

Ulrike Neyer, Daniel Stempel

Wachstumsschwäche – Gibt es geldpolitischen Handlungsbedarf?

Die deutsche Wirtschaft befindet sich in einer Rezession. Die Wachstumsaussichten sind bestenfalls moderat. Da sich die Inflation stabilisiert hat und in naher Zukunft keine signifikant steigenden Inflationsraten zu erwarten sind, stellt sich die Frage, ob eine expansive Geldpolitik das Wachstum ankurbeln und vielleicht sogar positive Verteilungseffekte erzielen könnte. Das schwache Wachstum ist jedoch in erster Linie auf strukturelle und nicht auf konjunkturelle Faktoren zurückzuführen. Diese können nicht durch geldpolitische Maßnahmen beeinflusst werden. Auch eine ohnehin problematische Ausweitung des Mandats der EZB auf Beschäftigungs- oder Wachstumsziele wäre daher derzeit irrelevant.

Die deutsche Wirtschaft steckt in einer tiefen Krise. In den letzten zwei Jahren befand sich Deutschland in einer Rezession. Ein reales Wachstum von voraussichtlich 0,2 % in diesem Jahr impliziert, dass gerade einmal das Niveau des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 2019 erreicht wird. Für die Jahre 2026 und 2027 prognostiziert die Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2025) ein moderates Wachstum von 1,3 % und 1,4 %. Der Sachverständigenrat (SVR) Wirtschaft (2025) erwartet in seinem neuesten Gutachten sogar nur ein Wachstum von 0,9 % im nächsten Jahr. Auch für den Euroraum wird für die kommenden beiden Jahre ein eher moderates Wachstum erwartet. So prognostiziert die Europäische Zentralbank (EZB) reale Wachstumsraten von 1,0 % und 1,3 % (EZB, 2025d). Vor diesen bestenfalls moderaten Wachstumsaussichten stellt sich die Frage, inwiefern die Geldpolitik durch Zinssenkungen das Wirtschaftswachstum stimulieren könnte. Dieser Spielraum ist eher begrenzt.

Geldpolitisches Ziel

Der Gesetzgeber hat der EZB¹ ein klares Mandat gegeben. So heißt es im Artikel 127 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV): Das vorrangige Ziel der EZB ist es, Preisstabilität zu gewährleisten, und

nur soweit dieses Ziel nicht beeinträchtigt wird, soll sie die allgemeine Wirtschaftspolitik der Europäischen Union unterstützen, um zur Verwirklichung der Ziele der Union beizutragen, die in Artikel 3 des Vertrags über die Europäische Union (EUV) festgelegt sind. Zu diesen Zielen gehört auch ein ausgewogenes Wirtschaftswachstum. Der EZB-Rat hat das Preisstabilitätsziel dahingehend quantifiziert, dass er mittelfristig eine Inflationsrate von 2 % anstrebt, gemessen über jährliche Veränderungen des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI). Der EZB-Rat versteht das Zwei-Prozent-Ziel als ein symmetrisches Ziel, d. h. positive wie negative Abweichungen sind gleichermaßen unerwünscht.²

Inflationseentwicklung

Als sich nach den immensen Preissteigerungen der Jahre 2022 und 2023 die Inflation und auch die Inflationserwartungen stabilisierten, begann die EZB im Juli 2024 den relevanten geldpolitischen Zinssatz auf die Einlagefazilität (Einlagezinssatz) in rascher Abfolge zu senken. Er liegt bei nunmehr 2 %. Dieser Zinssatz wird derzeit gemeinhin als

² Für einen Überblick und Erläuterungen zur aktuellen geldpolitischen Strategie siehe EZB (2025a, 2025b).

¹ Das Eurosystem setzt sich aus der Europäischen Zentralbank (EZB) und den nationalen Notenbanken der Länder, die den Euro eingeführt haben, zusammen. In diesem Artikel werden vereinfachend die Begriffe EZB und Eurosystem synonym verwendet.

