

**2.11.2022**

**“Inflation ist bei den Deutschen eine der größten Sorgen”**

Gemeinsames Interview mit den Präsidenten der Bundesbank und der Banco de España

Version veröffentlicht in der Frankfurter Allgemeine Zeitung

---

**Frage: Herr Nagel, Herr Hernández de Cos, die EZB hat die Zinsen jetzt um weitere 0,75 Prozentpunkte erhöht. Stimmen Sie darin überein, dass die EZB die Zinsen weiter anheben muss?**

**Nagel:** Der Beschluss des EZB-Rats in der Oktober-Sitzung war sehr wichtig in einer Situation, in der die Inflation im Euroraum bei 10,7 Prozent liegt – was viel zu hoch ist. Ich bin überzeugt davon, dass dies nicht das Ende der Zinserhöhungen ist. Es ist immer noch ein langer Weg. Denn die Inflation ist hartnäckig. Wenn wir sie überwinden wollen, muss die Geldpolitik noch hartnäckiger sein.

**Hernández de Cos:** Wir haben erhebliche Fortschritte bei der Rücknahme der geldpolitischen Akkommodierung erzielt. Aber wir müssen die Zinssätze auf ein Niveau bringen, das die Rückkehr der Inflation zu unserem mittelfristigen Zielwert von 2 Prozent ermöglicht. Und hier sind wir noch nicht am Ende angelangt.

**F: Haben Sie keine Angst, dass sich die großen Zinsschritte der EZB nur begrenzt auf die Inflation auswirken könnten, die vor allem durch exogene Faktoren wie den Krieg getrieben wird, dass sie aber eine Rezession maßgeblich begünstigen könnten? Wie sehen Sie es, dass politische Entscheidungsträger wie Macron oder Meloni diese Sorge öffentlich äußern?**

**Nagel:** Das Mandat des Eurosystems und somit des EZB-Rats ist ganz klar: Preisstabilität. Wir müssen die hohe Inflation bekämpfen. Deshalb wurde den Zentralbanken Unabhängigkeit von der Politik gewährt. Wir machen unsere Arbeit - und unsere Arbeit ist noch nicht getan.

**Hernández de Cos:** Ein erheblicher Teil der Schocks, die die Inflation in Europa antreiben, ist auf angebotsseitige Faktoren zurückzuführen. Aber es gibt auch eine Nachfragekomponente. Außerdem sind Ausmaß und Dauer des Inflationsschubs außergewöhnlich und der Preisdruck hat sich auf den Rest des Warenkorbs ausgebreitet. Das erhöht die Wahrscheinlichkeit von Zweitrundeneffekten. All diese Faktoren finden in unseren Beschlüssen Berücksichtigung. Mit Blick auf die Zukunft werden wir unsere früheren Entscheidungen berücksichtigen – ebenso wie den Umstand, dass diese erst

---

verzögert auf die Konjunktur und Inflation durchwirken. Und natürlich werden unsere künftigen Beschlüsse von den Inflationsprognosen abhängen. Diese hängen wiederum von den Konjunkturaussichten ab und damit auch, wie wir derzeit beobachten, von der höheren Wahrscheinlichkeit einer Rezession.

**F: Hat die EZB Fehler gemacht? Hätte sie früher reagieren sollen?**

**Hernández de Cos:** Die Schocks, die den Euroraum getroffen haben, unterscheiden sich von jenen, die auf die US- Wirtschaft wirken. So sind nahezu 75 Prozent des Inflationsanstiegs im Euroraum auf die direkten und indirekten Auswirkungen höherer Preise für Energie und Nahrungsmittel zurückzuführen. Deshalb hat die EZB anders reagiert. Und trotz des sprunghaften Anstiegs der Inflation sind die langfristigen Inflationserwartungen nach wie vor fest verankert, was meines Erachtens unter Beweis stellt, dass unsere Reaktion angemessen war.

