

# Barometer

## Konjunktur- und Zinsperspektiven

### Volkswirtschaft und Research IKB Deutsche Industriebank AG

Dr. Klaus Bauknecht  
Chefvolkswirt  
+49 211 8221 4118  
[Klausdieter.Bauknecht@ikb.de](mailto:Klausdieter.Bauknecht@ikb.de)

Dr. Carolin Vogt  
+49 211 8221 4492  
[Carolin.Vogt@ikb.de](mailto:Carolin.Vogt@ikb.de)

Eugenia Wiebe  
+49 211 8221 3174  
[Eugenia.Wiebe@ikb.de](mailto:Eugenia.Wiebe@ikb.de)

### **Deutsche Konjunktur: Stimmungseintrübung – erstes Anzeichen einer sinkenden Inflation?** 2

Stimmung der Unternehmen kühlt sich nun deutlicher ab • Konsumklima hat schon länger Tiefpunkt erreicht • Hohe Inflation und geringes Konsumentenvertrauen sollten Nachfrage dämpfen • Zusammen mit pessimistischer Unternehmensstimmung nimmt Aufwärtsdruck auf Inflation ab

### **Geldpolitik: EZB-Zinsanhebungen sollten moderat bleiben, auch wenn die EZB neue Instrumente zur Krisenbekämpfung eingeführt hat** 4

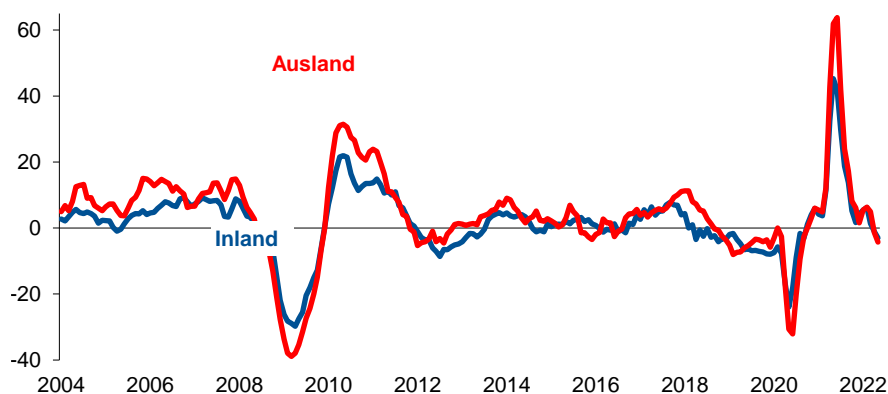
Zinserhöhung im Euro-Raum um 50 bp • Dennoch nur graduelle Normalisierung der EZB-Politik zu erwarten • Konjunkturabschwächung gibt restriktiver Geldpolitik Rückenwind • „Sorgenkind“ Italien nötigt EZB zu neuem TPI-Instrument • EZB soll richten, was Euro-Staaten versäumt haben

### **Inflationsziele: Anker für Stabilität oder der Grund für Volatilität?** 6

Inflationsziele sollen Preisstabilität sichern • Notenbanken haben aber nur begrenzten und indirekten Einfluss • Es besteht Gefahr von Übertreibungen für die Geldpolitik • Sinnhaftigkeit von Inflationszielen ist anzuzweifeln • Inflationsziele fördern eher diskretionäre Geldpolitik und keine Stabilität • Nicht das Inflationsziel, sondern Niveau und Volatilität der Zinsen sind entscheidend

## Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



**IKB-Prognose 2022**  
 Reale Veränderung in %,  
 saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

Deutschland	1,6
Euro-Zone	3,2
UK	3,9
USA	1,5
Japan	1,6
China	4,1

Quelle: Statistisches Bundesamt (IKB-Berechnung: reale gleitende 3-Monats-Zuwachsraten in %)

### Deutsche Konjunktur: Stimmungseintrübung – ...

Noch nie in jüngster Zeit fiel die Unternehmer- und Verbraucherstimmung so unterschiedlich aus wie aktuell. Denn das Verbrauchervertrauen ist infolge realer Lohnverluste schon länger unter Druck und ist z. T. auf ein Niveau gefallen, das selbst während der Finanzkrise nicht erreicht wurde. Die aktuelle Abkühlung des ifo Geschäftsklimas signalisiert jedoch eine zunehmende Angleichung der Angebots- und Nachfragestimmungsindikatoren in der Wirtschaft. Dies ist entscheidend, um Zweitrundeneffekte wie hohe Lohnforderungen zu dämpfen. So signalisiert der heutige ifo Index nicht nur eine Eintrübung des Konjunkturausblicks, denn sollte der Rückgang anhalten, signalisiert er auch nachlassenden Inflationsdruck.

#### Unternehmerstimmung kühlt sich ab

Die konjunkturelle Eintrübung zeigt sich nun mehr und mehr in den Daten. So ist der Einkaufsmanager-Index für die deutsche Wirtschaft im Juli unter die kritische Marke von 50 Punkten gefallen. Auch das ifo Geschäftsklima hat deutlich nachgelassen. Der Index fiel auf den niedrigsten Wert seit Juni 2020.

