

Europäische Zentralbank

Revolution der EZB-Geldpolitik

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat mit ihrer jüngsten Strategieanpassung den wohl tiefgreifendsten Wandel seit ihrer Gründung im Jahr 1998 vollzogen (ECB, 2025a, 2025b). Auch wenn dies so nicht kommuniziert wird, verabschiedet sie sich von einem strikt regelbasierten Ansatz und gesteht sich künftig deutlich mehr Ermessensspielraum bei geldpolitischen Entscheidungen zu. Das ist ein mutiger und richtiger Schritt – aber auch einer, der mit Risiken verbunden ist.

Nach den europäischen Verträgen ist die EZB ausschließlich dem Ziel der Preisstabilität verpflichtet. Sie bestimmt jedoch selbst, wie sie dieses Ziel interpretiert und mit welcher Strategie sie es verfolgt. Nun hat sie diesen Rahmen formal nur geringfügig, in der Praxis jedoch grundlegend verändert. Zwar bleibt das Inflationsziel von 2 % in der mittleren Frist bestehen, ebenso wie das Prinzip der Symmetrie – also die gleichgewichtige Reaktion auf zu hohe wie auf zu niedrige Inflation.

Neu ist jedoch, dass die EZB künftig eine explizite Abschätzung der Angemessenheit ihrer Geldpolitik vornehmen will: Der Nutzen geldpolitischer Maßnahmen soll ins Verhältnis zu möglichen Kosten und Risiken für Realwirtschaft und Finanzsystem gesetzt werden. Nicht alleine „der wahrscheinlichste Pfad der Inflation“ wird in Zukunft relevant für die geldpolitischen Entscheidungen sein – so die EZB. Die EZB sieht sich in der Rolle einer Risikomanagerin, die alternative Szenarien mit hohen Risiken und Kosten kommuniziert – so wie prominent von Goodhart (2023) und Bernanke (2024) empfohlen wurde – und stärker berücksichtigt. Dies erlaubt es der EZB prinzipiell, auf für die Preisstabilität eigentlich notwendige geldpolitische Maßnahmen zu verzichten, wenn deren Nebenwirkungen unverhältnismäßig groß und deren Effektivität gering wären. Damit verliert das Inflationsziel seine uneingeschränkte Vorrangstellung – und größere Abweichungen vom Ziel könnten länger in Kauf genommen werden.

EZB-Präsidentin Christine Lagarde (2025) betont in ihrer Rede zur neuen Strategie, dass die EZB eine solche Abweichung vor allem dann in Betracht zieht, wenn Inflationserwartungen gut verankert sind. Sie argumentiert,

eine anhaltende („persistent“) Reaktion der Geldpolitik sei ein Substitut für eine kraftvolle („forceful“) Reaktion – also die EZB könne beispielsweise eine starke Zinserhöhung durch eine weniger starke aber länger anhaltende Zinserhöhung ersetzen. Das Argument kann aber nicht richtig sein – beide können keine perfekten Substitute sein.

Nun mag man einwenden, dieser Fall einer schwierigen Abwägung trete sehr selten ein. Die EZB könnte jedoch vor allem in Krisenzeiten vor eine solche Abwägung gestellt werden. Wer sich an die Jahre 2015 bis 2019 erinnert, wird sich auch an die Kritik des damaligen Bundesbankpräsidenten Jens Weidmann erinnern. Damals kaufte die EZB in großem Umfang Anleihen, drückte die Renditen auf deutsche Staatsanleihen ins Negative und löste Marktverzerrungen aus. Viele Finanzinstitutionen gerieten dadurch unter Druck. Weidmanns Kritik war berechtigt – aber ihre damalige Strategie erlaubte der EZB keine Abwägung gegen wirtschaftliche und finanzielle Nebenwirkungen.

Die entscheidende Frage ist: Könnte die EZB unter ihrer neuen Strategie nun in einer solchen Situation anders entscheiden oder würde es ihr dadurch zumindest leichter begründbar? Die Antwort ist: Ja! Damit ist die neue geldpolitische Strategie der EZB eben nicht eine Evolution, sondern eher eine Revolution – anders als von Präsidentin Lagarde dargelegt.

Eine andere Perspektive ist, dass die EZB durch die neue Strategie ihre Diskretion und ihren Handlungsspielraum weiter ausweiten wird. Die bisherige Diskretion der EZB bestand vor allem in der mangelnden Konkretheit darüber, welcher Zeitraum mit dem Begriff „mittlere Frist“ gemeint ist, über den die EZB ihr Preisstabilitätsziel erfüllen will. Wird die EZB in Zukunft ihr Mandat als erreicht ansehen, wenn sie nach einem Schock die Preisstabilität nach drei Jahren wieder erreicht? Wie ist es mit vier Jahren oder fünf Jahren? Die neue Strategie wird es der EZB erleichtern zu rechtfertigen, weshalb sie auf entscheidendere Maßnahmen verzichtet, wenn sie auf eine gute Verankerung der Inflationserwartungen verweisen kann und ihre Projektionen eine Rückkehr zu einer Inflationsrate von 2 % nach drei Jahren andeuten.

Diese Spielräume bringen jedoch auch neue Herausforderungen mit sich. Denn unter denselben wirtschaftlichen Rahmenbedingungen könnten künftig (leichter und häufiger) unterschiedliche geldpolitische Entscheidungen getroffen werden – abhängig von der jeweiligen Einschätzung der Risiken. Diese Flexibilität ist einer veränderten Realität geschuldet, wie ich bereits in der Vergangenheit betont habe (Fratzscher, 2024): Zentralbanken

© 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.

operieren heute in einer Welt, die von permanenten externen Schocks vor allem auf der Angebotsseite geprägt ist – von Finanz- und Schuldenkrisen über Pandemien bis hin zu geopolitischen Spannungen, Energiepreissprüngen und Umweltkatastrophen, wie beispielsweise von Constancio (2025) in seiner Kritik der neuen Strategie betont wird.

