



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

MAKRO 25/03/2026

Die zentralen Fehler der Zentralbanken Steuern sie auf eine Rezession zu?

von PABLO DUARTE

Zusammenfassung

2021/22 agierten Fed und EZB zu spät. 2026 könnten sie aus Angst vor dem alten Fehler zu früh bremsen und damit eine Rezession herbeiführen.

Abstract

In 2021/22, the Fed and the ECB acted too late. In 2026, fearing the same mistake, they may tighten too early and thereby bring about a recession.

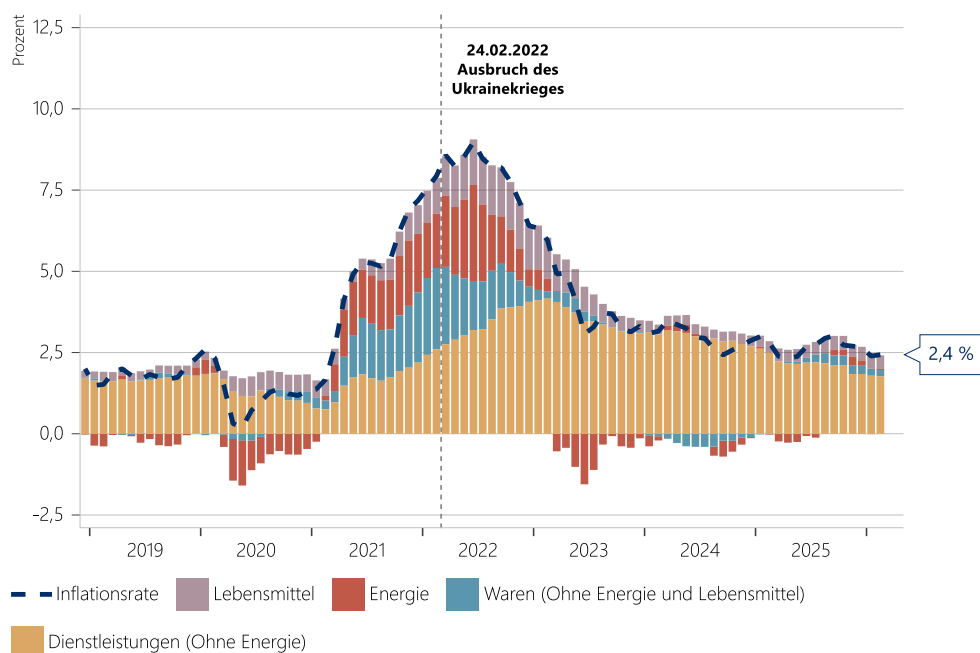


Die US-Notenbank Fed und die Europäische Zentralbank EZB haben sich schon einmal geirrt, als sie die Inflationswelle, die 2021 startete, für vorübergehend hielten. Aus Angst, diesen Fehler zu wiederholen, könnten sie eine Rezession auslösen, der sie vermutlich mit Zinssenkungen begegnen würden.

1. Der Fehler 2021/22: zu spät

Als die Inflation in den USA und in Europa im Jahr 2021 erste unangenehme Aufwärtstendenzen zeigte, entschieden sich die Zentralbanken, nicht zu handeln. Die Inflation nahm 2021 zu, als die Lockdowns in der Coronakrise schrittweise gelockert wurden. Sie gingen davon aus, dass die Inflation vorübergehend sei und auch ohne geldpolitische Straffung wieder zurückgehen würde. Die Erholung der Nachfrage 2021 traf auf gestörte Lieferketten und eine eingeschränkte Energieproduktion. Beides trug dazu bei, dass bereits Ende 2021 die Preise für (importierte) Waren und für Energie fast zwei Drittel der Teuerungsrate von 7 Prozent ausmachten (siehe Abbildung 1). Der Rest war in den Dienstleistungen zu sehen, dem späteren Haupttreiber der Inflation.