Viele Entwicklungen tragen aktuell zu der Stimmungseintrübung bei: Versorgungsunsicherheit vor allem bezüglich der Gaslieferungen aus Russland, die hohe Inflation und damit ein realer Einkommensverlust bei den Konsumenten, steigende Zinsen und damit weniger günstige Finanzierungsbedingungen, Rezessionsorgen in den USA sowie die anhaltende Unsicherheit hinsichtlich der Folgen der Null-Covid-Politik in China. Im Schatten der Konjunktüreintrübung dürfte zudem ein verstärkter Margendruck bei den Unternehmen die Stimmung belasten.

#### Konsumentenstimmung auf Rekordtief

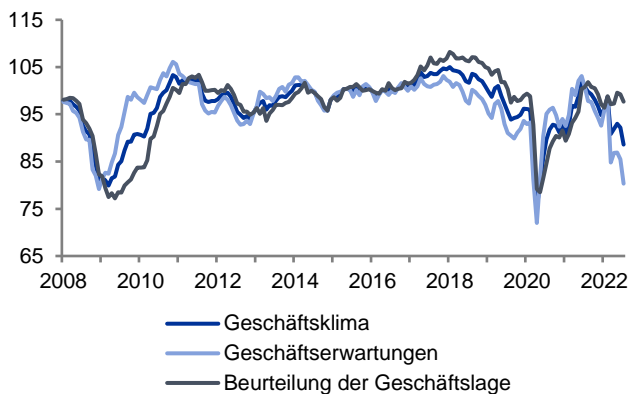
Das Konsumentenvertrauen ist trotz eines weiterhin noch robusten Arbeitsmarktes stark eingebrochen. Es ist auf ein Niveau gesunken, das selbst in der Finanzkrise nicht erreicht wurde. Dies gilt für die Euro-Zone wie auch die USA. Der durch die rasant steigende Inflation induzierte Kaufkraftverlust belastet die Konsumlaune und -nachfrage. Unterstützt wird dies in den USA durch eine spürbare Zunahme der Zinsen. So gibt es wenig Zweifel: Die US-Wirtschaft, die primär durch den privaten Konsum getrieben ist, kühlt sich spürbar ab. Dies könnte bereits im Jahr 2023 zu ersten Leitzinssenkungen durch die Fed führen. Denn auch in den kommenden Monaten dürfte sich der Rückgang des Konsumentenvertrauens fortsetzen. Vorerst weiter steigende US-Zinsen aber auch ein sich abkühlender Arbeitsmarkt sollten dafür sorgen.

#### Stimmungseintrübung nimmt Inflationsdruck?

**Für eine abnehmende Inflation ist es entscheidend, dass sich die Stimmung auf der Nachfrageseite der Wirtschaft deutlich mehr eintrübt bzw. weniger schnell erholt als auf der Angebotsseite.** Denn würde sich die Konsumlaune erholen – auch infolge der Unterstützung durch die Fiskalpolitik – und die Unternehmen wären dagegen pessimistisch gestimmt für die Zukunft und würden Investitionen zurückhalten, hätte dies klar inflationäre Effekte.

... erstes Anzeichen einer sinkenden Inflation?

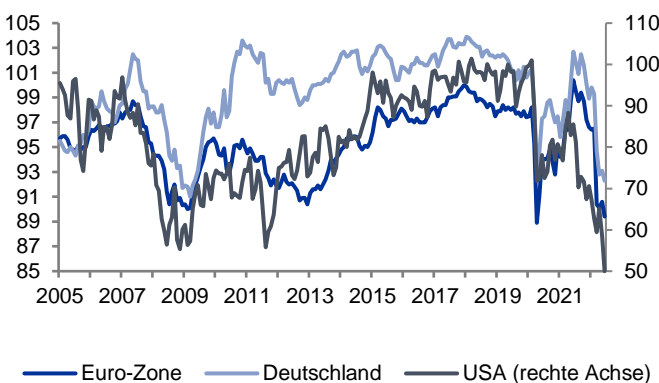
Deutschland: ifo Geschäftsklima, 2015 = 100 Index



Quelle: FERI (ifo)



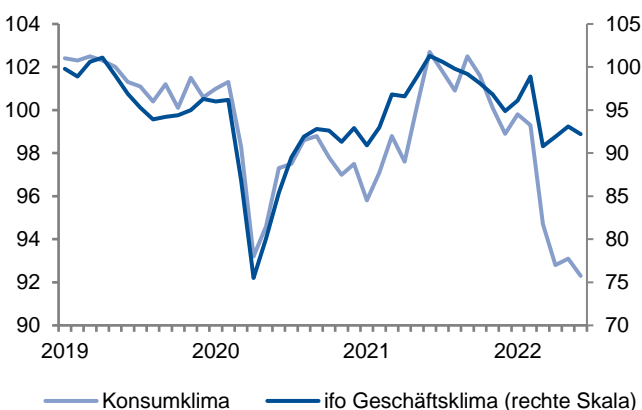
Konsumentenvertrauen, Index



Quelle: Bloomberg (D und Euro-Zone: EU-Kommission; USA: Michigan Consumer Index)



