

Zinserhöhungen wirken weniger als erwartet

@ Matthias Enzinger, Sebastian Gechert, Philipp Heimberger,
Franz Prante und Dani F. Romero

10.02.2026

enzinger@wiiw.ac.at

Executive Summary

Konventionelle Geldpolitik wird von der EZB weiterhin als das primäre Instrument zur Preisstabilisierung verwendet. Gleichzeitig verändern sich Preisdynamiken, angebotsseitige Schocks gewinnen an Bedeutung. Die Meta-Studie von Enzinger et al. (2025)¹ wertet über 400 Studien zur Effektivität konventioneller Geldpolitik aus und korrigiert systematische Verzerrungen, insbesondere den sogenannten Publication Bias. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass konventionelle Geldpolitik weniger effektiv ist, als der Durchschnitt bisheriger Schätzungen suggeriert. In diesem Artikel² stellen Enzinger, Gechert, Heimberger, Prante und Romero die Ergebnisse ihrer Studie vor. Als mögliche Implikationen schlagen sie unter anderem einen breiteren Instrumentenmix zur Preisstabilisierung vor.

#GELDPOLITIK
#INFLATIONSDYNAMIK
#EZB

¹ Enzinger, M., Gechert, S., Heimberger, P., Prante, F., & Romero, D. F. (2025). *The overstated effects of conventional monetary policy on output and prices* (No. 264). I4R Discussion Paper Series.

² Bei dem Artikel handelt es sich um eine Übersetzung von „Interest rate hikes are less powerful in reducing inflation than conventional wisdom suggests“, veröffentlicht auf SUERF (<https://www.suerf.org/publications/suerf-policy-notes-and-briefs/interest-rate-hikes-are-less-powerful-in-reducing-inflation-than-conventional-wisdom-suggests/>).

Während die Zentralbanken diesseits und jenseits des Atlantiks weiterhin die Kosten einer anhaltend restriktiven Zinspolitik abwägen, bleibt die Frage, wie wirksam die Geldpolitik tatsächlich ist, so drängend wie eh und je. Die US-amerikanische Federal Reserve hat zuletzt beschlossen, die Leitzinsen nach einem der schnellsten Zinserhöhungszyklen seit Jahrzehnten stabil zu halten (sie gerät dabei aber unter den Druck des US-Präsidenten Trump), während die Europäische Zentralbank weiterhin darüber diskutiert, ob der Kampf gegen die Inflation bereits gewonnen ist.¹

Politik, Finanzmärkte und Haushalte stützen ihre Erwartungen gleichermaßen auf eine zentrale Annahme: dass Zinserhöhungen die Inflation deutlich dämpfen und dabei unvermeidliche, aber verkraftbare wirtschaftliche Wachstumseinbußen verursachen. Doch rechtfertigt die breite empirische Evidenz diese Überzeugung wirklich?

In unserer [neuen Studie](#) bewerten wir die empirische Literatur zu den Effekten von Zinserhöhungen auf Wirtschaftsleistung und Preise. Wir fassen in einer Meta-Studie mehr als 400 Primärstudien zusammen, die nahezu 5.000 Impuls-Antwort-Funktionen zu den dynamischen Effekten von Geldpolitik berichten. Daraus extrahieren wir rund 146.000 Punktschätzungen und Konfidenzintervalle. Unser Datensatz ist der mit Abstand größte zu diesem Thema und setzt Maßstäbe für offene Wissenschaftspraxis. Wir haben unser Projekt mit einem [Pre-Analysis-Plan](#) vorregistriert; jeder Schritt der Datenerhebung und -analyse ist vollständig [dokumentiert](#), um Transparenz, Glaubwürdigkeit und Reproduzierbarkeit zu gewährleisten.

Unter Anwendung von [Meta-Analysetechniken](#) und durch die Korrektur von [verzerrenden](#) Effekten finden wir ein klares Muster: Die Wirksamkeit von Zinsänderungen auf die Entwicklung von Preisen und Konjunktur wurde bislang systematisch überschätzt.

Was die Literatur sagt

Seit Jahrzehnten diskutieren Ökonom:innen darüber, in welchem Ausmaß die konventionelle Geldpolitik – also Änderungen der Leitzinsen – auf die Wirtschaft wirkt.

