierungsbedingungen verlangen, diese aber aufgrund zu hoher Inflation nicht angemessen sind. Geldpolitik und Finanzpolitik arbeiten dann gegeneinander, was gesamtwirtschaftliche Verwerfungen mit sich bringt. Noch ist dies nicht das Hauptszenario der Finanzmarktteilnehmer, allerdings gibt es erste Anzeichen an den Märkten für eine Bonitätsverschlechterung der Staaten innerhalb der Währungsunion. Aus geldpolitischer Sicht muss gewarnt werden, dass die Verschuldungsspielräume der Euro-Staaten endlich sind.

## Jüngste fiskalpolitische Entwicklungen

Die jüngsten Entwicklungen in der Wirtschaftspolitik in Deutschland bestätigen diese Einschätzungen zur deutlich zunehmenden Ausschöpfung der Verschuldungsspielräume. Die möglichen Koalitionspartner einer neuen Bundesregierung beschlossen in Vorgesprächen großflächige Finanzprogramme zur Wiederaufrüstung und zum Aufbau von Infrastruktur in Deutschland – unter Aufweichung der grundgesetzlich verankerten Schuldenbremse.

Diese Maßnahmen haben erhebliche makroökonomische Auswirkungen, wenngleich vielleicht nicht in dem Umfang, den die vielen Nullen an den Planzahlen suggerieren. Es bleiben viele Fragen offen. So ist das zeitliche Profil der tatsächlichen Verausgabung der großen Volumina über die Jahre noch nicht klar, aber für die Analyse der erwarteten Auswirkungen wichtig. Angenommen werden könnte bspw., dass 500 Mrd. Euro für Infrastruktur auf zwölf Jahre gut 40 Mrd. im Jahr bedeuten. Das entspräche knapp einem Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Wie positiv die Konjunktur davon beeinflusst wird, hängt natürlich neben dem zeitlichen Ausgabeprofil auch von der Qualität der Programme und von etwaigen Multiplikatorwirkungen ab. Infrastrukturprojekte haben in Deutschland das Image, sehr lange Vorlaufzeiten zu haben. Das spricht eher für spätere Wirkungen – erst ab dem Jahr 2026.

*Noch viele  
Unwägbarkeiten*

Die Wachstumszahl für Deutschland wird durch diesen Fiskalimpuls ohnehin nicht jedes Jahr um einen Prozentpunkt angehoben. Es ist vielmehr initial ein Niveaueffekt, denn die Steigerung in der Wirtschaftsaktivität findet nur einmalig statt. Die Stufe tritt dann ein, wenn der Staat seine Ausgaben erhöht. Behält er danach das erhöhte Investitionsvolumen bei, hält er das höhere Aktivitätsniveau zwar aufrecht, ein weiterer konjunktureller Impuls für das BIP-Wachstum geht hiervon dann aber nicht mehr aus. Nimmt man für die Verteidigung ähnliche Größenordnungen an wie für das Infrastrukturpaket, also eine Steigerung der Staatsausgaben um ein Prozent, so heben die neuen schuldenfinanzierten Ausgaben den Pfad des deutschen BIPs insgesamt um etwa zwei Prozent an. Dies geschieht auf einige Jahre verteilt und lässt die nominalen Konjunkturzahlen in Deutschland wieder positiv ausfallen, aber auch nicht in den Himmel wachsen.

*Einmaliger  
Niveaueffekt statt  
mehrfacher  
Wachstums-  
beschleunigung*

Ein Teil des Impulses könnte sich – relevant für die Thematik dieses Standpunkts – auch in die Preise entladen. Die Wirkung staatlicher Ausgabenprogramme hängt maßgeblich vom Umfang angetroffener freier Kapazitäten ab. Diese sind in einigen der angesprochenen Bereiche, etwa im Verteidigungssektor, der

*Teilweise Entladung  
in die Preise möglich*

Rüstungsindustrie oder im Tiefbau eher eng. Daher wird es auch darauf ankommen, für wie glaubwürdig private Unternehmen die langfristige Steigerung der Investitionsausgaben ansehen und entsprechend bereit sind, in den Ausbau ihrer Kapazitäten zu investieren. Ein weiterer inflationärer Effekt könnte indirekt über den Arbeitsmarkt eintreten. Die Rekrutierung neuer Soldaten und Soldatinnen reduziert das Arbeitskräfteangebot im zivilen Sektor, was über höhere Löhne die Inflation höher halten könnte.