Deutschland: ifo Geschäftsklima und Konsumklima



Quelle: Bloomberg (Konsumklima EU-Kommission)

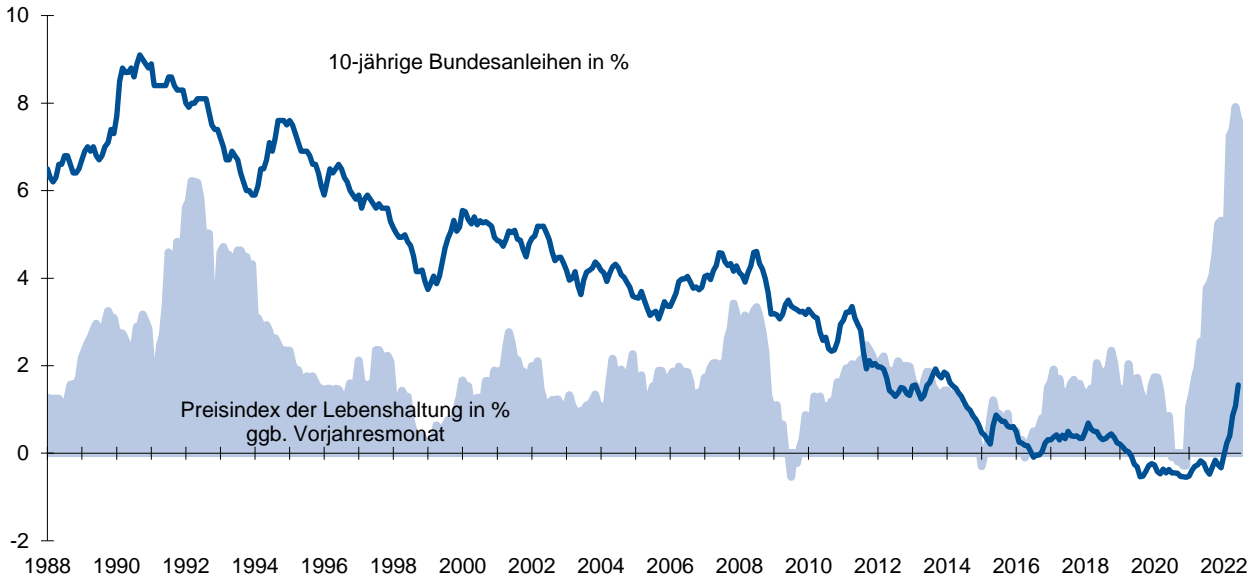


Und in der Tat lassen sich hiermit einige Aspekte der aktuellen Inflationsentwicklung erklären. Aufgrund der hohen Unsicherheit infolge der Pandemie und aktuell auch durch den Krieg in der Ukraine hielten sich Unternehmen bei Investitionen zurück – die Nachfrage wurde hingegen durch Geld- und Fiskalpolitik gestützt – zumindest im Jahr 2020 und 2021. In Folge gab es eine Ausweitung der Gewinnmargen bei den Unternehmen und keine Kapazitätsausweitungen; damit kam es zu einem spürbaren Inflationsschub.

Der in dieser Schnelligkeit nie dagewesene Anstieg der deutschen Erzeugerpreise kann also auch dadurch erklärt werden, dass die Angebotsseite auf die robuste Nachfrage nicht mit Kapazitätsausweitungen und damit höheren Investitionen reagiert haben, sondern mit Preiserhöhungen und Ausweitung ihrer Gewinnmargen. Auch aktuell besteht diese Gefahr: Der Staat verspricht weitere Unterstützung der Verbraucher infolge eskalierender Energiepreise. Wäre diese Unterstützung von solch einem Ausmaß, dass die Kaufkraft und damit verbundene Konsumlaune stabilisiert wird, so wäre bei der aktuellen Investitionszurückhaltung mit weiterem Inflationsdruck zu rechnen. Dies ist allerdings nicht der Fall. Denn das Konsumentenvertrauen ist aufgrund der hohen Inflation eingebrochen, und der reale Konsum wird in Deutschland im weiteren Verlauf von 2022 sicherlich schrumpfen.

Solange sich die Fiskalpolitik zurückhält, ist von keiner spürbaren Erholung des Konsumentenvertrauens auszugehen. Im Gegenteil, reale Einkommensverluste und steigende Zinsen belasten die Stimmung. Für eine geringere Inflation ist es aber auch entscheidend, dass sich die Unternehmerstimmung weiter eintrübt. Denn nur dann sollten spürbare Zweitrundeneffekte infolge von nennenswerten Lohnanstiegen überschaubar bleiben. So braucht es eine Eintrübung der Unternehmerstimmung, um eine spürbare Erholung der Löhne und damit der Nachfragestimmung zu verhindern. Die ifo-Zahlen stärken demnach die Erwartung von weiterhin nur moderat steigenden EZB-Zinsen. Allerdings muss dafür die Eintrübung des ifo Geschäftsklimas in den kommenden Monaten anhalten.

**Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %**

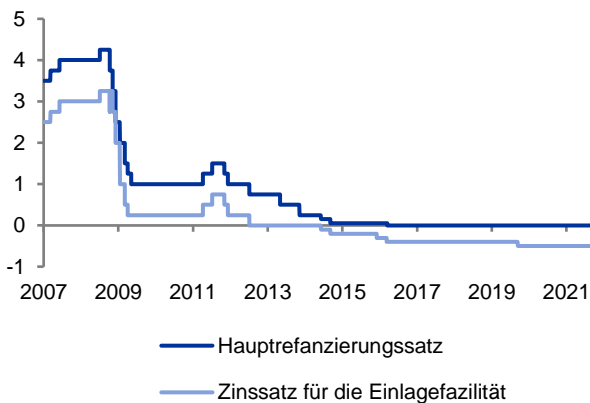


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



**Geldpolitik: EZB-Zinsanhebungen sollten moderat bleiben, ...**

**EZB-Leitzinsen in %**



Quellen: Bloomberg

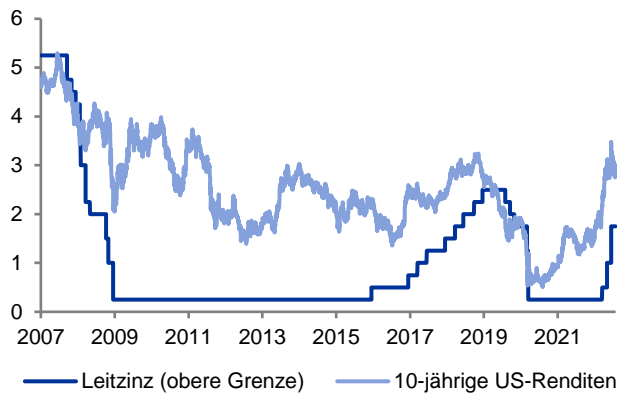


Eine konjunkturelle Abkühlung ist notwendig, um dem Inflationsdruck zu bekämpfen. Dies gilt auch, wenn Rohstoffpreisanstiege der Haupttreiber des Preisdrucks sind. Schließlich wird durch eine Konjunkturertrübung verhindert, dass Preiserhöhungen weitergegeben werden können, und eine Anpassung über Margendruck und moderatere Lohnanstiege werden forciert. Auch hilft bei den anhaltenden Engpässen und Arbeitskräftemangel kurzfristig nur eine Reduzierung der Nachfrage, um wieder ein Gleichgewicht zu erreichen. Die Frage ist nur, ob die EZB – ähnlich wie die Fed in den USA – die Inflation mit Zinsanhebungen bekämpfen muss, oder ob die aktuelle Konjunkturertrübung ausreicht, den Inflationsdruck entscheidend zu reduzieren.

Die europäische Notenbank ist weiterhin und trotz zunehmender Inflations Sorgen davon überzeugt, dass eine spürbare kurzfristige geldpolitische Straffung und damit eine durch die Notenbank induzierte konjunkturelle Abkühlung nicht notwendig ist, um den Inflationsdruck in den Griff zu bekommen. Dies gilt weiterhin, und obwohl die EZB die Zinsen in ihrer jüngsten Sitzung um 50 bp anstatt der erwarteten 25 bp angehoben hat. Auch die Märkte scheinen eher von einer graduellen Normalisierung der Geldpolitik als von einer spürbaren Straffung auszugehen. Denn die erwarteten EZB-Zinsanhebungen, die für den Einlagenzins bei zwischen 1,25 % und 1,5 % im nächsten Jahr liegen, sind bei weitem nicht ausreichend, um die Konjunktur spürbar abzukühlen. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Fiskalpolitik auf die restriktive Geldpolitik nicht mit einer Konsolidierung reagiert. Doch aktuelle Daten scheinen die Einschätzung der EZB zu bestätigen. Anzeichen einer konjunkturellen Eintrübung häufen sich und sollten sich in den kommenden Monaten weiter verstärken. Dies gilt vor allem aufgrund der realen Einkommensverluste infolge der aktuell hohen Inflation. So mögen Rohstoffpreisanstiege und der Krieg in der Ukraine die Inflation kurzfristig beschleunigt haben; ohne spürbare Lohnanstiege wird die Teuerung die Binnennachfrage schwächen und so den Inflationsdruck ebenso wie den Lebensstandard reduzieren. Die Gefahr von Zweitrundeneffekten bleibt angesichts der Vertrauensverluste bei Unternehmen überschaubar. Das würde sich auch nicht bei einer Eskalation der Gasversorgungskrise ändern, da diese aufgrund der realwirtschaftlichen Folgen eher für deflationäre als inflationäre Kräfte sorgen sollte.

... auch wenn die EZB neue Instrumente zur Krisenbekämpfung eingeführt hat

Fed Funds Rate und 10-jährige US-Renditen, in %



Quelle: Bloomberg



So kann die EZB weiterhin die Zinsen moderat „normalisieren“. Spürbare Zinssenkungen wie sie in den USA später für Ende 2023 durchaus denkbar sind, bleiben aufgrund des nach wie vor niedrigen Zinsniveaus in der Euro-Zone eher unwahrscheinlich.

