

---

# Editorial: Nach der Zinswende – Aktuelle Herausforderungen der Geldpolitik

HORST GISCHER, BERNHARD HERZ UND LUKAS MENKHOFF

---

Horst Gischer, Universität Magdeburg, Horst.Gischer@uni-magdeburg.de

Bernhard Herz, Universität Bayreuth, Bernhard.Herz@uni-bayreuth.de

Lukas Menkhoff, Humboldt Universität zu Berlin und DIW Berlin, lmenkhoff@diw.de

---

Nach der großen Finanzkrise 2008/09 reagierten Notenbanken weltweit mit einer äußerst expansiven Geldpolitik, um die nationalen Finanzsysteme und die konjunkturelle Entwicklung zu stabilisieren. Dies gilt insbesondere auch für den Euroraum, in dem die Staatschulden- und Bankenkrise für zusätzliche Turbulenzen sorgte. Die Europäische Zentralbank (EZB) reagierte zunächst konventionell mit expansiven Zinssenkungen, bis hin zu – unkonventionell – negativen Leitzinsen. Im Rahmen einer sogenannten unkonventionellen Geldpolitik versuchte die EZB das langfristige Zinsniveau mit sehr umfangreichen Anleihekäufe (Asset Purchase Programmes) direkt zu senken. Dieser massiv expansiven Geldpolitik zum Trotz lag die Inflationsrate tendenziell unter dem EZB-Zielwert von 2%. Gleichzeitig hat diese Politik weitreichende unbeabsichtigte, unerwünschte Nebeneffekte. So wurde der Bankensektor mit Zentralbankgeld „überschwemmt“ (excess liquidity) und die Zinsspanne komprimiert mit negativen Folgen für Gewinne und Eigenkapital im Bankensektor. Mit dem massiven Kauf staatlicher Anleihen auf dem Sekundärmarkt wurden die Notenbanken zum wichtigsten Financier der Regierungen und entlasteten über die damit einhergehenden Zinssenkungen vor allem hochverschuldete Regierungen.

Seither haben sich die Zeiten doch sehr geändert. In der zweiten Jahreshälfte 2020 bzw. zum Jahresbeginn 2021 wurde viele Notenbanken auf dem falschen Fuß erwischt, als die Inflationsraten zu steigen begannen. So sprach die Europäische Zentralbank zunächst von einem temporären inflationären Schock. Zur Jahresmitte 2021 wurde der persistente Charakter des Inflationsanstiegs evident, und die Inflation beherrscht seither wieder die geld- und wirtschaftspolitische Debatte. Die EZB hat auf den im Euroraum noch nie dagewesenen Anstieg der Inflationsrate mit einer noch nie dagewesenen Erhöhung der Leitzinsen reagiert. Es geht nun die Sorge um, dass die Volkswirtschaften in eine Situation wie in den 70er Jahren geraten könnten, mit hoher Inflation und gleichzeitig sehr begrenztem Wachstum.

Wie also soll die Geldpolitik reagieren? Bedarf es einer neuen Art von Geld- oder Wirtschaftspolitik, kommt es also nicht nur zur Zins- sondern auch einer grundsätzlichen geldpolitischen Wende? Welche Fehler gab es in der Niedrigzinsphase und was ist daraus zu lernen? Wird die Inflationsrate schnell wieder auf das von der EZB angestrebte 2%-Ziel zurückgehen oder hartnäckig auf einem

---

höheren Niveau verharren? Was sind geeignete Formen der Inflationsbekämpfung und welche Folgen hat die abrupte Zinswende für die Stabilität des Finanzsektors?