**Nagel:** Wie Pablo schon angeführt hat, hat der Preisdruck im Euroraum an Breite gewonnen: nicht nur Energie und Lebensmittel sind deutlich teurer geworden, sondern Waren und Dienstleistungen im Allgemeinen. Die Kerninflation ist im Oktober auf einen Wert von 5,0 Prozent gestiegen. Die Inflation könnte sich verfestigen. Und es besteht die Gefahr, dass die langfristigen Inflationserwartungen von unserem Inflationsziel von 2 Prozent abdriften. Nun gilt es, entschlossen zu handeln, wie wir dies auch auf den letzten drei Sitzungen getan haben.

**F. Sie sagten, dass sich die Triebkräfte der Inflation in Europa von jenen in den Vereinigten Staaten unterscheiden. Versucht die EZB aber nicht, gegenüber der Federal Reserve oder der Bank of England aufzuholen? Anders ausgedrückt: Geht die EZB jetzt nicht zu schnell voran? Und was genau ist das Ziel: Strebt die EZB einen neutralen Zinssatz an oder einen Zinssatz, der eine konjunkturelle Abkühlung zur Folge hat, um so die Inflation in den Griff zu bekommen?**

**Hernández de Cos:** Die EZB handelt unabhängig, und zwar auf der Grundlage ihrer eigenen Einschätzung der Inflations- und Konjunkturaussichten im Euroraum, die natürlich auch von der weltwirtschaftlichen Entwicklung abhängen. Gehen wir zu schnell vor? Um beurteilen zu können, wie schnell wir reagieren, müssen Sie den Ursprung der Schocks berücksichtigen, aber auch die Höhe und die Dauer des Inflationsschubs. Und Sie müssen der Tatsache Rechnung tragen, dass das Ausmaß der geldpolitischen Akkommodierung, von dem wir ausgegangen sind, außerordentlich hoch war.

**Nagel:** Es gibt keine Aufholjagd gegenüber anderen Zentralbanken. Wir tun, was nötig ist, um Preisstabilität im Euroraum wiederherzustellen. Das ist unsere Aufgabe und zugleich der beste Beitrag, den die Geldpolitik zum Wohl von Familien, Beschäftigten und Unternehmen leisten kann. Wenn wir jetzt nicht entschlossen handeln, würde die Inflation umso länger hoch bleiben. Später wäre es wesentlich schwieriger, sie wieder einzufangen. Und die Schäden wären außerdem größer.

**F. Wie weit wird die EZB die Zinsen erhöhen? Früher einmal hieß es, das Konzept eines neutralen Zinssatzes, bei dem von der Geldpolitik weder stützende noch drosselnde Impulse ausgehen, sei in einem heterogenen Währungsraum wie dem Euroraum nicht**

**sinnvoll. Dann tauchte es plötzlich in der Kommunikation der EZB auf. Und nun scheint es wieder in der Versenkung verschwunden zu sein...**

**Hernández de Cos:** Niemand weiß, wie weit wir die Zinsen anheben müssen. Denn die Unsicherheit über die wirtschaftlichen Aussichten, die unter anderem vom Verlauf des Krieges in der Ukraine abhängen, ist enorm hoch. Wir werden die Zinssätze auf ein Niveau bringen, das die Rückkehr der Inflation zu unserem mittelfristigen Zielwert von 2 Prozent ermöglicht. Ich habe kürzlich eine Rede in Bilbao gehalten, in der ich einen, wie ich fand, wertvollen Hinweis gegeben habe, wo dieser zielkompatible Zinssatz meines Erachtens liegt. Auch hier lautet die wichtigste Erkenntnis wieder, dass wir noch ein gutes Stück Weg vor uns haben. Doch dies hängt von den Inflationsaussichten ab und ist dementsprechend datengetrieben. Was den neutralen Zinssatz anbelangt, so sehe ich ihn als Kommunikationsinstrument. Wenn man ihn mit den derzeitigen Zinsen vergleicht, kann man Rückschlüsse darauf ziehen, ob wir uns schon in einem mehr oder weniger restriktiven Bereich befinden.