Italien entpuppt sich erneut als Sorgenkind – für die Geldpolitik aber auch für die gesamte Euro-Zone. Die innenpolitische Krise in Kombination mit einer strafferen Geldpolitik wird zur Gefahr für eine Ausweitung von Risikoprämien. Dies kann nicht nur die Schuldentragfähigkeit in Frage stellen, sondern auch Zweifel an der Handlungsfähigkeit der EZB hervorrufen. So ist die EZB gut beraten, Mechanismen anzukündigen, die die Gefahr eskalierender Risikoprämien eindämmen und so den Raum für eine flexiblere Zinspolitik schaffen. Dies hat sie in ihrer jüngsten Sitzung durch die Ankündigung des TPI-Programms getan.

Italienische Risikoprämien, in bp



Quelle: Bloomberg (Aufschlag zu Bundrenditen)



In diesem Sinne steht die Politik der selektiven Anleiheankäufe auch in keinem Widerspruch zu einer strafferen bzw. sich normalisierenden Geldpolitik. Im Gegenteil, sie schafft die Grundlage dafür. Schließlich würde eine Staatsschuldenkrise die wirtschaftliche Stabilität der Euro-Zone spürbar in Mitleidenschaft ziehen. Wo genau die Grenze zwischen Interventionen einer effektiven Geldpolitik und der Sicherung der Schuldentragfähigkeit liegt, ist nicht eindeutig. Klar ist jedoch, dass die EZB klare Kante zeigen muss, um die Wahrscheinlichkeit einer Krise zu reduzieren.

Euro-US-Dollar, 1 Euro = ... US-Dollar



Quelle: Bloomberg



Sicherlich kann die EZB nicht richten, was die Euro-Staaten bis dato versäumt haben. Das fiskalische Fundament in der Euro-Zone ist trotz des Fiskalpaktes höchst fragil. Die EZB ist hierbei sicherlich nicht die Lösung, sondern sie kann nur eine Eskalation und Zerrüttung verhindern. Als Aufseher der Finanz- und Preisstabilität muss sie allerdings handeln. Eine erneute Euro-Krise würde eine schwere Rezession und damit deflationären Druck erzeugen. Gleichzeitig würde schwindendes Vertrauen in die Euro-Zone den Euro weiter spürbar abwerten lassen, was wiederum für Inflationsdruck sorgen würde. Beides würde den Lebensstandard in Europa spürbar senken. Wenn ein glaubwürdiges Handeln der EZB dazu beitragen kann, diese Risiken zu senken, sollte es genutzt werden.

## Inflationsziele: Anker für Stabilität oder Grund für Volatilität?

**Fazit:** Inflationsziele von Notenbanken werden als notwendig angesehen, um Preisstabilität, Glaubwürdigkeit und Transparenz der Geldpolitik sicherzustellen. Doch eigentlich bietet es mangels eines direkten und stabilen Notenbankeinflusses auf die Inflation eher das Potenzial für eine destabilisierende Geldpolitik. Deshalb sind laut Milton Friedman vor allem stabile geldpolitischen Instrumente notwendig und kein Preisstabilitätsziel, das nur einem indirekten Notenbankeinfluss unterliegt. Stabile Zinsen festigen eher als ein Inflationsziel die Notenbank als Anker der Stabilität.

Die EZB mag durch den Fokus auf den mittelfristigen Inflationsverlauf die Gefahr von Über- oder Untertreibung ihrer Politik reduziert haben. Doch die Inflationsrate ist infolge ihrer hohen Volatilität bereits seit 2010 nicht mehr konsistent mit einem statischen Ziel von knapp unter 2 %. Deshalb ist die Sinnhaftigkeit eines Inflationsziels grundsätzlich anzuzweifeln. Denn entweder wird es nicht gebraucht, weil Preisstabilität besteht, oder es ist aufgrund der Folgen für die Geldpolitik und damit Realwirtschaft nicht relevant.

### Notenbanken haben die Tendenz zu übertreiben, ...

Die Fed strebt ein „soft-landing“ der US-Wirtschaft an. Die Fed-Zinsanhebungen sollen die US-Wirtschaft abkühlen, aber eine Rezession soll vermieden werden. Notwendig ist diese Konjunkturabkühlung aufgrund der eskalierenden Inflation, die weniger durch Rohstoffpreisanstiege, sondern vor allem durch eine anhaltend robuste Nachfrage und einem überhitzten Arbeitsmarkt getrieben wird. So kann die Fed auch nicht so lange, wie die EZB warten, denn die US-Erwerbsquote liegt im Gegensatz zu der in der Euro-Zone doch spürbar unter dem Vor-Corona-Niveau, was eine hohe Anzahl nichtbesetzter Stellen und damit Lohndruck zur Folge hat. Es führt kein Weg daran vorbei: Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage muss mit Hilfe steigender Zinsen an die neuen Realitäten der Angebotsseite angepasst werden.