In den [Lehrbuchmodellen des Neukeynesianismus](#) wird erwartet, dass Zinserhöhungen deutliche, rasche und U-förmige Rückgänge von Wirtschaftsleistung und Inflation auslösen. Der Mechanismus ist folgender: In diesen Modellen reagieren vorausschauende Wirtschaftssubjekte stark auf Änderungen des Zinssatzes durch die Zentralbank, weil sich der Barwert ihrer gesamten Einkünfte der kommenden Jahre verändert. Dadurch lohnt es sich bei einem Zinsanstieg, heute mehr zu sparen und den Konsum in die Zukunft zu verschieben. Dies verringert die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, die Wirtschaftsleistung und letztlich die Preise.

Neukeynesianische Modelle mit heterogenen Agenten (sog. HANK-Modelle) stellen diesen Übertragungsmechanismus der Geldpolitik infrage. Sie betonen die Rolle liquiditätsbeschränkter Konsument:innen, die ihre Ausgaben stärker am aktuellen Einkommen oder an verfügbaren Zahlungsmitteln ausrichten und sich kaum an zukünftig erwarteten Entwicklungen orientieren (können). Die Geldpolitik hat auf diese Haushalte einen anderen Einfluss: Wenn eine Zinserhöhung die Konjunktur bremst und somit ihr Einkommen oder ihre Liquidität verringert, reduzieren diese Konsument:innen folglich auch ihren Konsum. Dadurch entstehen komplexere – und realistischere – Mechanismen, in denen Einkommens-

¹ Dieser Text ist die Übersetzung einer [auf suerf.org erschienenen Zusammenfassung unserer Studie](#).

und Vermögensverteilung eng mit der Wirksamkeit der Geldpolitik verflochten sind. Unter hinreichend allgemeinen Annahmen ähneln die makroökonomischen Gesamteffekte solcher HANK-Modelle jedoch häufig den Ergebnissen der gängigen Neukeynesianischen Modelle. Andere, eher traditionelle keynesianische Modelle sagen im Allgemeinen schwächere Auswirkungen von Zinserhöhungen auf die Preise voraus, da diese eher durch Konflikte zwischen den Beschäftigten und den Unternehmen über Löhne und Preise bestimmt werden und in diesen Modellen Erwartungen über die zukünftige Verzinsung kaum Auswirkungen auf den Konsum haben.

Einige empirische Studien berichten über Effekte, die mit denen Neukeynesianischer Modelle vergleichbar sind, wenngleich die Übertragungsdauer der Effekte in datengetriebenen Ansätzen in der Regel länger ist. Manche Untersuchungen hingegen finden schwächere Effekte, ungewöhnliche Dynamiken oder sogar anfängliche Preissteigerungen infolge von Zinserhöhungen – das sogenannte „Price Puzzle“. Zahlreiche Arbeiten entwickeln deshalb neue Identifikationsstrategien, Schätzverfahren oder suchen nach besseren Datensätzen, um dieses „Preis-Rätsel“ zu lösen.

Vor diesem unsicheren Hintergrund greifen Entscheidungsträger:innen und Modell-Entwickler:innen häufig auf ausgewählte Studien oder einfache Durchschnittswerte über mehrere Studien hinweg zurück. Das birgt die Gefahr systematischer Verzerrungen – etwa, weil Forschende tendenziell Ergebnisse bevorzugen, die statistisch signifikant sind oder die vorherrschende Theorie bestätigen.

Im Fall der Geldpolitik wirkt dieser Publication Bias wie ein asymmetrischer Filter: Er führt dazu, dass positive oder statistisch insignifikante Effekte von Zinserhöhungen auf die Wirtschaftsleistung und die Preise seltener veröffentlicht werden, während stark dämpfende Effekte seltener aussortiert werden und somit überrepräsentiert sind. Auch wenn der wahre zugrundeliegende Effekt einer Zinserhöhung auf die Preise und die Konjunktur negativ ist und die Standardtheorie die Richtung der Effekte korrekt beschreibt, sollten Datenunsicherheiten, zufällige Stichprobenfehler und Modell-Fehlspezifikationen in einigen Fällen zu positiven oder statistisch insignifikanten („Null“-)Ergebnissen führen.