**Nagel:** Der neutrale Zinssatz kann uns dabei helfen abzuschätzen, ob die Geldpolitik bereits dazu beiträgt, die Inflation einzudämmen oder nicht. In einem Umfeld sehr großer Unsicherheit gibt es aber einen Unterschied zwischen Theorie und geldpolitischer Praxis. Und letzten Endes zielen wir nicht auf Zinssätze ab: Wir haben ein Inflationsziel. Wir werden die Zinsen in dem Umfang erhöhen, der erforderlich ist, um die Inflation wieder sicher auf einen Pfad zurück zu unserem 2-Prozent-Ziel zu bringen.

**F: Präsidentin Lagarde hat gesagt, dass Sie auf Ihrer Sitzung im Dezember die Grundsätze erörtern werden, um den Abbau des Portfolios aus dem Anleihekaufprogramm APP in die Wege zu leiten. Könnten Sie bitte umreißen, wie Sie diesen Prozess sehen und wie diese Grundsätze und das Tempo des Portfolioabbaus aussehen sollten? Mit welchen Vorstellungen gehen Sie an diesen wichtigen geldpolitischen Faktor heran?**

**Hernández de Cos:** An einem gewissen Punkt müssen wir mit dem Abbau unseres APP-Portfolios anfangen. Über die wesentlichen Grundsätze dafür werden wir im Dezember entscheiden. Meiner Ansicht nach müssen wir dies mit großer Umsicht und ganz allmählich tun. Vor allem, weil wir nicht viel Evidenz zu den Auswirkungen haben. Zunächst müssen wir Rückschlüsse aus der Bilanzverkürzung ziehen, die aus dem Beschluss folgt, die Bedingungen für die Banken-Langfristkredite TLTRO zu ändern. Außerdem werden wir die Verringerung des APP-Bestands im Zusammenhang mit unserem Zinspfad betrachten müssen, um finanzielle Bedingungen zu schaffen, die mit dem Erreichen unseres Inflationsziels vereinbar sind.

**Nagel:** Aus meiner Sicht ist es sehr wichtig, dass wir diese Diskussion über unsere Bilanz führen. Bei der Inflationsbekämpfung muss auch das Anleiheportfolio berücksichtigt werden, das in den vergangenen Jahren massiv angewachsen ist. Wir reden inzwischen von Anleihebeständen im Umfang von annähernd fünf Billionen Euro. Wir wollen die Geldpolitik normalisieren. Und dabei sollten wir alle Instrumente nutzen, die uns zur Verfügung stehen. Wir sollten Anfang nächsten Jahres damit beginnen, unser Anleiheportfolio zu verkleinern – zum Beispiel über ein marktschonendes Auslaufenlassen bestehender Anleihen.

**F: Herr Nagel, hätte die Bundesbank die Zinsen gern frühzeitiger angehoben, wie in den 1970er-Jahren, um damit zweistellige Inflationsraten zu verhindern, so wie sie es damals tat?**

**Nagel:** Mir geht es darum, die Geldpolitik für den gesamten Euroraum mitzugestalten. Wir haben im EZB-Rat gute Diskussionen geführt und größtenteils Lösungen im Konsens gefunden. Man kann die Inflation in den Siebzigerjahren nach den Ölpreisschocks nicht eins zu eins mit der heutigen Situation vergleichen. Doch eines ist dabei wichtig: Unsere Geldpolitik steht in der bewährten Tradition der Bundesbank. Es ist unser gemeinsames Ziel der Preisstabilität, das uns bei den Entscheidungen im EZB-Rat leitet.

**F: Während die EZB die geldpolitische Akkommodierung immer weiter zurückfährt, um die Inflation einzudämmen, arbeiten die nationalen Regierungen an umfangreichen Fiskalpaketen, die Ihrer Politik im Grunde zuwiderlaufen. Die EZB spricht sich dafür aus, dass diese Pakete zeitlich befristet, zielgerichtet und genau auf den jeweiligen Zweck zugeschnitten sein sollten. Wie gut passt das, was Sie sehen, in dieses Konzept – vor allem das deutsche 200-Milliarden-Paket? Wie besorgt sind Sie, dass diese Maßnahmen dazu beitragen könnten, eine sich selbst verstärkende Inflationsspirale auszulösen?**

