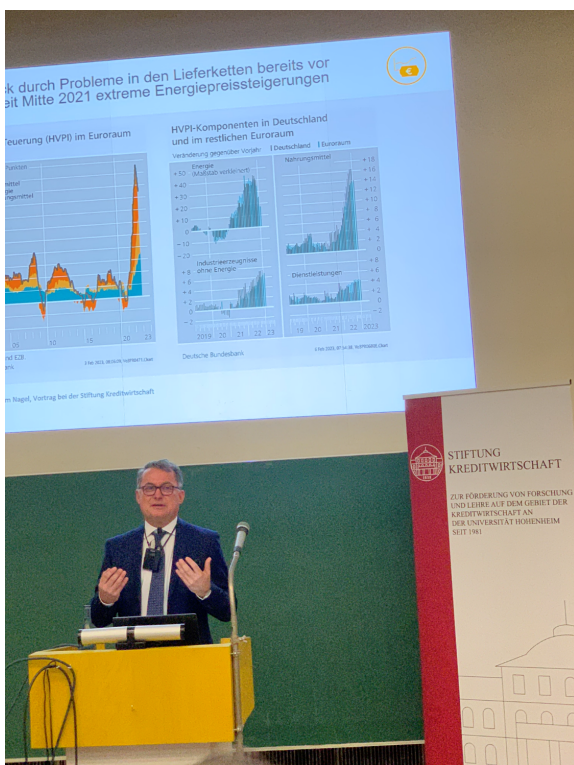


## „Gefahr erkannt, Gefahr gebannt? - Energiekrise, hohe Inflation und die Zinswende“ - Vortrag von Dr. Joachim Nagel, Präsident der Deutschen Bundesbank

Am 09.02.2023 fand der zweite Vortrag des Wintersemesters 2022/2023 der Stiftung Kreditwirtschaft statt. Hierbei wurde Dr. Joachim Nagel, Präsident der Deutschen Bundesbank, von zahlreichen interessierten Zuhörern im Hörsaal B2 der Universität Hohenheim begrüßt, wo der Vortrag stattfand. Interessierte Zuhörer konnten auch über die Plattform Zoom erreicht werden, als unser Gast das Thema „Gefahr erkannt, Gefahr gebannt? – Energiekrise, hohe Inflation und die Zinswende“ präsentierte.



Dr. Joachim Nagel ist ein Absolvent der Universität Karlsruhe (TH), wo er ein Studium der Volkswirtschaft absolvierte. Nach erfolgreichem Abschluss seines Studiums erhielt er den akademischen Grad des Diplom-Volkswirts. Anschließend promovierte er an der wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Univer-

sität Karlsruhe und erlangte den Doktorgrad (Dr. rer. pol.). Während seiner Karriere bei der Deutschen Bundesbank durchlief er verschiedene Positionen. Im Dezember 2010 rückte Herr Dr. Nagel in den Vorstand der Deutschen Bundesbank auf. In seiner Zeit als Vorstandsmitglied trug er maßgeblich zur Stabilisierung des deutschen Finanzsystems während der Eurokrise bei. Herr Dr. Nagel wurde im Januar 2022 offiziell zum neuen Präsidenten der Deutschen Bundesbank ernannt, wo er in seiner Funktion eine maßgebliche Rolle bei der Gestaltung der Geldpolitik sowie bei der Bewältigung wirtschaftlicher Herausforderungen hat.

Herr Dr. Nagel startete seinen Vortrag mit einer Zusammenfassung der wirtschaftlichen Lage des Euroraums. Hierbei erzählte er von der Energiepreiskrise, die die Preise auf historische Höhen getrieben hat. Insbesondere der Anstieg der Gaspreise hat zu einer hohen Inflation geführt. Doch nicht nur die steigenden Gaspreise haben die Wirtschaft belastet. Auch der anhaltende Krieg in der Ukraine hat negative Auswirkungen auf die Wirtschaft gehabt.