© Der/die Autor:in 2025. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz veröffentlicht (creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de).

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft gefördert.

Prof. Dr. Ulrike Neyer ist Professorin für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Monetäre Ökonomik an der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf.

Daniel Stempel, Ph. D., ist dort wissenschaftlicher Mitarbeiter.

neutral angesehen, das heißt, die Geldpolitik wirkt derzeit weder expansiv noch kontraktiv; auch werden weitere Zinssenkungen zumindest kurzfristig nicht erwartet (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, 2025, S. 28). Die Inflationsrate im Euroraum lag im Oktober 2025 bei 2,1 %; nach Einschätzung der EZB dürfte sie für den Rest des Jahres etwa auf dem Niveau bleiben und in den kommenden beiden Jahren leicht unter 2 % liegen (EZB, 2025d). Auch andere Institute erwarten Werte nahe der Zwei-Prozent-Marke (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, 2025). Allerdings bestehen erhebliche Unsicherheiten, sodass die Inflation deutlich über oder unter diesem Ziel liegen könnte (Lane, 2025; Stumpf, 2025).

Abwärtsrisiken ergeben sich unter anderem aus der US-amerikanischen Zollpolitik. Die durch die hohen Zölle ausgelöste sinkende Nachfrage in den USA nach ausländischen Produkten kann dazu führen, dass das Güterangebot im Euroraum steigt, zum einen aus heimischer, aber auch aus ausländischer Produktion, wenn nämlich als Ersatz für den sinkenden USA-Absatz Unternehmen ihre Exporte in den Euroraum steigern. Auch nachfrageseitig bestehen Risiken für ein Absinken der Inflationsrate. So kann eine potenzielle Intensivierung der Handels- und geopolitischen Spannungen die Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung noch erhöhen und damit die Konsum- und Investitionsnachfrage dämpfen. Ein inflations-senkender Impuls könnte auch von einer weiteren Aufwertung des Euro ausgehen, wenn der US-Dollar aufgrund politischer und wirtschaftlicher Unsicherheiten in den USA weiter an Vertrauen einbüßt. Von den Handels- und geopolitischen Spannungen können aber auch *Aufwärtsrisiken* für die Inflation ausgehen, wenn dadurch Störungen in den globalen Lieferketten auftreten, die die Importpreise erhöhen und Kapazitätsengpässe im Euroraum hervorrufen. Inflationstreibend könnte auch die expansiv ausgerichtete Fiskalpolitik in Deutschland wirken. Ein weiteres Risiko besteht darin, dass es als Folge des Klimawandels häufiger zu Extremwetterereignissen kommt, die insbesondere die Lebensmittelpreise in die Höhe treiben könnten. Insgesamt werden die die Inflation erhöhenden und senkenden Risiken laut EZB-Direktionsmitglied Frank Elderson als ausgeglichen eingeschätzt (Stumpf, 2025). Vor dem Hintergrund der hohen Unsicherheit über die weitere Inflationsentwicklung und der gleichermaßen bestehenden Risiken für steigende wie sinkende Inflationsraten hält die EZB derzeit an dem neutralen Einlagesatz von 2 % fest und will datenbasiert von Sitzung zu Sitzung über weitere Zinsänderungen entscheiden (Stumpf, 2025).

Wachstumsimpulse

Angesichts der eher schwachen Wachstumsaussichten stellt sich die Frage, inwiefern von einer expansiven Geld-