Das vorliegende Vierteljahrsheft zur Wirtschaftsforschung greift diese Problemfelder auf und analysiert ausgewählte Fragestellungen. Der Band beginnt mit einer umfassenden geld- und wirtschaftspolitischen Bestandsaufnahme der Niedrigzinsphase von Gunther Schnabl (Universität Leipzig) über „Die Rolle der Geldpolitik für Regulierung, Arbeitskräftemangel und Deglobalisierung“. Danach hat die ultra-expansive Geldpolitik der EZB mehr Regulierung und anhaltend expansive Finanzpolitiken begünstigt und damit maßgeblich zur Überhitzung des Arbeitsmarktes beigetragen. Eine zentrale Folge ist demnach eine sich verfestigende Konsumentenpreis-inflation, die über eine Normalisierung der Geldpolitik bei gleichzeitiger fiskalischer Austerität und Deregulierung zu bekämpfen ist.

Die Wirksamkeit einer restriktiveren Geldpolitik bei der Inflationsbekämpfung wird wesentlich von der Glaubwürdigkeit der Notenbank bestimmt. Vertrauen Haushalte und Unternehmen darauf, dass der Anstieg der Inflationsraten nur vorübergehend ist, sind also ihre Inflationserwartungen verankert. Joscha Beckmann (Fernuniversität Hagen) und Robert L. Czudaj (Technische Universität Bergakademie Freiberg) untersuchen in ihrem empirischen Beitrag „Dimensions and Determinants of Inflation Anchoring“ die Dimensionen und Treiber von Inflationserwartungen bzw. deren Verankerung auf Basis von Umfragedaten. Sie finden weltweit für die letzten drei Dekaden, dass die verschiedenen Maßgrößen für Inflationsverankerung grundsätzlich stark korreliert sind. Sie zeigen auch, dass die Verankerung von Inflationserwartungen eng mit der realisierten Inflationsrate zusammenhängt, während die Einbettung in die Internationale Finanzmarktstruktur kaum von Bedeutung zu sein scheint.

In ihrem Beitrag „Finanzmärkte, Arbeitsmärkte und Inflation – Beschleunigt die Zinspolitik der Zentralbank die Inflation und den Banken-Crash?“ hinterfragen Dorothea Schäfer (DIW Berlin und Jönköping University) und Willi Semmler (The New School for Social Research, New York) die aktuelle geldpolitische Strategie hoher Zinsen. Wenn der aktuelle Inflationsschub weniger nachfrage- und stattdessen vor allem angebotsgetrieben ist, wird die derzeitige Politik, über höhere Zinsen die Nachfrage zu dämpfen und eine Lohn-Preis-Spirale zu verhindern, mit erheblichen Kollateralschäden verbunden sein, sowohl im Bankensektor wie auch auf den Arbeitsmärkten. Höhere Zinsen verstärken danach als zusätzlicher Kostenfaktor direkt den Preisdruck, erschweren die Aufnahme von Krediten insbesondere auch für den so wichtigen Bereich der grünen Transformation und gehen vor allem zu Lasten der vulnerablen Beschäftigungsgruppen. Alternativen, wie z. B. mehr Investitionen in Kapazitäten zur Beseitigung sektoraler Engpässe, werden – nach Ansicht des Autorenteam – weder von Wissenschaft noch Politik angemessen beachtet.

Die aktuellen, sehr starken Zinserhöhungen der EZB werden weit reichende Strukturänderungen im Finanzsektor nach sich ziehen, warnen Horst Gischer (Universität Magdeburg), Ulrich Kater (DekaBank) und Reinhold Rickes (Deutschen Sparkassen- und Giroverband) in ihrem Beitrag „Zeitenwende in der Bankwirtschaft?“. Die Finanzintermediäre werden nicht nur ihre mittel- und langfristigen Geschäftsstrategien anpassen (müssen), womit sich auch tiefgreifende Veränderungen bei der Versorgung der realen Wirtschaftssektoren mit Fremdkapital ergeben. In diesem Anpassungsprozess werden zum wiederholten Male die unterschiedlichen Marktstrukturen in den EWU-Ländern offensichtlich, die einer von der EZB und der europäischen Bankenaufsicht gewünschten Harmonisierung entgegenstehen. Die Bekämpfung der Inflation und die gleichzeitig initiierten Veränderungen der regulativen Ordnung innerhalb der Bankenunion

stellen die Kreditinstitute vor Herausforderungen, die erhebliche Verwerfungen auslösen können, betonen die Autoren.