**Nagel:** Für Deutschland erwarten wir trotz dieses 200-Milliarden-Pakets weder für das laufende noch für das kommende Jahr eine nennenswerte Veränderung der Defizitquote. Die Steuereinnahmen sind hoch, und die pandemiebedingten Maßnahmen laufen aus. Die 200 Milliarden Euro verteilen sich über mehrere Jahre, stellen eine Obergrenze dar und sollen zum Teil der Besteuerung unterliegen. Die Vorschläge der Expertenkommission untergraben die Anreize zum Energiesparen nicht. Wie sich auch in der Pressekonferenz zur IWF-Jahrestagung gezeigt hat, haben der deutsche Finanzminister und ich dasselbe Verständnis davon, welche Rolle die Geldpolitik und die Finanzpolitik bei der Inflationsbekämpfung spielen. Das Eurosystem ist dafür verantwortlich, die Preisstabilität wiederherzustellen. Die Regierungen können auch einen Beitrag dazu leisten, indem sie zielgerichtete Unterstützungsmaßnahmen aufsetzen, die die Inflation nicht anheizen.

**Hernández de Cos:** Wir setzen uns für gezielte finanzpolitische Maßnahmen ein. Der Europäische Fiskalausschuss ist jedoch der Ansicht, dass ein wesentlicher Teil der Maßnahmen nicht zielgerichtet ist. Ein allgemeiner Fiskalimpuls würde den Inflationsdruck erhöhen, sodass die Geldpolitik umso stärker reagieren müsste. Zudem stellen die Investitionsprojekte im Rahmen des Programms „Next Generation EU“ bereits einen beträchtlichen fiskalischen Impuls dar. Mit anderen Worten: Es ist von größter Bedeutung, dass Finanzpolitik und Geldpolitik konsistent sind. Finanzpolitische Maßnahmen sollten zudem zeitlich befristet sein, um die Haushaltsungleichgewichte in einer Zeit, in der die meisten verschuldeten Länder die Tragfähigkeit ihrer Finanzen stärken sollten, nicht zu verschärfen. Ich setze mich auch für eine europäische Antwort ein, die Ausdruck von Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten ist und das Funktionieren unseres Binnenmarkts garantiert. Eines ist jedoch klar: Das Beste, was die Wirtschaftspolitik tun kann, um den aktuellen Angebotsschocks zu begegnen, ist die Umsetzung von Strukturreformen, und zwar auch im Energiesektor.

## **F: Nehmen die Spanier und die Deutschen die Inflation unterschiedlich wahr?**

**Hernández de Cos:** Nein, das glaube ich nicht. Die Inflation bereitet den Bürgerinnen und Bürgern in Spanien große Sorgen und setzt zudem vor allem den finanziell schwächsten Bevölkerungsgruppen zu. Es gibt jedoch eine Besonderheit: Die Verbraucherpreise für Energie reagieren in Spanien besonders schnell auf die internationale Energiepreisentwicklung. Deshalb ist die Inflation im vergangenen Jahr sehr rasch gestiegen. Die jüngste Abschwächung der Teuerung von über 10 Prozent im August auf 7,3 Prozent im Oktober lässt sich ebenfalls dadurch erklären, dass die globalen Energiepreise zuletzt gesunken sind.

**Nagel:** Die Inflation ist auch bei den Deutschen derzeit eine der größten Sorgen – ganz gleich, mit wem Sie sprechen. Allen bereiten die kommenden Gas- und Stromrechnungen und steigenden Nahrungsmittelpreise Kopfzerbrechen. Am schwersten betroffen sind aber die Schwächsten in der Gesellschaft, genau wie in Spanien und auch in anderen Ländern. Oft haben Familien mit niedrigem Einkommen keine Ersparnisse, auf die sie zurückgreifen können. Und sie haben mit noch höheren Inflationsraten zu kämpfen als andere. Denn ein größerer Anteil ihrer Ausgaben entfällt auf die Bereiche, in denen die Preise am stärksten gestiegen sind, nämlich Heizen und Nahrungsmittel. Inflation hat immer diese soziale Dimension. Umso wichtiger ist es, wieder für Preisstabilität zu sorgen.