Die Kernfrage ist dann, wie nachhaltig der fiskalische Impuls wirkt. Ein dauerhaft höheres reales Wachstum entsteht nur dann, wenn etwa Infrastrukturausgaben oder weitere Maßnahmen zur Verbesserung der Standortqualität in Deutschland auch angebotsseitig begleitet eine Aufwärtsspirale in Gang bringen: Die Erwartungen von Konsumenten und Unternehmensentscheidern verbessern sich, der private Sektor investiert in neue Kapazitäten und Innovationen, die Firmen stellen Leute ein, die wiederum Einkommen ausgeben. Solche Positiv-Effekte können im besten Fall die Wirkung des ersten ausgegebenen Euros multiplizieren. Es ist aber unmittelbar einsichtig, dass hierfür eine substanzielle und langfristige Verbesserung der Erwartungen in der Wirtschaft notwendig ist. Allein aus der Erhöhung der Etats heraus kann eine reine Stimmungsverbesserung schnell verpuffen. Geld allein baut nicht. Und Geld allein verteidigt auch nicht. Dazu sind Änderungen in den Wirtschaftsregeln in Deutschland dringend notwendig.

Es muss also noch mehr an Wirtschaftsprogramm einer neuen Regierung herauskommen als nur mehr Geld. Über Maßnahmen zur nachhaltigen Verbesserung der Standortbedingungen für das Wirtschaften in Deutschland ist aber bislang noch wenig aus den Verhandlungen zu einer neuen Koalition nach außen gedrungen. Dies sind die Aufgaben, die die zukünftige Bundesregierung vor allem erledigen muss, wenn es tatsächlich anhaltende Wachstumseffekte in Deutschland geben soll. Dringend notwendig ist die Klarstellung, dass die neuen Finanzierungsfazilitäten nicht als Verschiebebahnhof dienen dürfen, indem bereits geplante Investitionen in das Sondervermögen geschoben werden, um Platz für weitere konsumtive Ausgaben zu machen. Hierauf wird auch während der Umsetzung zu achten sein, da solche Tendenzen mit den Planungen für versicherungsfremde Leistungsausweitungen bei der gesetzlichen Rentenversicherung bereits festzustellen waren.

Deutschland hat zwar Verschuldungsspielraum. Wird dieser jedoch nicht zu einer Steigerung des langfristigen Wachstumspfades genutzt, verpuffen die zu erwartenden Impulse nach einigen Jahren. Das muss verhindert werden. Insofern sind Maßnahmen wie ein effektiver Abbau von Regulierungen und Planungsdefiziten, eine Erhöhung des Arbeitsangebots durch Flexibilisierung der Arbeitszeitregelungen und gesteuerte Einwanderung, eine Verstetigung der Investitionstätigkeit, steuerliche Investitionsanreize und der Aufbau eines europäischen Energiemarktes essenziell, wenn das Land nicht in einigen Jahren mit den gleichen Schwierigkeiten, dann aber mit deutlich verminderten fiskalischen Bewegungsmöglichkeiten dastehen soll. Die Geldpolitik wird den europäischen Staatshaushalten dann nicht dauerhaft zur Hilfe kommen können.

*Ergänzung um  
Strukturreformen  
ist entscheidend*

Dauerhaftes Wachstum kommt nicht aus höheren Etats – erst recht nicht durch Verteidigungsausgaben, die per Definition nicht produktiv sind, in dem Sinn, dass sie die Wirtschaft effizienter machen. Dauerhaftes Wachstum entsteht durch Verbesserungen, Innovationen, privatwirtschaftliche Investitionen. Insofern ist mit den bisherigen Beschlüssen ein Anfang für die Verbesserung der Wirtschaftslage in Deutschland gemacht, der jedoch noch fortgesetzt werden muss, durch verbesserte Rahmenbedingungen.

# Disclaimer

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

## **Herausgeber**

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

## **Redaktionsschluss dieser Ausgabe**

20. März 2025

## **Gestaltung**

Franz Metz, Berlin

## **Bildnachweis**

Unsplash/Getty

## **Verantwortlich**

Dr. Thomas Keidel – DSGVO  
Direktor  
Leitung Finanzmarkt  
thomas.keidel@dsgv.de

Dr. Reinhold Rickes – DSGVO  
Chefvolkswirt  
Stellv. Abteilungsleiter  
Finanzmarkt  
reinhold.rickes@dsgv.de

## **Hinweis**

Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter  
<https://www.dsgv.de/positionen.html#standpunkte>

ISSN  
2509-3851