In einer solchen Welt ist es unrealistisch, dass Zentralbanken Preisstabilität mit klassischen Instrumenten jederzeit und dauerhaft garantieren können. Und es wäre daher unklug, Maßnahmen zu ergreifen, die zugleich enorme Kollateralschäden verursachen und das Vertrauen in die Institution untergraben. Insofern ist die neue Strategie nachvollziehbar und klug – sie erlaubt Abwägung und Augenmaß.

Gleichwohl kann es problematisch werden, dass sich die EZB ein höheres Maß an Diskretion einräumt. Wann sind die Nebenwirkungen groß genug, um vom Ziel der Preisstabilität abzuweichen? Welche ökonomischen Aspekte fließen in diese Entscheidung ein? Geht es nur um Finanzstabilität, Beschäftigung und Wachstum? Oder auch um Ungleichheit, Innovationskraft und europäische Integration?

Ein Blick in die USA zeigt: Die Federal Reserve verfügt über ein sogenanntes duales Mandat – Preisstabilität und maximale Beschäftigung. Das erlaubt ihr, zwischen den beiden Zielen zu gewichten. Die EZB hingegen hat formal nur ein primäres Ziel. Ihre neue Strategie erlaubt ihr faktisch eine temporäre Abweichung von ihrem Primärziel, da sie potenziell viele Gründe zulässt, um das Preisstabilitätsziel zeitweise nachzuordnen.

Diese neue Offenheit birgt drei zentrale Risiken: *Erstens*, der Verlust an Glaubwürdigkeit. Nicht die geldpolitische Maßnahme selbst entscheidet über deren Erfolg, sondern vor allem die Erwartung, die sie bei Marktteilnehmern auslöst und die Glaubwürdigkeit der Institution. Wenn jedoch unklar ist, wie die EZB auf wirtschaftliche Entwicklungen reagiert, kann die Wirksamkeit der Geldpolitik in Bezug auf Preisstabilität leiden. Die EZB muss daher ihre Reaktionsfunktion – also ihre Entscheidungslogik – transparent darlegen und klar kommunizieren, und somit ihren Ermessensspielraum ein Stück weit wieder einengen. Nur so kann sie Vertrauen erhalten und wirksam bleiben.

Das *zweite* Risiko: eine größere Kakophonie der Kommunikation und Unsicherheit über den geldpolitischen Kurs. Der EZB-Rat ist ein politisches Gremium, in dem die nationalen Notenbankgouverneure eine zentrale Rolle spielen. Ihre Positionen reflektieren nicht selten nati-

onale Interessen und wirtschaftspolitische Präferenzen. Länder mit einer hohen Inflationsaversion wie Deutschland neigen zu restriktiver Geldpolitik, hoch verschuldete Länder eher zu einem expansiven Kurs. Wenn nun deutlich mehr Faktoren in geldpolitische Entscheidungen einfließen, steigt die Wahrscheinlichkeit divergierender Positionen. Dies erschwert die Konsensfindung – und erhöht das Risiko inkohärenter Kommunikation und die Unsicherheit über den geldpolitischen Kurs, was wiederum die Volatilität an den Märkten befördern kann.

Drittens besteht die Gefahr, einen Teil der faktischen Unabhängigkeit zu verlieren. Eine flexiblere Strategie erhöht die Gefahr, dass Regierungen versuchen, Einfluss auf die EZB zu nehmen. Beispielsweise könnten sie eine lockerere Geldpolitik fordern, um fiskalischen Spielraum zu gewinnen oder höhere Schuldenstände zu finanzieren. Die fiskalische Dominanz könnte sich so verstärken – mit weitreichenden Folgen für die faktische Unabhängigkeit und somit für die Effektivität der Notenbank.

Die EZB hat mit ihrer neuen Strategie einen notwendigen und mutigen Schritt unternommen – sie trägt damit den Realitäten einer multipolaren, krisenanfälligen Welt Rechnung. Doch muss sie in Zukunft sehr klar offenlegen, wie sie ihre Abwägungen trifft, unter welchen Bedingungen sie von ihrer klassischen Reaktionsweise abweicht – und wie sie ihre geldpolitische Linie trotz größerer Flexibilität glaubwürdig vermittelt.

Nur wenn sie ihre neue strategische Flexibilität mit einem ebenso hohen Maß an Transparenz und Kommunikationsstärke verbindet, kann sie ihre Unabhängigkeit bewahren, ihre Effektivität sichern und dem gestiegenen Anspruch an ihre Rolle in einer instabileren Welt gerecht werden.

Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.

Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW Berlin);
Humboldt-Universität zu Berlin

Literatur

- Bernanke, B. (2024). *Forecasting for monetary policy making and communication at the Bank of England: a review*. Bank of England Independent Evaluation Office.
- Constancio, V. (2025, 14. Juli). *A few concerns about the ECB's new monetary framework*.
- European Central Bank. (2025a). *The ECB's monetary policy strategy statement*.
- European Central Bank. (2025b). *Strategy review*.
- Fratzscher, M. (2024, 19. November). Darum muss die EZB die Strategie wechseln. *Handelsblatt*.
- Goodhart, C. (2023). *Should central banks abandon single point forecasts?*, 29. August 2023. VOX EU.
- Lagarde, C. (2025, 30. Juni). *Strategy assessment: lessons learned*.