**F: Mit Blick auf das wirtschaftliche Szenario lässt sich kaum ausschließen, dass es irgendwann zu Turbulenzen am Anleihemarkt kommen könnte. Die EZB hat das TPI eingeführt, aber keine klaren Grundsätze für die Aktivierung des Mechanismus definiert. Wie sehen Sie das? Welche Kriterien müssen erfüllt sein, damit das Instrument aktiviert werden kann? Und befürchten Sie, dass es schwierig sein könnte, im EZB-Rat einen Konsens zu finden, sollte das Thema irgendwann aktuell werden?**

**Hernández de Cos:** Wir haben die Einführung des Transmission Protection Instrument (TPI) einstimmig beschlossen und sind bereit, das Instrument bei Bedarf zu aktivieren. Diese Entscheidung beruht auf unserer Überzeugung, dass die Einheitlichkeit unserer Geldpolitik eine Voraussetzung für die Erfüllung unseres Preisstabilitäts-Mandats ist. Wir würden das Instrument dann aktivieren, wenn wir eine ungerechtfertigte und ungeordnete Marktentwicklung beobachten, die eine ernsthafte Bedrohung für die Transmission der Geldpolitik im Euroraum darstellt. Wir haben zudem betont, dass es Kriterien gibt, die mit der Schuldenragfähigkeit zu tun haben und damit, inwieweit die Länder das finanz- und wirtschaftspolitische Regelwerk der EU – einschließlich der Fiskalregeln – einhalten.

**Nagel:** Ergänzend zu Pablos Ausführungen möchte ich gerne drei Punkte betonen. Erstens stehen wir bereit, das TPI anzuwenden, sollte dies erforderlich sein, und zwar auf der Grundlage geeigneter Kriterien. Zweitens, falls das TPI aktiviert würde, dann ausschließlich zu einem einzigen Zweck, nämlich um unser Preisstabilitäts-Mandat zu erfüllen. Drittens zielt das TPI nicht darauf ab, günstige Finanzierungsbedingungen für die Regierungen zu schaffen. Es geht ausnahmslos um unser Preisstabilitäts-Ziel. Es ist Aufgabe der Regierungen, für solide Staatsfinanzen zu sorgen.

**F: Welche Rolle spielen die Zinssätze in Spanien und Deutschland für Sparerinnen und Sparer oder für den Erwerb von Wohnimmobilien?**

**Hernández de Cos:** Ein wichtiger Unterschied zwischen unseren beiden Ländern besteht darin, dass in Spanien rund 75 Prozent der Wohnungsbaukredite einen variablen Zinssatz aufweisen und der Referenzzinssatz seit Dezember um mehr als 300 Basispunkte gestiegen ist. Für Spanien ergibt sich somit eine schnellere Übertragung der Geldpolitik der EZB.

**Nagel:** In Deutschland sind die Zinsen der meisten Immobilienkredite für einen langen Zeitraum festgelegt. Bei bestehenden Krediten wird sich die Zinswende also erst später bemerkbar machen. Wer jetzt ein Haus bauen oder kaufen möchte, bekommt allerdings die höheren Zinsen zu spüren. Andererseits kommt es Sparerinnen und Sparer zugute, dass die Zinsen steigen. Höhere Zinsen sind in jedem Fall notwendig, um die Inflation zu senken.