politik Wachstumsimpulse ausgehen könnten. Geldpolitik setzt auf der *Nachfrageseite* der Volkswirtschaft an. Durch Zinssenkungen werden günstigere Finanzierungsbedingungen für Haushalte und Unternehmen geschaffen, und somit der Anreiz erhöht, mehr zu konsumieren bzw. zu investieren. Doch ist fraglich, ob dies derzeit der Fall wäre. Finanzierungskosten für neue Kredite an Unternehmen lagen im September 2025 im Euroraum im Durchschnitt bei 3,4 %.³ Selbst wenn sich durch Zinssenkungen der Zentralbank die Zinskonditionen leicht verbesserten, dürfte das bei der bestehenden Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung kaum einen signifikanten Effekt auf Investitionsentscheidungen haben. Gleiches gilt für die Konsumentscheidungen der Haushalte. Fraglich ist auch, ob die Nachfrage nach Produkten des Euroraums merklich angekurbelt würde. Der wachsende Wettbewerb aus China setzt nicht nur die europäischen Exporte unter Druck, sondern dämpft auch die Nachfrage im Euroraum nach heimischen Produkten. So produzieren chinesische Unternehmen inzwischen Produkte, bei denen traditionell europäische, insbesondere deutsche Anbieter Wettbewerbsvorteile aufgrund eines technologischen Vorsprungs hatten (Maschinen- und Fahrzeugbau, chemische Industrie), auf nahezu gleichem technologischem Standard, nur zu weitaus niedrigeren Kosten, und können mithin ähnliche Produkte zu viel geringeren Preisen anbieten (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, 2025).

Erhebliche strukturelle Probleme können auch auf der *Angebotsseite* einen expansiven geldpolitischen Impuls auf die gesamtwirtschaftliche Produktion abbremsen. Insbesondere die demografische Entwicklung stellt ein großes Problem dar. Die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter sinkt. So geht in Deutschland in den nächsten Jahren die Generation der Babyboomer in den Ruhestand. Dies kann zu Kapazitätsengpässen führen, einen Fachkräftemangel verstärken und die Sozialversicherungssysteme erheblich belasten. Hinzu kommt eine hohe Teilzeitquote unter den Erwerbstätigen. Beides wirkt sich negativ auf das Arbeitsvolumen und mithin das Potenzialwachstum aus. So wird geschätzt, dass bis zum Ende dieses Jahrzehnts das Produktionspotenzial im jährlichen Durchschnitt nur zwischen 0,3 % und 0,5 % wachsen wird (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, 2025, S. 58–61). Sollte die demografische Entwicklung zu entsprechenden Beitragserhöhungen in die Sozialversicherungssysteme führen, schwächt dies, genau wie der Fachkräftemangel, den Investitionsstandort Deutschland. Geringere Investitionen wirken sich ebenfalls negativ auf das Potenzialwachstum aus. Hinzu kommen in Deutschland weitere strukturelle Probleme, wie eine schlechte Infrastruktur, überborden-

3 Datenquelle und für weitere Informationen zu diesem und weiteren Durchschnittswerten für Kreditzinssätze siehe EZB (2025c).

de Bürokratie und hohe Energiekosten. Die Regierung hat Maßnahmen angekündigt, die diese wirtschaftswachstumshemmenden Probleme auf der Angebotsseite reduzieren. Die Geldpolitik kann zur Behebung dieser strukturellen Probleme keinen direkten Beitrag leisten, sie kann keine strukturellen Probleme lösen. Damit stellt sich auch die Frage nach einem derzeitigen Trade-off für die Geldpolitik zwischen Preisstabilität und Wirtschaftswachstum kaum: Weil die Wachstumsschwäche vor allem strukturell bedingt ist, ist zu erwarten, dass eine expansive Geldpolitik derzeit kaum das Wachstum stärken, sondern vor allem die Preise erhöhen würde.