Die Zinsanhebungen der Fed und daraus folgende Reaktionen der Märkte haben zu deutlichen Renditeerhöhungen in den USA geführt. Ob die geldpolitische Straffung der Fed ausreicht oder übertrieben ist, bleibt abzuwarten. **Sicherlich gibt es in der Vergangenheit viele Beispiele für Überreaktionen der Fed. Grundsätzlich ist dies angesichts des langen und komplexen Transmissionsmechanismus der Geldpolitik auch nicht überraschend: Handlungsbedarf besteht angesichts der Inflationshöhe, doch die Folgen steigender Zinsen werden erst viel später ersichtlich.** Aus dieser Sicht mag die aktuell eher zögerliche Geldpolitik der EZB zu begrüßen sein. Grundsätzlich kann jedoch die seit Jahren äußerst expansive Geldpolitik der EZB auch als anhaltende Übertreibung angesehen werden.

### ... deshalb ist eher die Stabilität der Geldpolitik als eine Inflationsziel entscheidend

Inflation kann immer durch die Geldpolitik gestoppt werden. Es ist nur eine Frage, wie schwer die Wirtschaft durch Zinserhöhungen in Mitleidenschaft gezogen wird bzw. abgekühlt werden muss. Ob dies immer als eine im Sinne der Konjunkturstabilität sinnvolle Geldpolitik anzusehen ist, bleibt allerdings fraglich. Doch eine diskretionäre Geldpolitik scheint unerwünscht zu sein, denn es besteht die Sorge das Notenbanken für politische Zwecke ausgenutzt werden. Ein Inflationsziel hingegen ist allgemein verständlich, schafft deshalb Transparenz und gibt der Notenbank ein klares und vor allem messbares Ziel. So haben sich seit über 30 Jahre verschiedene Inflationsziele durchgesetzt (siehe [Inflation Targeting: Holding the Line - Back to Basics: Economics Concepts Explained - FINANCE & DEVELOPMENT \(imf.org\)](#) für eine Liste). Die EZB hat zwar kein explizites und durch die Euro-Staaten definiertes Inflationsziel. Sie definiert jedoch ihr Ziel der Preisstabilität mit dem Erreichen einer Inflationsrate von mittelfristig 2 %.

Notenbanken sollen ein Anker der Stabilität sein, und diese soll durch ein klares, verständliches und nicht-diskretionäres Ziel kommuniziert und sichergestellt werden. Der Gedanke ist auch, dass Inflationserwartungen durch dieses Ziel verankert werden und so weniger stark auf kurzfristige Entwicklungen reagieren, was wiederum für Stabilität sorgt, aber auch weniger starkes Gegensteuern durch die Notenbanken nötig macht. **Doch Notenbanken haben auf das Inflationsziel nur einen indirekten Einfluss. So haben sie zwar ein klares Ziel, aber keine direkte Kontrolle darüber. Schließlich können Notenbanken nur den Zinssatz bestimmen.** Somit ist es weniger das diskretionäre Handeln, sondern vor allem ein nur indirekt kontrollierbares Ziel, was Geldpolitik zu einer Quelle der Instabilität machen kann. Ein Fokus auf die mittelfristige Inflationsentwicklung mag den Handlungsdruck reduzieren. Die Gefahr von Über- und Untertreibungen besteht infolge eines langen, intransparenten und komplexen Einflussgrads der Notenbank dennoch. Doch ein mittelfristiges Ziel

bedeutet auch, dass die Notenbank weniger stark auf aktuelle Konjunktur- und Inflationsentwicklungen reagieren sollte.

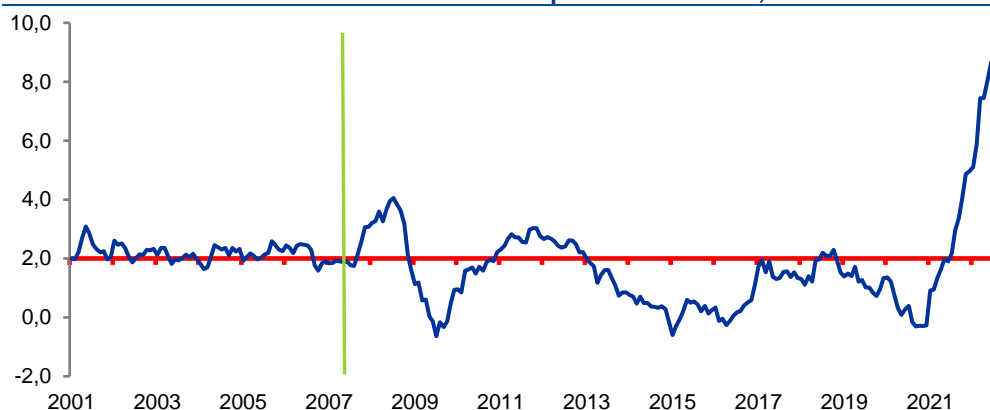
Milton Friedman betonte bereits 1968 die Notwendigkeit einer eher passiven Geldpolitik. Er sah Geldpolitik eher als Anker der Stabilität als ein Instrument, um sich gegen den Wind zu lehnen bzw. Konjunktur- und Inflationszyklen zu glätten. Denn angesichts des langen und komplexen Transmissionsmechanismus kann die Notenbank keine stabilisierende Rolle einnehmen – so Friedman. Im Gegenteil, der Versuch führt zu höherer Volatilität in der Realwirtschaft. Stabilität bezieht sich laut Friedman in erster Linie auf die Instrumente der Geldpolitik, nicht auf die geldpolitischen Ziele, da es die Instrumente sind, die einen realwirtschaftlichen Einfluss haben. Für Friedman war dies in erster Linie die Geldmenge, weshalb er sich für eine stabile Geldmengenregel aussprach. Der Glaube, dass ein stabiles Geldmengenwachstum auf Grundlage der Quantitätstheorie des Geldes auch immer eine stabile Inflation bedeutet, hat sich jedoch nicht bewahrheitet. Trotzdem: Friedmans Gedanke, sich eher auf stabile Instrumente als auf stabile Ziele zu fokussieren, bleibt angesichts des hohen und doch eher intransparenten Einflusses der Notenbank auf die Realwirtschaft relevant. **So ist die von Friedman anvisierte Geldmengenregel nicht mit einem Inflationsziel zu vergleichen.** Schließlich ging Friedman davon aus, dass die Geldmenge völlig unter der Kontrolle der Notenbank ist, was sie dann zu einem Instrument macht. Es ging ihm darum, diskretionäres Verhalten der Notenbank durch eine Limitierung der Handlungsspielräume ihrer Instrumente zu reduzieren und nicht durch die Festlegung eines ultimativen Ziels, das sie nur begrenzt kontrollieren kann.