**F: Der Chefökonom der EZB hat an die Regierungen im Euroraum appelliert, reiche Menschen und Unternehmen stärker zu besteuern, um Unterstützungsmaßnahmen für diejenigen zu finanzieren, die am schwersten von der Krise betroffen sind. Stimmen Sie dem zu? Und noch eine weitere Frage: Die Zinserhöhungen bescheren den Banken in Europa höhere Gewinne. Die spanische Regierung beabsichtigt, diese sogenannten „Windfall“-Gewinne zu besteuern. Wie sehen Sie dieses Vorhaben?**

**Hernández de Cos:** Zu der Besteuerung von Banken verfassen wir bei der EZB gerade eine Stellungnahme, in der die potentiellen Auswirkungen auf die Geldpolitik und die Finanzstabilität beleuchtet werden. Was Ihre erste Frage angeht: Ich werde mich nicht in eine Diskussion über Verteilungsfragen einmischen, die dem Willen der Parlamente unterliegen. Wie ich bereits sagte, sollten die finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen auf die schwächsten Gruppen abzielen. Wie das zu finanzieren ist, ist Sache der Regierungen.

**Nagel:** Ich kommentiere hier keine konkreten finanzpolitischen Maßnahmen anderer Länder. Ich möchte jedoch eines hervorheben: Eine solide Finanzpolitik ist von zentraler Bedeutung, und zwar nicht nur heute, sondern auch in der Zukunft. Im Euroraum sind Fiskalregeln ein besonders wichtiges Element für eine stabile wirtschaftliche Entwicklung.

**F: Bestehen Ihrer Ansicht nach Risiken für den Wohnimmobilienmarkt? Gibt es in Ihren Ländern Befürchtungen, dass es zum Platzen von Immobilienblasen kommen könnte?**

**Nagel:** Wenn Zinssätze lange Zeit sehr niedrig waren und dann wieder steigen, kann das die Immobilienmärkte unter Druck setzen. Die deutschen Behörden haben nicht zuletzt wegen der hohen Bewertungen von Wohnimmobilien vor einigen Monaten Vorsichtsmaßnahmen ergriffen. Banken müssen neben dem antizyklischen Kapitalpuffer auch einen höheren Kapitalpuffer für Wohnimmobilienkredite vorhalten. Das stärkt die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems zusätzlich.

**Hernández de Cos:** Nach dem Platzen der Immobilienblase in Spanien während der globalen Finanzkrise haben Unternehmen und private Haushalte ihre Schulden signifikant abgebaut. Die Leistungsbilanz weist seither einen Überschuss aus. Auch die Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors hat sich deutlich verbessert. Im Gegensatz zu anderen Ländern ist am spanischen Wohnimmobilienmarkt keine Überhitzung zu

beobachten. Aber natürlich ist zu erwarten, dass das aktuelle makrofinanzielle Umfeld Auswirkungen auf diesen Sektor haben wird.

**F: Die Kaufkraft der Löhne sinkt derzeit im gesamten Euroraum recht deutlich, auch wenn der Kaufkraftverlust in den einzelnen Ländern unterschiedlich stark ausfällt. Die Löhne steigen viel langsamer als die Inflation. Gibt es aus Ihrer Sicht mehr Spielraum für Lohnerhöhungen oder droht eine Lohn-Preis-Spirale, so dass Sie hier zu äußerster Zurückhaltung raten würden?**

**Nagel:** Gegenwärtig geht der Impuls von den höheren Preisen aus, so dass eher die Gefahr einer Preis-Lohn-Spirale besteht – nicht umgekehrt. Und es gehören immer zwei dazu: zum einen die Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer, die höhere Löhne erzielen, aber auch die Unternehmen, die ihre Preise für die Verbraucherinnen und Verbraucher erhöhen. Bislang sehen wir in Deutschland noch keine solche Spirale, aber das Risiko hat zugenommen. Vor allem ist wichtig: Niemand sollte erwarten, dass die Inflation mittelfristig hoch bleibt. Wir werden dafür sorgen, dass die Inflation wieder auf zwei Prozent sinkt.

**Hernández de Cos:** Die Löhne sind nur mäßig gestiegen und auch die Gewinnmargen sind weiterhin moderat. Damit das so bleibt, setze ich mich in Spanien für eine Vereinbarung zwischen Gewerkschaften und Unternehmensvertretern – auch des öffentlichen Sektors – ein, die nationale Einkommensverluste verteilt, die aus der Verteuerung der Energieimporte resultieren. Eine Inflationsspirale, die weitere wirtschaftliche Verluste mit sich bringen würde, muss vermieden werden.