Abbildung 1: Komponenten der Inflation in den USA

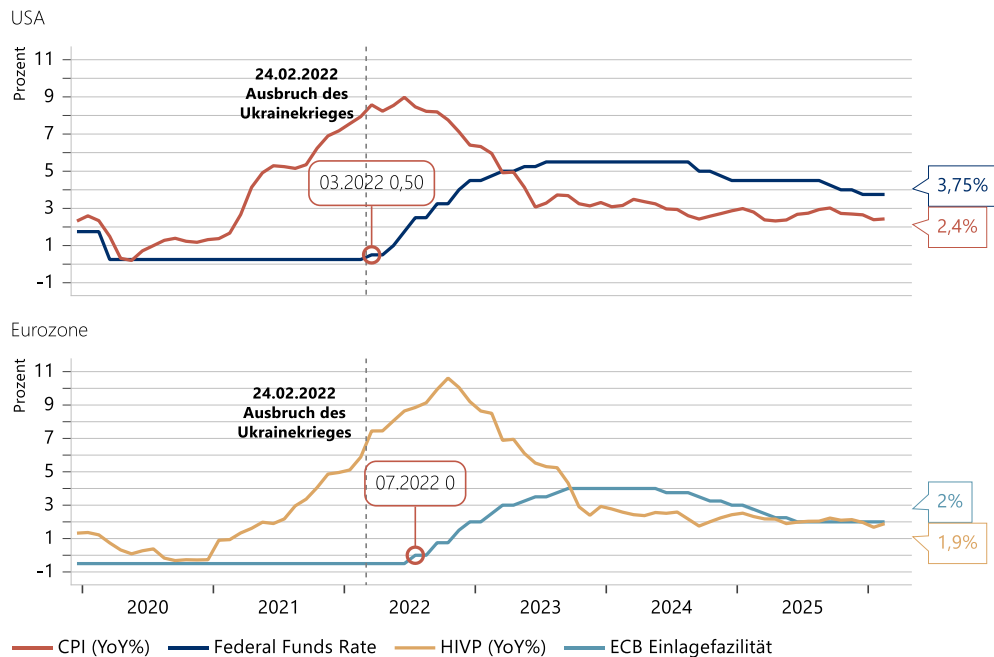


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS). Daten vom 02.2.2026.



Als Russland am 24. Februar 2022 in die Ukraine einmarschierte, lag die Inflationsrate in den USA bereits bei 7,9 Prozent gegenüber dem Vorjahr (siehe Abbildung 2). Der anschließende, durch die Sanktionen ausgelöste Anstieg der Öl- und Gaspreise verschärfte eine Inflationsdynamik, die längst im Gang war. Die Fed begann erst im März 2022 mit Zinserhöhungen. Die EZB ließ noch länger auf sich warten.

Abbildung 2: Inflationsrate vs. Leitzins in den USA und der Eurozone



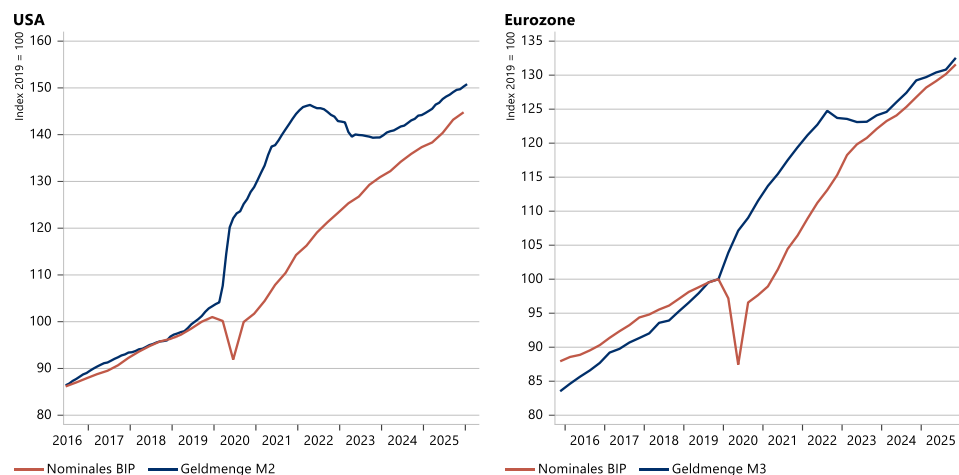
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Fed, ECB, Eurostat, BLS. Daten vom 02.2026.