**Ein Inflationsziel soll diskretionäre Ziele ausschalten im Glauben, so die Geldpolitik als Stabilitätsanker zu festigen. Doch wegen des indirekten Einflusses bedeutet dies eine Verstärkung der diskretionären Instrumente, und damit laut Friedman eigentlich erhöhte Instabilität durch die Notenbank.-Dies gilt deshalb, weil Verbraucherpreisinflation nicht die einzige Größe ist, die die Geldpolitik beeinflusst. So ist die Inflation im ersten Jahrzehnt nach der Jahrtausendwende zwar stabil geblieben. Blasen auf den Finanz- und Immobilienmärkten, maßgeblich getrieben durch niedrige US-Zinsen, haben jedoch für hohe realwirtschaftliche Volatilität gesorgt und letztlich zur Finanzkrise geführt. So sind Notenbanken gut beraten, weniger auf ein Inflationsziel, sondern vielmehr auf das Niveau und die Volatilität ihrer Zinsen zu achten.**

### **Euro-Zone: Stärkere Inflationsvolatilität reduziert Relevanz des Inflationsziels – für Wirtschaft wie für die EZB**

Aufgrund der Unberechenbarkeit, Komplexität und sich ständig ändernder Transmissionskanäle der Geldpolitik muss jegliches Ziel der Geldpolitik genug Raum für Abweichungen zulassen. In manchen Ländern wie Großbritannien soll dies durch die Festlegung einer Bandbreite von plus/minus einem Prozentpunkt zum Inflationsziel erreicht werden. In der Euro-Zone und den USA wird inzwischen auf das durchschnittliche oder mittelfristige Inflationsziel verwiesen. Allerdings steigt der Handlungsdruck dennoch mit anhaltender Zielabweichung. So hat die EZB in den letzten Jahren Ankaufprogramme und negative Zinsen umgesetzt mit der Argumentation, dass die Inflation hartnäckig unter dem Zielwert verweilt. Aktuell geht es in die andere Richtung. Nach langem Warten und Hoffen, dass die Inflationsrate wieder steigt, muss die EZB nun beschleunigt zur Tat schreiten und gegen die hohe Inflation vorgehen.

**Abb. 1: Euro-Zone: Verbraucherpreisinflationsrate, in %**



Quelle: FERl (Eurostat)

**Mit einem Inflationsziel ist die Notenbankpolitik bzw. sind ihre Instrumente nur so stabil, wie es die eigentliche Inflationsrate ist bzw. erlaubt.** Der Gedanke, dass es die Notenbank sei, die diese Stabilität sicherstellt, ist angesichts des begrenzten Einflusses der Notenbank auf ihr Ziel sowie der langen und unsicheren Transmissionsmechanismen eher nicht der Fall. Die anhaltenden und zum Teil gravierenden Revisionsen der EZB hinsichtlich ihrer Inflationsprognosen bestätigen zudem, dass es exogene Treiber sind, die die Inflationsrate dominieren. Vor allem aufgrund der Rohstoffpreisdynamik ist die Volatilität der Inflationsrate der Euro-Zone in den letzten Jahren spürbar angestiegen. So ist die EZB gut beraten, ihr Inflationsziel nur langfristig bzw. nicht konditionslos zu verfolgen. Dies würde zu spürbar höherer Volatilität in der Realwirtschaft führen. Die hohe Volatilität der Inflationsrate bedeutet jedoch auch, dass das Ziel selbst als mittelfristiger Anker an Bedeutung verliert, da der eigentlichen Inflationsprozess eine abnehmende Konvergenz hin zum Inflationsziel zeigt. So war das Inflationsziel in den letzten 12 Jahren ein ineffizienter Anker für die tatsächliche Inflation in der Euro-Zone.