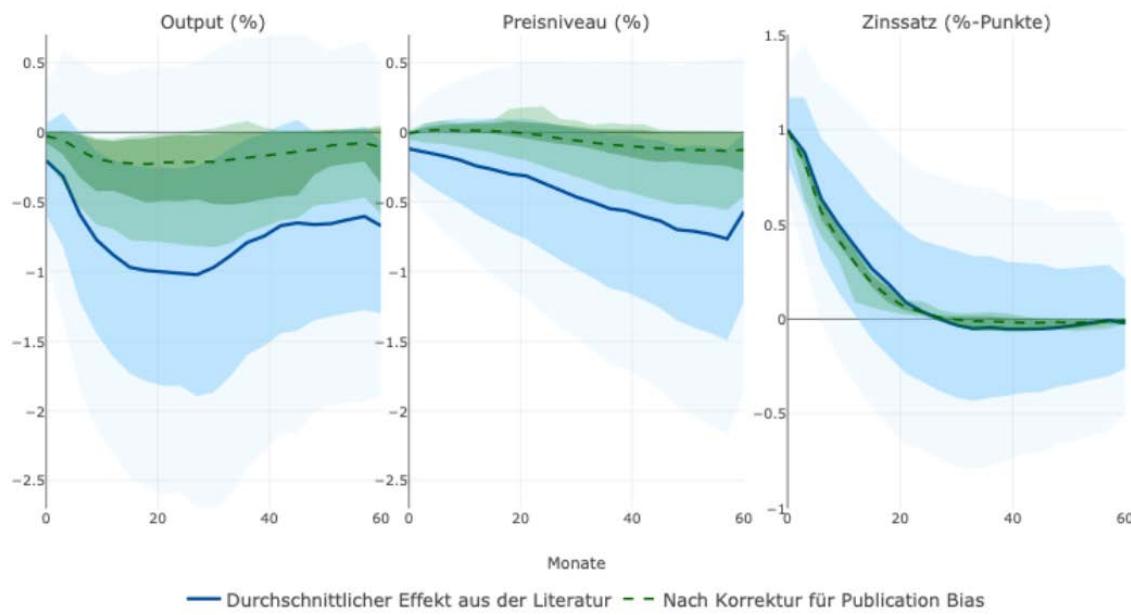
Solche scheinbar unplausiblen oder als „weniger informativ“ geltenden Resultate auszublenden mag auf der Ebene einzelner Studien nachvollziehbar sein. Sie lässt in der Gesamtbetrachtung der Literatur die durchschnittlichen dämpfenden Effekte einer Zinserhöhung auf die Inflation aber stärker erscheinen, als sie wirklich sind.

Durchschnittliche und korrigierte Effekte

Die blauen Linien und schattierten Flächen in der Abbildung unten fassen die einfachen Durchschnittsergebnisse der Literatur zusammen:

- Eine Zinserhöhung um 100 Basispunkte senkt die reale Wirtschaftsleistung (Output) nach etwa zwei Jahren um rund 1 Prozent. Das Konfidenzintervall ist aber breit; ein Null-Effekt kann auf üblichen statistischen Signifikanzniveaus nicht ausgeschlossen werden.
- Die Preise reagieren langsamer, mit dem stärksten Rückgang von etwa 0,75 Prozent nach vier bis fünf Jahren. Auch hier ist die Bandbreite groß und schließt Null-Effekte nicht aus.
- Der Zinssatz selbst steigt unmittelbar um 1 Prozentpunkt; die Reaktion flacht jedoch innerhalb von zwei Jahren wieder ab.

Abbildung: Durchschnittliche Reaktionen auf einen kontraktiven geldpolitischen Zinsschock von 100 Basispunkten und Bandbreite der für Publications Bias korrigierten Reaktionen auf Basis von 4.871 IRFs



