



Märkte

Die letzte Meile

01.12.2023 - Julian Marx

In der Eurozone scheint das Inflationsziel von zwei Prozent wieder in Sichtweite. Doch Bundesbankpräsident Joachim Nagel möchte die „Weihnachtsplätzchen noch im Ofen lassen“. Eine Bestandsaufnahme.

In Deutschland geht es „bergab“ mit den Preissteigerungen. Um nur noch 3,2 Prozent stiegen die Verbraucherpreise im November 2023 im Vergleich zum Vorjahresmonat. [Noch im August wies das Statistische Bundesamt einen Preisanstieg von rund sechs Prozent gegenüber dem Vorjahr aus.](#)

Damit erhärtet sich der Eindruck, dass sich der Preisauftrieb in den vergangenen Monaten weiter abschwächte. Wer daraus allerdings zeitnahe Zinssenkungen ableitet, [könnte einem Irrglauben unterliegen](#). Oder wie Bundesbankpräsident Nagel es formulierte: „Das wäre so, als würde man den Ofen ausschalten, bevor die Weihnachtsplätzchen fertig gebacken sind. Wenn man merkt, dass sie nicht durchgebacken sind, muss man den Backofen erst wieder aufheizen und verbraucht am Ende viel mehr Strom.“

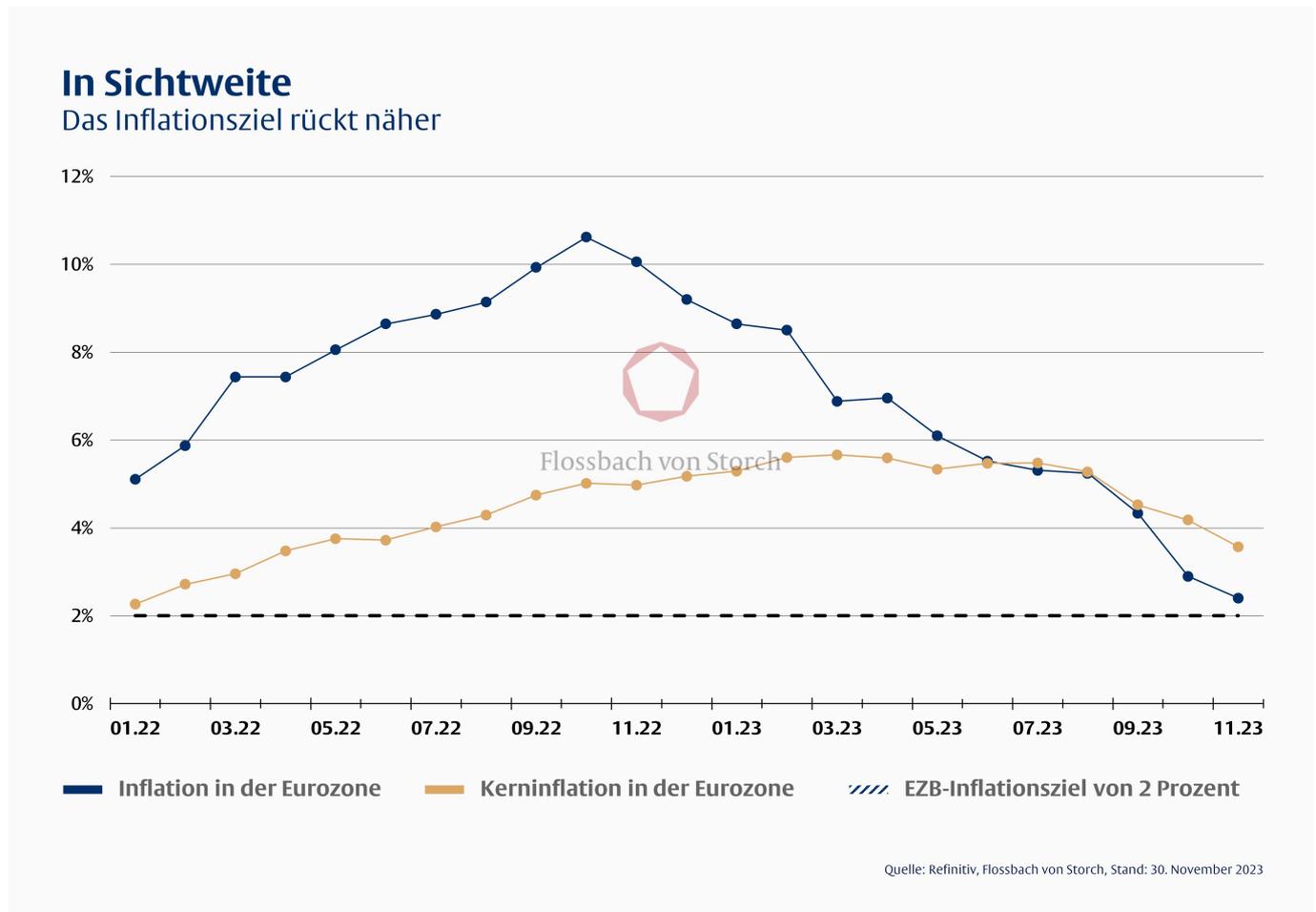
Der Backofen bleibt heiß