Erweiterung des EZB-Mandats

Verschiedentlich wurde in diesem Zusammenhang gefordert, das Mandat der EZB zu ändern und gleichrangig Preisstabilität und Beschäftigungs- bzw. Wachstumsziele zu verfolgen – ähnlich dem Mandat des Federal Reserve Systems (Fed), also der US-amerikanischen Notenbank.⁴ Der prominenteste Befürworter ist der französische Staatspräsident Macron (2024). Ein doppeltes Mandat kann die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt erhöhen, wenn eine flache Phillipskurve vorliegt, wenn also ein nur leichter Anstieg der Inflation starke, positive Beschäftigungseffekte hervorruft. Unabhängig davon, dass dies aufgrund der strukturellen Probleme derzeit nicht der Fall ist, spricht für das Beibehalten des bisherigen Mandats der EZB, dass dieses klar und transparent ist und eine geringere Gefahr der politischen Einflussnahme impliziert. Beides stärkt die Glaubwürdigkeit der EZB, was ein entscheidender Aspekt für die Geldpolitik ist.

Heterogenität der Wirkung von Geldpolitik

In der Diskussion um geldpolitische Handlungsspielräume in Zeiten eines wirtschaftlichen Abschwungs ist zudem zu beachten, dass Haushalte sowohl von den Auswirkungen geldpolitischer Impulse als auch von den Effekten eines Abschwungs unterschiedlich stark betroffen sein können. Betrachtet man Haushalte beispielsweise entlang der Einkommensverteilung, so lässt sich feststellen, dass Haushalte mit niedrigem Einkommen stärker von den negativen Effekten eines Abschwungs betroffen sind. Dossche und Hartwig (2019) untersuchen, wie das Arbeitseinkommen eines Haushalts auf Veränderungen des BIPs reagiert. Als Rückgang im Arbeitseinkommen wird hier nicht nur ein Lohnrückgang (durch Kurzarbeit oder Wegfall von Boni), sondern auch Arbeitslosigkeit oder eine Anpassung der

Arbeitszeit definiert. Die Reaktion des Arbeitseinkommens auf Veränderungen des BIPs ist insbesondere am unteren Ende der Einkommensverteilung deutlich stärker und schwächt sich mit steigendem Einkommen ab: Für das unterste Einkommensquintil lässt sich eine Elastizität von etwas unter 1,5 feststellen, während die des obersten Quintils bei unter 0,5 liegt. Bei einem Rückgang des BIP-Wachstums ist der Rückgang des Arbeitseinkommens am unteren Ende der Einkommensverteilung also dreimal so hoch wie am oberen Ende. Dies lässt sich unter anderem damit begründen, dass die Haushalte mit niedrigem Einkommen überdurchschnittlich häufig in Wirtschaftssektoren arbeiten, die zyklischen Schwankungen stärker ausgesetzt sind. Dies impliziert einen stärkeren Anstieg der Arbeitslosenquote dieser Haushalte im Laufe eines Abschwungs (Hoynes et al., 2012) und führt somit zu einem stärkeren Einbruch des Arbeitseinkommens. Die ungleichen Auswirkungen eines wirtschaftlichen Abschwungs sind besonders bemerkenswert, da die stärker betroffenen Haushalte mit niedrigem Einkommen in den vergangenen 30 Jahren deutlich geringere reale Einkommenszuwächse zu verbuchen hatten als Haushalte mit hohem Einkommen. Tatsächlich hat sich das reale verfügbare Haushaltseinkommen des untersten Einkommensdezils seit 1995 nicht verändert, während das oberste Dezil einen Zuwachs von fast 60 % erfahren hat (Grabka, 2025).

Zugleich lassen sich enorme Unterschiede in haushaltsspezifischen Inflationsraten in Deutschland feststellen. Haushalte mit niedrigem Einkommen geben einen höheren Anteil ihres Einkommens zur Deckung der Ausgaben für Güter und Dienstleistungen des Grundbedarfs aus. Der Warenkorb eines deutschen Haushaltes mit geringem Einkommen umfasst somit zu einem höheren Anteil Ausgaben für Nahrungsmittel oder Wohnen (über 55 % für das einkommensschwächste Quintil) (Eurostat, 2025) als der Warenkorb einkommensstarker Haushalte (etwa 36 % für das fünfte Einkommensquintil). Gleichzeitig hatten insbesondere Nahrungsmittel einen überdurchschnittlichen Anstieg im Preisniveau zu verzeichnen (Preissteigerung Nahrungsmittel seit 2015: 51,5 %; durchschnittliche Preissteigerung seit 2015 nach HVPI: 32,8 %). Die haushaltsspezifischen Inflationsraten unterschieden sich im Herbst 2022, als die allgemeinen Preissteigerungen einen Höhepunkt erreichten, allerdings um 3,1 Prozentpunkte, wobei einkommensschwache Familien am stärksten betroffen waren (Tober, 2025).