Quelle: [Enzinger et al. \(2025\)](#). Die Abbildungen zeigen die durchschnittlichen Reaktionen für die Wirtschaftsleistung und das Preisniveau (in Prozent) sowie die Reaktion in Prozentpunkten für den Zinssatz (blaue Linien) nach einem kontraktiven Schock von 100 Basispunkten der geldpolitischen Leitzinsen, zusammen mit den blau schattierten durchschnittlichen oberen und unteren 68%- und 95%-Konfidenzintervallen. Darüber hinaus enthalten die Abbildungen eine Reihe von für Publication Bias korrigierten Reaktionen für Wirtschaftsleistung, Preisniveau und Zinssatz (grüner Bereich). Dieser Bereich zeigt den 16. bis 84. und den 2,5. bis 97,5. Perzentilbereich der Bias-Korrekturen aus bis zu 42 Meta-Regressionsschätzungen für jeden Reaktionshorizont, basierend auf einer Kombination aus (i) sieben Varianten etablierter Methoden zur Erkennung und Korrektur von Publication Bias und (ii) sechs Stufen der Winsorisierung von Ausreißern. Der Mittelwert dieses Bereichs ist als dunkelgrüne gestrichelte Linie dargestellt.

Auf den ersten Blick deuten diese Durchschnittswerte darauf hin, dass die Zinspolitik stark wirkt und mit den Vorhersagen der Standardmodelle übereinstimmt: Eine Zinserhöhung reduziert die Wirtschaftsleistung und senkt schließlich auch die Preise. Wenn man eine Künstliche Intelligenz nach einer Zusammenfassung der empirischen Literatur und den durchschnittlichen Effekten fragt, wird sie ähnliche Größenordnungen angeben.

Doch Durchschnitte und vorherrschende Auffassungen können irreführend sein. Wir finden systematische Belege für *Publication Bias*: Studienautor:innen veröffentlichen überproportional häufig negative und statistisch signifikante Reaktionen, während insignifikante oder unerwartete Ergebnisse unterrepräsentiert sind.

Das ist keineswegs belanglos. Sobald wir den *Publication Bias* mithilfe etablierter Methoden korrigieren, schrumpfen die geschätzten Effekte einer Zinserhöhung um 100 Basispunkte:

- Die Wirtschaftsleistung dürfte nicht stärker als um 0,5 Prozent zurückgehen, der durchschnittliche korrigierte Effekt liegt näher bei 0,25 Prozent.
- Die Preise fallen dann wahrscheinlich nicht stärker als um 0,25 Prozent, mit einem durchschnittlichen korrigierten Effekt von etwa 0,15 Prozent.

Anders gesagt: Die für *Publication Bias* korrigierten Effekte sind bestenfalls halb so groß wie die unkorrigierten. Um zu diesem Ergebnis zu gelangen, haben wir eine Vielzahl etablierter

Tests angewandt – darunter Funnel-Asymmetrie-Regressionen, Modelle der bedingten Publikationswahrscheinlichkeit und gewichtete Mittelwerte hinreichend aussagekräftiger Schätzungen. Über 42 alternative Spezifikationen hinweg weisen die Korrekturen durchweg in dieselbe Richtung: Die Effekte der Geldpolitik auf Wirtschaftsleistung und Preise sind kleiner als gemeinhin angenommen.

Als Placebo-Test haben wir auch die Reaktionen des Zinssatzes auf die kontraktive Geldpolitik selbst untersucht. Diese werden in den meisten Studien aus Gründen der Vollständigkeit berichtet, stehen aber nicht im Zentrum der Analyse. Wie im rechten Panel der Abbildung zu sehen ist, finden wir dort keine quantitativ bedeutenden Hinweise auf *Publication Bias* – ein starker Hinweis darauf, dass unsere Tests kein zufälliges Muster in den Daten aufgreifen, sondern tatsächlich relevante systematische Verzerrungen identifizieren.

Nicht alle Studien sind gleich, und wir haben untersucht, wie methodische und datenbezogene Entscheidungen die Ergebnisse beeinflussen:

- Identifikation geldpolitischer Schocks: Die Methode, mit der unerwartete Zinsänderungen erfasst werden (nur diese kann man als Ursache für Preis- und Produktionsänderungen interpretieren), spielt eine Rolle. Identifikationsansätze mit Hochfrequenz-Daten finden tendenziell stärkere geldpolitische Effekte auf die Wirtschaftsleistung, während traditionelle rekursive VAR-Modelle häufig ein „Price Puzzle“ erzeugen.
- Journalranking: Studien in Top-Journals zeigen im Durchschnitt größere Effekte, weisen aber auch einen stärkeren Publication Bias auf. Dieses Muster deckt sich mit Ergebnissen aus anderen Feldern der ökonomischen Forschung.
- Länderunterschiede: In Schwellenländern sind die Effekte von Zinserhöhungen schwächer als in entwickelten Volkswirtschaften. Zwischen den Industrieländern selbst (z. B. USA vs. Euroraum) sind die Unterschiede in der geldpolitischen Wirksamkeit hingegen gering.
- Zentralbank-Affiliation: Studien, an denen Zentralbank-Autor:innen beteiligt sind, berichten ähnliche durchschnittliche Effekte wie andere Arbeiten. Dieses Ergebnis weicht von einer früheren Untersuchung ab, die zeigt, dass Zentralbank-Autor:innen tendenziell größere Effekte von unkonventioneller Geldpolitik (Quantitative Easing, QE) berichten.

Kritiker:innen mögen anführen, dass Studien, die in renommierten Zeitschriften erscheinen und modernere empirische Verfahren anwenden, mehr Gewicht erhalten sollten, da diese qualitativ besser sind. Wenn man unseren Datensatz auf Publikationen in Top-Journals beschränkt und gleichzeitig die etwas älteren rekursiven Modelle ausschließt, verändert dies die Ergebnisse nur leicht. Der Mittelwert der für *Publication Bias* korrigierten Schätzungen erreicht dann für die Wirtschaftsleistung einen Maximalwert von 0,45 Prozent, und für das Preisniveau von 0,3 Prozent – beides Werte, die in der Bandbreite unserer korrigierten Gesamtergebnisse liegen.

Die durchschnittlichen korrigierten Effektgrößen für Identifikationen geldpolitischer Schocks mit Hochfrequenzdaten – die methodisch anspruchsvollsten und aktuellsten Ansätze – sind für die Reaktion der Wirtschaftsleistung zwar relativ stark, mit einem maximalen Rückgang von rund 1 Prozent. Für das Preisniveau hingegen liegen sie mit etwa 0,15 Prozent im Bereich des Gesamtdurchschnitts.

Wir finden robuste Belege für *Publication Bias*, unabhängig von der gewählten Teilstichprobe oder welche potenziellen Störfaktoren wir ein- oder ausschließen. Selbst wenn wir die Stichprobe auf sogenannte „Best-Practice-Studien“ beschränken, bleiben die bias-korrigierten Schätzungen klein.

Implikationen für Wirtschaftspolitik und Forschung

Unsere [Ergebnisse](#) haben drei wichtige Implikationen. Erstens für die Geldpolitik: Die empirischen Befunde deuten darauf hin, dass die konventionelle Geldpolitik weniger wirksam ist als gemeinhin angenommen wird. Zinserhöhungen können die Wirtschaftsleistung und die Preise zwar dämpfen, doch das Ausmaß dieser Effekte ist begrenzt. Dies sollte die Erwartungen dämpfen, wie rasch eine Zentralbank die Inflation senken kann, ohne übermäßige wirtschaftliche Kosten zu verursachen. Nach der Korrektur für Publication Bias steigt die sogenannte *Sacrifice Ratio* – also der Verlust an Wirtschaftsleistung in Relation zur Inflationsreduktion – von 1,3 (unkorrigiert) auf 1,7. Mit anderen Worten: Um die gleiche Preisreduktion zu erreichen, muss die Geldpolitik größere wirtschaftliche Wachstumseinbußen in Kauf nehmen.

Da die Inflation in den Industrieländern allmählich wieder in Richtung der Zielwerte sinkt, die Aussichten jedoch in vielen Regionen unsicher bleiben, stehen die Zentralbanken vor schwierigen Zielkonflikten. Sollen sie die Zinsen hochhalten oder sogar weiter erhöhen, um sicherzustellen, dass die Inflation tatsächlich auf zwei Prozent zurückkehrt, oder sollen sie senken, um das Wachstum zu stützen?