Kurzum: Die geldpolitische Stoßrichtung dürfte uns nach Ansicht des Bundesbankpräsidenten noch eine Weile erhalten bleiben. Denn die Gefahren einer zu frühen Lockerung der derzeit restriktiven Geldpolitik sind vielfältig. Zum einen ist [das Inflationsziel von zwei Prozent](#) zwar wieder in Sichtweite, allerdings ist eine nachhaltige Zielerreichung nicht ansatzweise sichergestellt.

Beispielsweise wurde die November-Inflation in der Eurozone in Höhe von 2,4 Prozent auch von einem



Basiseffekt bei den Energiepreisen begünstigt, die im Jahresvergleich um 11,5 Prozent rückläufig waren. Zudem liegt Kerninflationsrate mit 3,6 Prozent im November noch immer deutlich oberhalb des Inflationsziels (vgl. Grafik 1). Der zugrunde liegende Inflationsdruck befindet sich also unverändert auf einem erhöhten Niveau.



Insofern könnte eine frühzeitige Lockerung der Geldpolitik auch eine fatale Signalwirkung entfalten und in steigenden Inflationserwartungen münden. Ein Szenario, das es mit Blick auf die angestrebte Preisstabilität unbedingt zu vermeiden gilt.

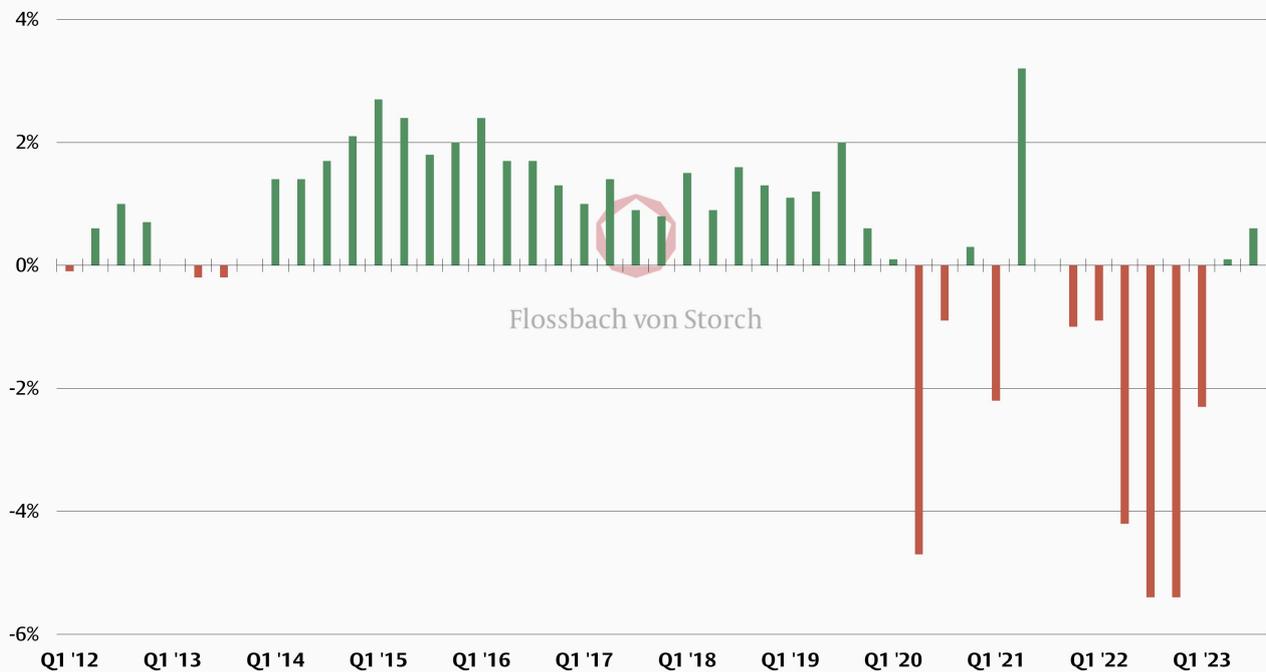
Zumal der Aufwärtsdruck bei Löhnen in den kommenden Quartalen ohnehin erhöht bleiben dürfte. Schließlich spricht der erhebliche Reallohnverlust der vergangenen Jahre für einen gewissen Aufholbedarf bei Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern (vgl. Grafik 2). Die Europäische Zentralbank dürfte daher kein Interesse daran haben, den Backofen voreilig abkühlen lassen.