Zu Beginn des vergangenen Jahres schien es, als überstehe die Wirtschaft die Pandemie einigermaßen gut. Die Bundesbank ging davon aus, dass die Auswirkungen begrenzt bleiben würden. Jedoch führte der Angebots- und Nachfrageschock zu starken Preiseffekten. Aufgrund von Lieferengpässen und einem Anstieg der Nachfrage gab es eine Knappheit an Waren und Dienstleistungen, was zu einem Anstieg der Preise führte. Die Bundesbank hatte diese In-

flation vorausgesehen, aber die Auswirkungen wurden unterschätzt. Der Krieg in der Ukraine hat die Lage weiter verschärft und zu einer Verunsicherung in der Wirtschaft geführt. Folglich lag die Inflation im Jahresdurchschnitt im Jahr 2022 bei 8,9 %.

Im Folgenden ging Herr Dr. Nagel auf die Gefahr einer Gasmangellage ein, was sich negativ auf die Wirtschaft und den täglichen Lebensstandard der Bevölkerung auswirken könnte. Die Politik hat Maßnahmen ergriffen, um sicherzustellen, dass dies vermieden wird. Die Gasspeicher sind ca. 20 % stärker gefüllt als in vergleichbaren Jahren, was ein gutes Zeichen für einen positiven Start in das Jahr 2023 ist. Es bleibt jedoch abzuwarten, was im Winter 2023/2024 passieren wird, insbesondere wenn China wieder als starker Nachfrager auf den Markt zurückkehrt.

Trotz der schwierigen Umstände konnte jedoch ein gutes Krisenmanagement beobachtet werden. Die Industrie konnte ihre Gasverbräuche zurückführen und auch die soziale Marktwirtschaft hat an bestimmten Punkten gezeigt, dass sie durchaus anpassungsfähig ist. Herr Dr. Nagel betonte die Wichtigkeit, dass man wieder zu einem Marktpreis von Energiepreisen zurückkehrt. Der Einsatz staatlicher Hilfen zur Verzerrung von Preisen ist lediglich ein vorübergehendes Mittel, das darauf abzielt, die Preise zu stabilisieren und allen Bürgern den Zugang zu Energie ermöglicht. Langfristig ist es allerdings wichtig, die Märkte zu entöhnen und zu einem normalen Preisbildungsprozess zurückzukehren. Ein Staatseingriff stört das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage und führt dazu, dass Ressourcen ineffizient genutzt werden.

Sehr spannend sei es, die Lohnentwicklung zu betrachten. Löhne sind immer ein nachlaufender Indikator, da es immer eine gewisse Zeit braucht, um zu verdauen, was an der Preisfront passiert. Wenn die Preise steigen, wie es in den letzten Monaten aufgrund von Lieferengpässen der Fall war, dauert es einige Zeit, bis die Auswirkungen auf die Löhne spürbar werden. Dies liegt daran, dass es in der Regel Vertragslaufzeiten und Tarifverhandlungen gibt, die den Lohnsatz für einen bestimmten Zeitraum festlegen. Dies wird in den Lohnverhandlungen auch in der Regel re-

spektiert. Die Lohnerhöhungen nach der Pandemie stellen allerdings noch keine Reallohnkompensation dar. Das heißt, dass die höheren Preise die höheren Löhne aufgezehrt haben. Eine Kompensation kann nur dann stattfinden, wenn die Löhne über die Inflationsrate hinaussteigen. Es zeigt sich, dass die Bruttolöhne im Euroraum zuletzt deutlich anstiegen. Die Frage sei jedoch, ob die Lohnabschlüsse für eine normal fallende Volkswirtschaft zu groß ausfallen. Hohe Lohnabschlüsse können die Inflation anheizen und die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen beeinträchtigen.

Wenn man sich die Arbeitslosenquote vor der Covid-19 Pandemie anschaut, sieht man, dass sie deutlich höher ist als es jetzt der Fall ist, was dem typisch gewöhnten Zyklus einer Zinserhöhung widerspricht. Wenn die Zentralbank den Zinssatz erhöht, steigen die Kosten für Kredite und Hypotheken üblicherweise. Dadurch können Unternehmen und Haushalte weniger Kredite aufnehmen und weniger investieren, was zu einem Rückgang der Wirtschaftstätigkeit und zu einem Anstieg der Arbeitslosigkeit führen kann. Zudem führen höhere Zinsen zu einem starken Wechselkurs, wodurch Exporte teurer werden und somit die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen sinkt. Dies kann sich ebenfalls negativ auf den Arbeitsmarkt auswirken. Dieser Effekt würde dieses Mal ausfallen, da man es mit Arbeitsknappheit zu tun hat.