In einer sektorspezifischen Fallstudie untersucht Andreas Bley (Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken) in seinem Beitrag „Impact of the 2022 interest-rate shock on cooperative banks in Germany – a case study“, welche Folgen sich für die deutschen Genossenschaftsbanken aus der äußerst kräftigen Erhöhung der Euro-Leitzinsen um 250 Basispunkte in der zweiten Jahreshälfte 2022 ergeben. Der Zinsschock verursachte zwar deutliche Ertragseinbußen vor allem aufgrund von Wertberichtigungen in den Wertpapierportfolien und auch im Kreditgeschäft angesichts der sich abschwächenden Konjunktur. Dennoch konnten die Genossenschaftsbanken ein gutes operatives Ergebnis erzielen. Mittelfristig dürfte die Rückkehr zu positiven Zinsen die Ertragslage deutlich verbessern, wobei die weitere Investitionstätigkeit in Deutschland von zentraler Bedeutung sein wird.

Die Folgen der Zinswende für den Versicherungssektor untersuchen Paul Berenberg-Gossler, Jörg S. Haas und Kay Seemann vom Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft in ihrem Beitrag „Zeitenwende im Finanzsystem? Implikationen für den Versicherungssektor“. Die Autoren betonen die massiven Strukturänderungen, die mit der Phase deutlich erhöhter Inflationsraten und Leitzinsen einhergehen. So steigen etwa einerseits inflationsbedingt die Schadenssummen, während andererseits sich die Möglichkeiten zur Kapitalanlage insbesondere für Lebensversicherer verbessern. In der langfristigen Perspektive stellen sie die Folgen einer Fortsetzung des vergangenen Trends zu niedrigeren Zinsen der Möglichkeit steigender Zins aufgrund struktureller Änderungen wie demografischem Wandel, grüner Transformation und geopolitischer Fragmentierung gegenüber.

Vor allem in Phasen tiefgreifender Veränderungen liegt es nah, von Fehlern und positiven Lehren aus früheren Krisen zu lernen versuchen. Michael Heine (HWR Berlin) und Hansjörg Herr (HWR Berlin) gehen diesen Weg in ihrem wirtschaftshistorisch angelegten Beitrag „Die deutsche Hyperinflation 1923 – was können wir heute davon lernen?“ Nach ihrer Analyse der deutschen Hyperinflation 1923 können sie nicht ausschließen, dass auch heute selbst entwickelte Länder in Perioden hoher Inflation oder gar in eine Hyperinflation geraten können. Für besonders beunruhigend halten sie dabei die in den letzten Jahrzehnten im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt stark angestiegenen öffentlichen und privaten Schulden, die Fragilität des ökonomischen Systems erhöhen. Die Autoren schließen nicht aus, dass bei entsprechenden politischen Turbulenzen Hyperinflationen grundsätzlich möglich ist. Sie plädieren daher auch für eine Begrenzung der staatlichen wie privaten Verschuldung und mehr Kooperation zwischen Lohn-, Geld- und Fiskalpolitik.

Wie diese Beiträge verdeutlichen, ist in der derzeitigen Inflationsphase die Sicherung des Geldwertes der zentrale Treiber für die sehr starken Zinserhöhungen der Notenbanken weltweit. Offensichtlich hat diese Politik auch weitreichende Folgen für die (In)Stabilität des Finanzsektors. Das folgende Vierteljahresheft 3–2023 untersucht, inwieweit die massive Ausweitung der Bankenregulierung im Gefolge der großen Finanzkrise zu einer Stabilisierung des Finanzsektors beitragen konnten und welche Herausforderungen im Zusammenhang mit der aktuellen Zinswende noch zu bewältigen sind.