Der Kern des Fehlers lag in der Unterschätzung des Geldüberhangs, der sich in den Jahren 2020 und 2021 aufgebaut hatte. Ein Geldüberhang bildet sich dann, wenn das Geldangebot ausgeweitet wird, ohne dass es einen stärkeren Bedarf dafür gibt. Eine grobe Schätzung des Geldüberhangs kann deshalb der Abstand sein, der sich zwischen Geldmenge und nominalem Bruttoinlandsprodukt in einem gewissen Zeitraum bildet. Die sehr expansive Fiskal- und Geldpolitik zur Bekämpfung der Coronakrise hatte 2020 die verfügbare Geldmenge sowohl in den USA als auch in der Eurozone massiv erhöht (Abbildung 3). Insbesondere während der Lockdowns war der Bedarf nach Geld für Ausgaben in der Realwirtschaft jedoch sehr gering, was sich in einem zunächst sinkenden und danach langsam erholenden nominalen Bruttoinlandsprodukt zeigt. Ein Teil der überschüssigen Liquidität floss zunächst in Vermögenswerte.



Später, als die Lockdowns 2021 schrittweise aufgehoben wurden, wurde das zuvor geschaffene Geld für Konsumgüter ausgegeben. Die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen zog schnell an, während das Angebot aufgrund von Liefer- und Produktionsengpässen weiter begrenzt blieb. Weil die Zentralbanken spät eingriffen, traf zu viel Geld auf zu wenige Güter. Zunächst wurden Lebensmittel und Energie teurer, später Dienstleistungen und fast alles weitere.

Abbildung 3: Geldmenge M2 bzw. M3 und nominales Bruttoinlandsprodukt in den USA und der Eurozone



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ECB, Eurostat. Daten vom 2025 Q4.

2. Der mögliche Fehler von 2026: zu früh

Heute ist die Lage eine andere. Der erneute Anstieg der Energiepreise trifft auf eine Wirtschaft, in der der monetäre Überhang deutlich kleiner erscheint. In den USA ist die Geldmenge zwar wieder gewachsen, seit Anfang 2022 ist der Überhang jedoch deutlich kleiner (Abbildung 3). Denn ein großer Teil des zwischen 2020 und 2022 aufgebauten Geldüberhangs dürfte inzwischen durch Inflation und insbesondere in den USA durch Wachstum abgebaut sein.

Weil es keinen ähnlich großen Geldüberhang wie 2022 geben dürfte, muss ein Energiepreisschock heute nicht zwangsläufig eine neue Inflationswelle auslösen. Ohne begleitende monetäre Expansion erzwingt ein starker Anstieg der Öl- und Energiepreise vor allem eine Anpassung des Konsumverhaltens. Haushalte und Unternehmen müssen mehr für Energie ausgeben und haben entsprechend weniger Einkommen für andere Güter und Dienstleistungen übrig. Wenn Güter wie Energie und Lebensmittel nur schwer ersetzbar sind, muss aufgrund des Kaufkraftverlustes an anderer Stelle verzichtet werden, wodurch der Preisauftrieb bei anderen Gütern und Dienstleistungen gedämpft wird. Das spricht eher für eine Veränderung relativer Preise als für eine neue breite Inflationswelle wie 2021/22.



