



Zinsen gegen Ölpreise: Greift die EZB zum falschen Instrument?

Michael Fiedler

Am 10. September dürfte die Europäische Zentralbank den Einlagensatz erneut anheben. Der Markt rechnet fest mit dem Schritt – obwohl der jüngste Inflationsschub vor allem von den Energiepreisen kommt und die Konjunktur schwach bleibt. Jörg Held von ETHENEA hält eine weitere Straffung deshalb für falsch. Doch ganz so einfach ist der Fall nicht: Entscheidend ist, ob aus teurer Energie eine breitere Inflation entsteht.

3,3 Prozent Inflation – aber 14,3 Prozent bei Energie

Auf den ersten Blick sprechen die aktuellen Zahlen durchaus für die Falken im EZB-Rat. Die Inflationsrate im Euroraum stieg nach einer ersten Eurostat-Schätzung von 2,9 Prozent im Juli auf 3,3 Prozent im August. Der Blick unter die Oberfläche verändert das Bild jedoch erheblich. Energie verteuerte sich gegenüber dem Vorjahresmonat um 14,3 Prozent. Im Juli hatte die Rate noch bei 10,3 Prozent gelegen. Ohne Energie betrug die Inflation im August dagegen lediglich 2,2 Prozent. Die Kerninflation ohne Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak sank sogar leicht von 2,5 auf 2,4 Prozent. Auch bei Dienstleistungen ging die Teuerungsrate von 3,3 auf 3,0 Prozent zurück. Der jüngste Sprung der Gesamtinflation ist damit zu einem erheblichen Teil Folge höherer Energiepreise. Held formuliert seine Kritik entsprechend drastisch: „Nur hat das mit geldpolitischer Straffung ungefähr so viel zu tun wie ein Regenschirm mit der

Bekämpfung eines Erdbebens.“ Der Vergleich ist polemisch – trifft aber einen realen Zielkonflikt. Höhere Leitzinsen produzieren weder zusätzliches Öl noch öffnen sie blockierte Transportwege. Die EZB kann die unmittelbare Ursache eines importierten Energiepreisschocks nicht beseitigen.

Die EZB sieht das Problem selbst

Bemerkenswert ist, dass diese Diagnose keineswegs nur von Kritikern der Zentralbank stammt. Auch die EZB führt den gegenwärtigen Inflationsanstieg wesentlich auf höhere Energiepreise infolge des Krieges im Nahen Osten zurück. In ihren Juni-Projektionen unterstellt sie im Basisszenario sogar, dass die Energiepreise im Verlauf der kommenden Quartale wieder vergleichsweise schnell sinken. Für 2026 erwartet die EZB im Basisszenario lediglich 0,8 Prozent Wirtschaftswachstum im Euroraum. Gleichzeitig soll die Inflation zunächst hoch bleiben und im dritten und vierten Quartal 3,4 Prozent erreichen. Wesentliche Ursache ist auch dort die Energiekomponente. Noch interessanter ist die Prognose für die Zeit danach: Sinkende

Energiepreise und Basiseffekte sollen die Energieinflation 2027 deutlich zurückdrängen. Die Zentralbank weiß also, dass sie es zumindest zu einem erheblichen Teil mit einem Angebotsschock zu tun hat, der sich wieder abschwächen könnte. Warum erhöht sie dann überhaupt die Zinsen?

Der eigentliche Gegner heißt Zweitrundeneffekt

Die Antwort liegt nicht beim Ölpreis selbst, sondern bei dem, was aus ihm entstehen könnte. Steigende Energiepreise verteuern Transport, Produktion und zahlreiche Dienstleistungen. Unternehmen können versuchen, diese Kosten weiterzugeben. Beschäftigte wiederum können angesichts steigender Lebenshaltungskosten höhere Löhne verlangen. Werden daraus erneut höhere Preise, kann sich ein zunächst äußerer Preisschock in der Volkswirtschaft festsetzen. Genau diese indirekten Effekte und Zweitrundeneffekte gehören deshalb zu den Größen, die die EZB beobachtet. Auch ihre eigenen Projektionen rechnen damit, dass höhere Energiepreise allmählich auf andere Verbraucherpreise durchschlagen. Allerdings erwartet die Zentralbank diese Effekte bislang deutlich schwächer als während der Inflationswelle der Jahre 2021 bis 2024. Dafür nennt sie mehrere Gründe: Der aktuelle Energieschock ist kleiner, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage schwächer und Lieferengpässe sind weniger verbreitet.

Held setzt genau hier an. „Man erhöht traditionell nicht in einen Angebotsschock hinein, außer es zeigen sich handfeste Zweitrundeneffekte“, argumentiert er. Solche Effekte seien in den aktuellen Daten trotz erhöhter Kerninflation bislang nicht ausreichend erkennbar. Die August-Zahlen liefern seiner Position zumindest Argumente: Während die Gesamtinflation deutlich steigt, gehen Kern- und Dienstleistungsinflation zurück. Eine Entwarnung ist das allerdings ebenfalls nicht. Je länger Energiepreise hoch bleiben, desto größer wird das Risiko, dass sie sich auf Inflationserwartungen, Lohnforderungen und andere Preise übertragen.

Wie viel Zinserhöhung verträgt die Konjunktur?