Herr Dr. Nagel verwies hierbei auf die konzertierte Aktion, die im September dieses Jahres stattfinden wird. Die konzertierte Aktion ist ein wichtiger Bestandteil des deutschen Modells der sozialen Marktwirtschaft und umfasst die Zusammenarbeit zwischen Staat, Wirtschaft und Gewerkschaften.

Herr Dr. Nagel ging im Folgenden auf die fünfte Zinserhöhung von 0.5 Prozentpunkten ein. Der Hauptrefinanzierungszins beträgt somit nun 3 %, während der Einlagezins bei 2.5 % liegt. Eine weitere Zinserhöhung war notwendig, um die Inflationsrate, welche 2022 im Jahresdurchschnitt bei 7.9 % lag, einzudämmen und um die Preisstabilität zu gewährleisten. Unter anderem sind auch die angestiegenen Nahrungsmittelpreise und die Industrierzeugnisse ohne Energie wesentliche Treiber der

Inflation. Besonders deutlich wird das Ausmaß der Inflation anhand der Kerninflationsrate, welche die Preisentwicklung ohne die Berücksichtigung der Energie- und Nahrungsmittelpreise misst. Die Kerninflationsrate lag im Januar 2023 bei 5.6 %. Dies zeigt, dass die Inflation nach wie vor auf einem hohen Niveau liegt. In den USA werden Zinssenkungen erst signalisiert, wenn die Kerninflationsrate erste Anzeichen einer möglichen Rückläufigkeit zeigt. Folglich sei laut Herrn Dr. Nagel noch viel zu tun, bevor entsprechende Signale gegeben werden könnten.

Nach aktuellen Prognosen wird sich der Euroraum erst gegen 2025 dem Inflationsziel von 2 % annähern. Allerdings haben sich solche Prognosen in der Vergangenheit oft als ungenau erwiesen, da die Modelle, die zur Erstellung der Prognosen genutzt werden, Schwierigkeiten haben, mit Strukturbrüchen wie einer Pandemie oder einem Krieg umzugehen. Infolgedessen gab es im EZB-Rat intensive Diskussionen darüber, inwieweit man diesen Modellen vertrauen sollte. Kritiker argumentieren, dass die Modelle zu starr seien und keine ausreichende Berücksichtigung von Ereignissen einer Pandemie oder geopolitischen Spannungen finden.

Ebenfalls wurde das sogenannte „Transmission Protection Instrument (TPI)“ angesprochen. Das TPI befähigt die Europäische Zentralbank dazu, gezielt und ohne Begrenzung Staatsanleihen einzelner Euro-Länder aufzukaufen, um die Kreditzinsen dieser Anleihen zu reduzieren. Eine „Fragmentierung“ der Eurozone könnte entstehen, wenn die Zinsen für Staatsanleihen einzelner Euro-Länder zu schnell ansteigen oder sich zu weit vom Zinssatz der Bundesanleihe entfernen. Dies könnte dazu führen, dass die „Transmission“ der geldpolitischen Maßnahmen der EZB in alle Euro-Länder nicht mehr sichergestellt ist. Um dieses Szenario vorzubeugen, ist eine Angleichung der Zinssätze für die Staatsanleihen der Euro-Länder erforderlich.