Es lässt sich somit festhalten, dass einkommensschwächere Haushalte, deren reale Einkommen in den vergangenen Jahrzehnten kaum oder in relativ geringem Maße gewachsen sind und die besonders stark von Inflation betroffen waren, stärker von einem Abschwung betroffen sind. Geldpolitik, die einem solchen Abschwung ent-

⁴ Die gesetzlich verankerten Ziele des Federal Reserve Systems sind die Förderung von maximaler Beschäftigung, stabilen Preisen und moderaten langfristigen Zinssätzen (Federal Reserve Act, Abschnitt 2A). Häufig wird jedoch vom „dual mandate“ gesprochen, indem man sich auf die beiden erstgenannten Ziele bezieht.

gegenwirkt, kann daher nicht nur gesamtwirtschaftliche Folgen, sondern auch Verteilungsimplikationen haben. Ampudia et al. (2018) zeigen durch eine Diskussion unterschiedlicher Studien, dass expansive Geldpolitik Einkommensungleichheit senkt, da diese die Arbeitslosigkeit am unteren Ende der Einkommensverteilung am stärksten reduziert. Dies ist vor allem auf den indirekten Effekt von Geldpolitik zurückzuführen. Als direkter Effekt von Geldpolitik wird die unmittelbare Reaktion von Haushalten und Firmen auf Zinsänderungen bezeichnet, beispielsweise eine Anpassung von Konsum und Ersparnis oder von Investitionen. Der indirekte Effekt bezieht sich auf nachfolgende Veränderungen von Arbeitslosigkeit und Löhnen. Diese ergeben sich aufgrund der Veränderung der aggregierten Nachfrage, resultierend aus dem direkten Effekt. Theoretische und empirische Studien zeigen, dass der indirekte Effekt eine größere Rolle für die Transmission der Geldpolitik spielt als der direkte Effekt (siehe z. B. Kaplan et al., 2018). Dies ist von besonderer Bedeutung, da der indirekte Effekt insbesondere (wenn auch nicht ausschließlich) über einkommensschwache Haushalte wirkt. Der indirekte Effekt einer expansiven Geldpolitik wirkt somit den ungleichen Effekten eines wirtschaftlichen Abschwungs auf das Haushaltseinkommen entgegen.

Gleichzeitig muss jedoch beachtet werden, dass Leitzinssenkungen zu einem Anstieg der Inflation führen. Dabei ist festzuhalten, dass expansive geldpolitische Impulse die Preise von Gütern und Dienstleistungen besonders stark erhöhen, die zu einem größeren Ausmaß von einkommensschwachen Haushalten konsumiert werden, auch wenn diese Preissteigerungen zumindest in Teilen durch eine Anpassung des Einkaufsverhaltens ausgeglichen werden können (Ampudia et al., 2023). An dieser Stelle könnte expansive Geldpolitik zur Bekämpfung des wirtschaftlichen Abschwungs die Inflationsungleichheit weiter verstärken. Es ist jedoch unklar, ob die beiden beschriebenen Effekte bei einem Abschwung, der stark durch strukturelle Probleme geprägt ist, ebenso zu erwarten sind wie bei einem rein konjunkturell bedingten Abschwung.