Wie lange die restriktive Geldpolitik letztlich aufrechterhalten werden kann und muss, lässt sich allerdings nicht vorhersagen.



Nachholbedarf bei den Reallöhnen

Prozentuale Entwicklung der Reallöhne in Deutschland gegenüber dem Vorjahresquartal



Quelle: Destatis, Flossbach von Storch, Stand: 30. November 2023

Es kann nichtsdestotrotz hilfreich sein, sich die Funktionsweise des geldpolitischen Transmissionsmechanismus in Erinnerung zu rufen:

- Zuallererst wirkt eine geldpolitische Straffung auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen durch. Hier wurden bereits große Fortschritte erzielt. So ist [die durchschnittliche Zinsbelastung auf ausstehende Unternehmenskredite](#) in der Eurozone von rund 1,6 Prozent per Dezember 2021 auf zuletzt 3,8 Prozent im September 2023 angestiegen.
- Im zweiten Schritt wirken die gestiegenen Kreditkosten unausweichlich auch auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durch. Dieser Prozess ist derzeit noch im Gange und verstärkt sich über die Zeit, wobei einige Ausläufer der geldpolitischen Maßnahmen bereits heute offenkundig sind. Besonders deutlich wird dies im Wohnungsbau, wo die Zahl genehmigter Wohnungen in Deutschland von Januar bis September 2023 um 28 Prozent gegenüber dem Vorjahreszeitraum gesunken ist.
- Im dritten Schritt wirkt sich die Konjunkturabkühlung auch auf die Preisentwicklung aus. Die sich abschwächende Inflationsdynamik deutet bereits darauf hin, dass die geldpolitischen Maßnahmen eine spürbare Wirkung entfaltet haben.

[Bis allerdings ein nachhaltiges Erreichen des Inflationsziels gegeben ist, können durchaus noch Jahre vergehen.](#) Im September prognostizierten die Euro-Währungshüter, dass die Inflation in der Eurozone im kommenden Jahr bei durchschnittlich 3,2 Prozent liegen könnte. Erwartete Lohnsteigerungen dürften sich zu einem gewissen Grad auf die Preise auswirken und ihren Teil zu diesen Inflationsschätzungen beitragen.



„Das wäre so, als würde man den Ofen ausschalten, bevor die Weihnachtsplätzchen fertig gebacken sind. Wenn man merkt, dass sie nicht durchgebacken sind, muss man den Backofen erst wieder aufheizen und verbraucht am Ende viel mehr Strom.“ - Joachim Nagel

Daher ist vermutlich Geduld gefragt. Ob die Notenbanker diese aufbringen können und die restriktive Geldpolitik lange genug aufrechterhalten?

Als die Inflationsraten noch vor ein paar Jahren zu niedrig waren, hatten sie „Geduld“. Sie hielten über Jahre am Null- und Negativzinsumfeld fest und experimentierten mit billionenschweren Staatsanleihekäufen. Seinerzeit stabilisierten sie die Finanzlage von Haushalten, Unternehmen und Staaten aber auch durch günstige Refinanzierungsbedingungen. Die heutige Geldpolitik wirkt genau entgegengesetzt. Umso mehr gilt es, auf der letzten Meile Stehvermögen zu beweisen.



Über die verfassende Person

Julian Marx

Research Analyst bei der Flossbach von Storch SE.

RECHTLICHER HINWEIS

Diese Veröffentlichung dient unter anderem als Werbemitteilung.

Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen von Flossbach von Storch zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Zukunftserwartung von Flossbach von Storch wider, können aber erheblich von den tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnissen abweichen. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück.

Mit dieser Veröffentlichung wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Sie ersetzen unter anderem keine individuelle Anlageberatung.

Diese Veröffentlichung unterliegt urheber-, marken- und gewerblichen Schutzrechten. Eine Vervielfältigung, Verbreitung, Bereithaltung zum Abruf oder Online-Zugänglichmachung (Übernahme in andere Webseite) der Veröffentlichung ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung von Flossbach von Storch zulässig.

Angaben zu historischen Wertentwicklungen sind kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

© 2024 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.