Insbesondere durch die Anleihenkäufe während der Phase der Niedriginflation hat die EZB ein umfangreiches geldpolitisches Portfolio aufgebaut. Aus diesem Grund war es laut Herrn Dr. Nagel wichtig, bereits im letzten Jahr ein Signal zu setzen, dass die Ankaufpro-

gramme vorerst gestoppt werden sollten. Nun wurde auch bestätigt, dass dieses Portfolio ab März über die kommenden Jahre zurückgeführt werden soll. Hierbei erwünscht er sich, die Geschwindigkeit der Rückführung des Portfolios zu erhöhen, um wieder zu normalen geldpolitischen Verhältnissen zurückzukehren. Die Rückführung der Anleihen-Portfolios ergänzt die Zinserhöhung, die auf der anderen Seite stattfindet. Herr Dr. Nagel hat jedoch aufgehört, daran zu glauben, dass eine Situation entstehen wird, die sowohl der geldpolitischen als auch dem politischen Handlungsspielraum gleicht, wie es vor der Finanzkrise der Fall war. Es werde eine intensive Diskussion darüber geben, wie der neue geldpolitische Handlungsrahmen aussehen wird. Es ist möglich, dass man möglicherweise in Zukunft das sogenannte Floor-System nutzen wird, bei dem man dauerhaft einen bestimmten Sockel an Überschussliquidität hat.

Es ist wahrscheinlich, dass die Bundesbank in zukünftigen Jahren Verluste ausweisen wird, wie es bereits in der Vergangenheit der Fall war. In den 70er-Jahren gab es insgesamt 7 Jahre mit Bundesbankverlusten, die auf den Zusammenbruch des sogenannten Brent Wood Systems zurückzuführen waren, welches den Übergang von fixen Wechselkursen zu flexiblen Wechselkursen markierte. Notenbanken haben die Fähigkeit und die Verpflichtung, Verluste zu verkraften und diese durch Verlustvorträge bilanziell zu verarbeiten. Dies unterstreicht die besondere Aufgabe der Bundesbank, unter schwierigen Bedingungen für Preisstabilität zu sorgen.

Nach dem Vortrag fand eine Diskussion mit dem Publikum statt und auch online konnten Zuhörer Fragen stellen.

Unter anderem wurde diskutiert, ob das TPI-Instrumentarium aufgrund der hohen Anleihebestände, die aufgrund der Einkaufsprogramme im Eurosystem aufgebaut wurden, problematisch sein könnten. Zunächst wurde darauf hingewiesen, dass Notenbanken anders ausgestattet sind als typische Geschäftsbanken und somit über andere Möglichkeiten verfügen. Historisch gesehen gab es bereits Notenbanken, die mit negativem Eigenkapital arbeiteten, wie zum Beispiel die Schweizer Nationalbank. Aus diesem Grund würde Herrn Dr. Na-

gel die Bewertung in der Bilanz keine Sorge machen, da dies Teil der Aufgaben einer Notenbank ist. Daher ist die Ausstattung der Notenbank mit einer bestimmten Unabhängigkeit auch wichtig. Das TPI ist seiner Ansicht nach somit mit einer angemessenen und sachgerechten Konditionalität ausgestattet.

Auch wurde thematisiert, ob Herr Dr. Nagel einen Zinsausblick geben könnte. Hierauf wurde betont, dass das Inflationbild weiterhin hartnäckig sei. Die Inflationsprognosen deuten auf eine Rückkehr zum Inflationsziel von 2 % gegen 2025 an. Dies gibt einen Hinweis darauf, wie die Geldpolitik gestaltet werden soll. Aus Herrn Dr. Nagels Sicht sollte der jetzige Kurs beibehalten werden. Neue Inflationzahlen werden ein klareres Bild liefern, aber es ist wichtig, nicht zu früh nachzulassen. Es sei entscheidend, den Fehler zu vermeiden, den Euroraum zu früh zu lockern. Solange die Inflation nicht in einem restriktiven Bereich liege, sollte man den Kurs beibehalten.

Der offizielle Teil der Veranstaltung wurde von Professor Dimpfl nach einer lebhaften Fragerunde beendet. Im Schloss der Universität Hohenheim fand der Abend dann sein Ende. Der Bundesbankpräsident schloss den Abend dort ab und tauschte sich noch in einigen persönlichen Gesprächen aus.

Wir möchten Herrn Dr. Nagel für seinen interessanten Vortrag danken und für seine Bereitschaft, an dieser Veranstaltung teilzunehmen und uns über die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank zu erzählen.

*Joris Klein, B. Sc. cand.*