Fazit

Die Aussichten für das Wirtschaftswachstum im Euroraum sind bestenfalls moderat. Da die Inflation stabilisiert ist und

auch für die Zukunft keine signifikant steigenden Inflationsraten erwartet werden – wobei die Unsicherheit jedoch extrem hoch ist – stellt sich die Frage, ob mit einer expansiven Geldpolitik das Wirtschaftswachstum angekurbelt, möglicherweise sogar positive Verteilungseffekte erzielt werden könnten. Die Wachstumsschwäche ist jedoch in erster Linie auf strukturelle, nicht auf konjunkturelle Ursachen zurückzuführen. Diese können nicht mit geldpolitischen Maßnahmen behoben werden. Auch eine sowieso problematische Erweiterung des EZB-Mandats um ein Beschäftigungs- oder Wachstumsziel hätte deshalb derzeit keine Relevanz.

Literatur

- Ampudia, M., Georgarakos, D., Slacalek, J., Tristani, O., Vermeulen, P. & Violante, G. L. (2018). Monetary policy and household inequality. *ECB Working Paper Series*, Nr. 2170.
- Ampudia, M., Ehrmann, M. & Strasser, G. (2023). The effect of monetary policy on inflation heterogeneity along the income distribution. *ECB Working Paper Series*, Nr. 2858.
- Dossche, M. & Hartwig, J. (2019). Household income risk over the business cycle. *ECB Economic Bulletin*, 6/2019.
- Eurostat. (2025). *Struktur der Verbrauchsausgaben nach Quintil des Haushaltseinkommens und COICOP Verwendungszweck*.
- EZB – Europäische Zentralbank. (2025a). *Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB 2025*.
- EZB – Europäische Zentralbank. (2025b). *An overview of the ECB's monetary policy strategy*.
- EZB – Europäische Zentralbank. (2025c, 31. Oktober). *MFI-Zinsstatistik für den Euroraum: September 2025* [Pressemitteilung].
- EZB – Europäische Zentralbank. (2025d). *Gesamtwirtschaftliche Projektionen für den Euroraum, September 2025*.
- Grabka, M. M. (2025). Einkommensverteilung: Anzeichen für Trendbruch beim Armutsrisiko – Alleinerziehende seltener von Armut bedroht. *DIW Wochenbericht*, 8/2025, 103–113.
- Hoynes, H., Miller, D. L. & Schaller, J. (2012). Who Suffers During Recessions? *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), 27–48.
- Kaplan, G., Moll, B. & Violante, G. L. (2018). Monetary Policy According to HANK. *American Economic Review*, 108(3), 697–743.
- Lane, P. (2025). *The conduct of monetary policy*. Rede auf der "ECB Conference on Monetary Policy 2025" am 6.10.2025 in Frankfurt/Main.
- Macron, E. (2024). Rede zu Europa an der Sorbonne Universität in Paris am 25. April 2024.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose. (2025). *Expansive Finanzpolitik kaschiert Wachstumsschwäche. Gemeinschaftsdiagnose*, 2/2025.
- Stumpf, A. (2025). Interview with Frank Elderson, Member of the Executive Board of the ECB and Vice-Chair of the Supervisory Board of the ECB. *Expansión*.
- SVR Wirtschaft – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. (2025). *Perspektiven für morgen schaffen – Chancen nicht verspielen. Jahresgutachten 2025/26*.
- Tober, S. (2025). *IMK Inflationsmonitor: Inflation steigt im September auf 2,4 %, vorübergehende Effekte dominieren. IMK Policy Brief*, Nr. 199.

Title: *Weak economic growth – is there scope for monetary policy?*

Abstract: *The outlook for economic growth in the euro area is at best moderate. Since inflation has stabilised and no significantly rising inflation rates are expected in the near future – although uncertainty remains extremely high – the question arises whether an expansionary monetary policy could stimulate growth and perhaps even generate positive distributional effects. However, the weakness in growth is primarily due to structural rather than cyclical factors. These cannot be addressed through monetary policy. Even an expansion of the ECB's mandate to include employment or growth objectives – which would be problematic in any case – would therefore be irrelevant at present.*