Damit kommt die zweite Seite der Rechnung ins Spiel. Höhere Zinsen wirken gerade deshalb gegen Inflation, weil sie Nachfrage bremsen: Kredite verteuern sich, Investitionen werden weniger attraktiv und Finanzierungskosten steigen. Was bei einer überhitzten Wirtschaft erwünscht sein kann, birgt bei schwachem Wachstum ein anderes Risiko. Im zweiten Quartal 2026 wuchs das Bruttoinlandsprodukt

gegenüber dem Vorquartal um 0,4 Prozent im Euroraum und um 0,5 Prozent in der Europäischen Union. Für das Gesamtjahr sind die Aussichten deutlich verhaltener. Die Europäische Kommission erwartet für den Euroraum nur noch 0,9 Prozent Wachstum. Die EZB selbst ist mit 0,8 Prozent sogar etwas pessimistischer. „Eine Notenbank, die in dieser Lage die Zinsbremse zieht, trifft nicht eine überhitzte Wirtschaft, sondern sie schwächt eine ohnehin schon lahrende Konjunktur“, warnt Held. Genau darin liegt das Risiko der kommenden Entscheidung: Die EZB könnte mit höheren Finanzierungskosten auf einen Inflationsschub reagieren, dessen Ursache außerhalb ihres Einflussbereichs liegt – und dabei jene Teile der Wirtschaft bremsen, auf die ihre Geldpolitik sehr wohl wirkt.

Die Erinnerung an 2011

Der Konflikt hat zudem einen historischen Vorläufer. 2011 erhöhte die EZB zweimal die Zinsen, während steigende Energiepreise die Inflation nach oben trieben und sich die wirtschaftliche Lage bereits eintrübte. Wenige Monate später musste sie den Kurs wieder umkehren. Heute gilt diese Episode vielen Geldpolitikern und Ökonomen als warnendes Beispiel dafür, wie problematisch es sein kann, auf einen Angebotsschock mit einer Straffung der Geldpolitik zu reagieren. Die Parallele ist zumindest auffällig: Sollte die EZB im September erneut erhöhen, wäre es nach der Zinserhöhung im Juni bereits der zweite Schritt des aktuellen Straffungszyklus. Gleichzeitig erwarten 91 Prozent der von Reuters befragten Ökonomen, dass der Einlagensatz das Jahr bei 2,50 Prozent beendet. Die Mehrheit rechnet also gerade nicht mit einer längeren Serie weiterer Erhöhungen. Der Markt ist etwas skeptischer. Dort wird auch ein weiterer Zinsschritt später im Jahr noch eingepreist.

Ist die EZB wirklich nicht mehr „datenabhängig“?

Held geht in seiner Kritik noch einen Schritt weiter. Wenn eine Zinserhöhung bereits mit nahezu hundertprozentiger Wahrscheinlichkeit erwartet werde, habe EZB-Präsidentin Christine Lagarde ihre häufig verwendete Formel einer datenabhängigen Geldpolitik ohne Vorfestlegung faktisch selbst entwertet. Ganz trägt dieser Vorwurf allerdings nicht. Die EZB betont weiterhin ausdrücklich, dass sie ihre Entscheidungen datenabhängig und von Sitzung zu Sitzung treffen will. Auch eine sehr hohe Markterwartung bedeutet zunächst nur, dass Investoren und Ökonomen die Signale der Notenbank entsprechend interpretieren. Sie ist keine formale Vorfestlegung des EZB-Rats. Gerade

deshalb wird die Sitzung am 10. September jedoch interessant. Wenn eine Zinserhöhung trotz sinkender Kerninflation, nachlassender Dienstleistungsinflation und schwacher Wachstumsaussichten erfolgt, muss die EZB erklären, welches Risiko sie höher gewichtet: die Gefahr, dass sich der Energiepreisschock in der übrigen Wirtschaft festsetzt – oder die Gefahr, mit höheren Zinsen eine ohnehin fragile Konjunktur zusätzlich zu bremsen.

Der Zinshammer trifft nicht den Ölpreis

Held hat für seine Antwort ein einprägsames Bild gewählt. Die EZB solle dem Energiepreisschock Zeit geben, sich als vorübergehend zu erweisen, „statt mit dem Zinshammer auf ein Problem einzuschlagen, das sie gar nicht lösen kann“. Ganz trifft der Hammer tatsächlich nicht daneben – aber eben auch nicht den Ölpreis. Geldpolitik kann verhindern wollen, dass aus einem Energiepreisschock eine dauerhafte, breit verankerte Inflation entsteht. Dafür muss sie jedoch akzeptieren, dass höhere Zinsen gleichzeitig Investitionen, Kreditnachfrage und Wachstum belasten. Die entscheidende Frage vor dem 10. September lautet deshalb nicht, ob 3,3 Prozent Inflation zu hoch sind. Das sind sie gemessen am Ziel der EZB eindeutig. Entscheidend ist, welche Inflationsursachen die EZB mit höheren Zinsen tatsächlich bekämpfen kann – und wie viel wirtschaftlichen Schaden sie dafür in Kauf nehmen sollte.

Versicherungs- und Finanznachrichten

expertenReport



<https://www.experten.de/id/4951712/Zinsen-gegen-Oelpreise-Greift-die-EZB-zum-falschen-Instrument/>