Ist die Inflationsrate instabil, führt ein definiertes Ziel zu erhöhter Volatilität der Geldpolitik. Dies wird aktuell durch ein zeitliches Aufweichen des Ziels adressiert. Angesichts der hohen Volatilität der Euro-Inflation in den letzten 12 Jahren ist dies auch notwendig. Die Inflationsdynamik würde sonst zu einer ständigen Über- und Untertreibung der geldpolitischen Reaktion führen. **Das Ziel sollte eher in einer relativen Stabilität des geldpolitischen Einflusses auf die Realwirtschaft liegen.** Dies gilt natürlich nicht für Krisenzeiten, in denen ein hohes Maß an Handlungsbereitschaft der Geldpolitik notwendig ist.

Gemäß Milton Friedman kann die Geldpolitik vor allem eines: Verhindern, dass sie selbst ein destabilisierender Faktor für die Realwirtschaft wird und sie so zum Anker der Stabilität wird. Deshalb kann das Mandat einer Notenbank auch nicht nur auf eine Dimension reduziert werden. Dies wäre nur dann angebracht, wenn die Inflationsrate grundsätzlich stabil wäre, sodass spürbare Reaktionen der Notenbank nicht notwendig sind. Doch dann wäre kein Inflationsziel notwendig. In der Euro-Zone ist die Inflationsrate eher instabil. Aus dieser Sicht ist die „Verwässerung des Inflationsziels“ in Form von einer mittelfristigen Perspektive absolut wünschenswert. Dann stellt sich jedoch die Frage, welche Bedeutung das Inflationsziel überhaupt noch haben wird. Auch zeigen die letzten 12 Jahre sowie aktuelle Inflationsprognosen, dass „mittelfristig“ durchaus lange sein kann.

Nach all den Jahren der Über- und Untertreibung der Inflationsrate stellt sich die Frage, welchen Wert das Inflationsziel als Anker der Stabilität und Referenz für die Geldpolitik allgemein und für die EZB insbesondere in Zukunft überhaupt noch haben wird. **Ein starres Inflationsziel ist im Kontext der aktuellen Inflationsdynamik in der Euro-Zone weder ein effizienter Anker für Inflationserwartungen noch ein Indiz bzw. eine Voraussetzung für eine stabile Geldpolitik. Im Gegenteil: Die starke Volatilität der Inflationsrate benötigt laut Friedman weniger Aktionismus und mehr Stabilität in den geldpolitischen Instrumenten. Nach Jahren extrem niedriger Zinsniveaus und mit erheblichen Interventionen ist die Kritik an einer destabilisierenden Geldpolitik auch bezogen auf die EZB angebracht – unabhängig von der eigentlichen Inflationsentwicklung. Nun gilt es zu verhindern, dass die aktuellen Inflationssorgen die geldpolitische Straffung zu einem destabilisierenden Faktor werden lässt. Nach Jahren einer extrem expansiven Geldpolitik in der Euro-Zone ist dies kein einfaches Unterfangen.**

#### Empfohlene Literatur

Friedman, M., 1968. *The Role of monetary policy*, *American Economic Review*, Nr. 1



## Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

**Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr**

	2020	2021	2022P	2023P
Deutschland	-4,1%	2,6%	1,6%	1,3%
Euro-Zone	-6,5%	5,6%	3,2%	1,7%
UK	-9,3%	8,3%	3,9%	1,4%
USA	-3,4%	5,8%	1,5%	1,5%
Japan	-4,5%	1,9%	1,6%	2,0%
China	2,2%	8,1%	4,1%	5,2%

**Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr**

	2020	2021	2022P	2023P
Deutschland	0,5%	3,1%	7,0%	3,3%
Euro-Zone	0,3%	2,6%	7,7%	3,5%
UK	0,9%	2,6%	7,9%	4,0%
USA	1,3%	4,7%	8,4%	3,3%
Japan	0,0%	-0,3%	2,0%	1,2%
China	2,5%	0,9%	2,3%	2,2%

	28. Jul	Ende 2022
3M-Euribor	0,24	1,1
3M-USD-Libor	2,79	3,0
10-Jahre Bund	1,00	1,3
10-Jahre U.S. Treasury	2,81	2,8

	28. Jul	Ende 2022	Ende 2023
EUR/USD	1,02	1,03	1,21
EUR/GBP	0,84	0,87	0,92
EUR/JPY	138	136	132
EUR/CHF	0,98	1,00	1,08
EUR/HUF	404	404	403
EUR/CZK	24,6	24,4	25,8
EUR/TRY	18,4	18,2	20,5
EUR/PLN	4,79	4,70	4,75
EUR/RUB	62,0	65,0	88,0
EUR/MXN	20,8	20,8	24,8
EUR/ZAR	17,0	17,9	19,0
EUR/CNY	7,10	6,93	7,88
EUR/CAD	1,31	1,36	1,48
EUR/AUD	1,46	1,55	1,58

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3), 4) Bloomberg; EZB; FRED und IKB-Prognosen

**Disclaimer:**

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

**Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.**

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

**Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG**

40474 Düsseldorf  
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0  
Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4492

2022

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG  
Rechtsform: Aktiengesellschaft  
Sitz: Düsseldorf  
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130  
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick  
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann  
Vorstand: Dr. Patrick Trutwein, Steffen Zeise