Allerdings schwächt eine Kaufzurückhaltung bei anderen Gütern und Dienstleistungen auch die Konjunktur. Hier liegt das geldpolitische Risiko. Wenn die Zentralbanken, mit frischer Erinnerung an die Fehler der vergangenen Jahre, nun die Leitzinsen erhöhen, könnten sie den umgekehrten Fehler begehen. Sie würden die Wirtschaft belasten, die bereits schwach ist. Dass die EZB ihre Inflationsprognose für 2026 angehoben hat¹, zeigt, dass sie den jüngsten Anstieg der Energiepreise nicht bloß als relative Preisverschiebung, sondern als geldpolitisch relevantes Inflationsrisiko interpretiert.

3. Märkte und Folgen

Die Märkte preisen entsprechend seit einigen Tagen Zinserhöhungen der Fed und der EZB ein. Die Rendite zweijähriger US-Staatsanleihen, ein guter Gradmesser für die Erwartungen hinsichtlich der kurzfristigen Zinssätze, ist seit Beginn des Krieges im Iran gestiegen und hat nach der jüngsten Entscheidung der Fed, die Zinsen nicht zu senken, einen Sprung nach oben gemacht (Abbildung 4). In den Futures-Märkten sind fast drei Zinserhöhungen der EZB in Höhe von insgesamt 75 Basispunkten bis Ende 2026 eingepreist (Abbildung 5).

Abbildung 4: US-Leitzins und Rendite 2-jähriger US-Staatsanleihe



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, New York Fed, U.S. Treasury. Daten vom 23.03.2026.

¹ [Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB, März 2026.](#)



Abbildung 5: In den Futures-Märkten Impliziter EZB-Leitzins für Dezember 2026



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, ICE. Daten vom 23.03.2026.

Wenn Investoren mit höheren Leitzinsen rechnen, verschärfen sich die Finanzierungsbedingungen, bevor die Zentralbank überhaupt handelt. Höhere Zinsen und teurere Kredite bremsen das Wachstum. Sollten die Zentralbanken diese Straffung nun auch noch mit weiteren Zinserhöhungen bestätigen, würde das Rezessionsrisiko steigen, vor allem im Euroraum. Dort ist die Abhängigkeit von Energie höher, während das Produktivitätswachstum seit Jahren enttäuscht.

Angesichts sehr hoher öffentlicher Schuldenstände sowohl im Euroraum als auch in den USA ist es allerdings kaum vorstellbar, dass eine restriktive Politik lange durchgehalten werden könnte. Wahrscheinlicher wäre ein erneuter Kurswechsel wegen Rezessions- und Deflationssorgen. Dann würden Zinssenkungserwartungen und Leitzinssenkungen zurückkehren.

5. Fazit

Perfektion ist in der Geldpolitik unmöglich. Zentralbanken bewegen sich zwischen zwei Fehlern: zu spät zu reagieren oder zu stark zu bremsen. In den Jahren 2021 und 2022 irrten sie, weil sie trotz eines massiven monetären Überhangs nicht rechtzeitig strafften. Im Jahr 2026 könnte das Risiko ein anderes sein: dass sie aus Angst vor einer Wiederholung dieses Fehlers zu restriktiv reagieren, obwohl der heutige Energieschock nicht denselben inflationären Charakter hat wie damals. Wenn diese Diagnose zutrifft, könnte eine Rezession, besonders im Euroraum, früher eintreten, als es heute erwartet wird. Eine Rezession würde zugleich die nächste Phase geldpolitischer Lockerung näher rücken lassen.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch SE dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument 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. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch SE selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch SE. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch SE nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE

© 2026 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch SE, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *geschäftsführende Direktoren* Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Hirsch, Dr. Tobias Schafföner, Christian Schlosser, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk; *Vorsitzender des Verwaltungsrats* Kurt von Storch; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 120 796 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Dr. Pablo Duarte; *Redaktionsschluss* 24. März 2026