In beiden Richtungen gilt: Kleine Schritte werden sehr wahrscheinlich nur kleine Wirkungen zeigen. Das bedeutet nicht, dass die Geldpolitik irrelevant wäre. Aber es heißt, dass ein umfassender wirtschaftspolitischer Mix notwendig sein dürfte, um Herausforderungen zu bewältigen. Andere Politikfelder – etwa Fiskal-, Industrie-, Handels-, Arbeitsmarkt- und Wettbewerbspolitik – könnten dabei eine größere Rolle für die Preisstabilität und die gesamtwirtschaftliche Entwicklung spielen, als bisher weithin anerkannt wird.

Zweitens für die makroökonomische Modellierung: Standardmäßige neukeynesianische Modelle sagen größere und schnellere Effekte von Zinserhöhungen voraus, als wir in den bias-korrigierten Daten beobachten. Unsere Ergebnisse passen besser zu [semi-strukturellen Modellen](#), die tendenziell eher geringe und verzögert einsetzende Reaktionen zeigen. Ebenso können [praxistaugliche](#) HANK-Modelle Impuls-Antworten erzeugen, die in der Größenordnung unserer korrigierten Schätzungen liegen.

Drittens für die zukünftige empirische Forschung: Wir stellen fest, dass die Art und Weise, wie geldpolitische Schocks identifiziert werden, die empirischen Ergebnisse beeinflusst. Die aktuelle Forschung schenkt dieser Frage richtigerweise viel Aufmerksamkeit, vernachlässigt allerdings bislang das Problem des *Publication Bias* – obwohl dieser laut unseren Befunden stärkere Auswirkungen hat.

Künftige Forschung zur Geldpolitik sollte daher größeren Wert auf offene Wissenschaftspraktiken, Replizierbarkeit und die Akzeptanz nicht signifikanter („Null“-)Ergebnisse legen. Diese Themen gewinnen inzwischen in den Wirtschaftswissenschaften [zunehmend an Bedeutung](#).

Schlussfolgerungen

Unsere [Studie](#) bietet eine umfassende quantitative Synthese, wie Wirtschaftsleistung und Preise auf Zinserhöhungen von Zentralbanken reagieren. Die wichtigste Lehre ist ernüchternd: Es gibt Grund zu der Annahme, dass die Wirkungen kleiner, langsamer und weniger verlässlich sind, als gemeinhin angenommen wird.

In den laufenden geldpolitischen Debatten ist es entscheidend, diese Grenzen anzuerkennen. Die konventionelle Geldpolitik bleibt zwar ein zentrales wirtschaftspolitisches Instrument, aber sie ist vermutlich nicht der „allmächtige Hebel“, als der sie in vielen Modellen und Lehrbüchern dargestellt wird.

Für Entscheidungsträger:innen, Forscher:innen und Marktteilnehmer:innen gleichermaßen könnte eine realistischere Einschätzung dessen, was die Zinspolitik einer Zentralbank tatsächlich für die Preisstabilität leisten kann, ein wichtiger Schritt zu besseren wirtschaftspolitischen Entscheidungen sein.

Dezernat Zukunft

Institut für Makrofinanzen

Das Dezernat Zukunft ist eine überparteiliche Vereinigung, die Geld-, Finanz- und Wirtschaftspolitik verständlich, kohärent und relevant erklären und neu denken will. Dabei leiten uns unsere Kernwerte:

Demokratie, Menschenwürde und breit verteilter Wohlstand.

 www.dezernatzukunft.org

 @DezernatZ

Diese Arbeit wurde unterstützt von Open Philanthropy.

Impressum

Veröffentlicht durch:

Dezernat Zukunft e.V.,
Chausseestraße 111, 10115 Berlin
www.dezernatzukunft.org

Vertretungsberechtigter Vorstand:

Dr. Maximilian Krahé

Vorstand:

Dr. Maximilian Krahé, Janek Steitz, Dr. Maximilian Paleschke

Vereinsregister des Amtsgerichts Charlottenburg

Vereinsregisternummer 36980 B

Inhaltlich Verantwortlicher nach §18 MstV: Dr. Maximilian Krahé

Herausgeber:

Dr. Maximilian Krahé, Berlin
E-Mail: max.krahe@dezernatzukunft.org

Design:

Burak Korkmaz

Diese Arbeit von Dezernat Zukunft ist lizenziert unter der CC BY-NC 4.0



Die Inhalte können mit klarer Kennzeichnung der Quelle und, sofern angegeben, unter Angabe des Autors bzw. der Autorin verwendet werden.