

## Workshop 5 \

# Die europäische Geldpolitik zwischen Corona und Inflation Thomas Schneider, Deutsche Bundesbank

Seit der Finanzkrise vor mehr als 10 Jahren kannte die europäische Geldpolitik fast durchweg nur Zinssenkungen, seit 2006 lag der Hauptrefinanzierungssatz bei Null. Zusätzlich hat der EZB-Rat verschiedene Ankaufsprogramme aufgelegt, um die Inflationsraten in Richtung der Zielgröße von 2 Prozent zu heben und um den Auswirkungen von Staatsschuldenkrise und Corona-Pandemie entgegenzuwirken.

Seit Sommer des Jahres 2021 haben die Inflationsraten in Europa nun merklich angezogen. Durch den Krieg in der Ukraine wurde diese Dynamik sogar noch einmal befeuert. Der deutliche Preisanstieg, auch und gerade im Bereich der Nahrungsmittel, belastet nicht zuletzt Menschen mit mittleren und geringen Einkommen massiv. Gleichzeitig liegen die Zinsen, zum Leidwesen der Sparer, immer noch auf historisch niedrigem Niveau, auch wenn der EZB-Rat für Juli und September 2022 die ersten Zinserhöhungen seit mehr als 11 Jahren beschlossen hat.

Herr Schneider vom Stab des Präsidenten der Bundesbank ging in seinem Vortrag „Die europäische Geldpolitik zwischen Corona und Inflation“ auf die historischen Ursachen und die aktuellen Herausforderungen für die europäische Geldpolitik ein und diskutierte mögliche Entwicklungen.

### Ausgangssituation vor Corona

Bereits vor Corona befand sich die europäische Geldpolitik in einer Sondersituation. Es herrschte eine gewisse Angst vor Deflation, da in den akuten Krisenphasen die Inflation eingebrochen war. Darauf reagierte die EZB mit Zinssenkungen bis zu einem Leitzins von 0 Prozent und einem Einlagensatz von -0,5 Prozent. Durch sogenannte Strafzinsen auf Einlagen bei der EZB, sollten den Geschäftsbanken Anreize geboten werden, ihre Liquiditätsüberschüsse über Kredite zu verleihen und so die Liquidität auch tatsächlich in den Markt zu bringen. Allerdings weiteten sich die Liquiditätsreserven der Geschäftsbanken zunehmend aus, ohne letztendlich tatsächlich am Kapitalmarkt, beispielsweise über Kredite, anzukommen.

Flankiert wurden die niedrigen bzw. negativen Zinsen im Rahmen des Quantitative Easing im Euroraum durch massive Ankaufsprogramme zur Ausweitung der Geldmenge, wie dem APP (Asset Purchase Programme). Darunter entfällt auf das PSPP (Public Sector Purchase Programme), also den Ankauf von Anleihen staatlicher und öffentlicher Emittenten am Sekundärmarkt, das größte Volumen unter den APP Teilprogrammen. Die monatlichen Nettoankaufvolumina des APP wurden regelmäßig angepasst. So erreichte die Liquidität im Eurosystem und die Überschussliquidität bereits 2019 Rekordwerte. Inzwischen ist der geldpolitisch motivierte APP-Wertpapierbestand in den Büchern des Eurosystems auf ein Volumen in Höhe von gut 3,3 Billionen € angewachsen (Stand März 2022).

### Corona und die Reaktion der Geldpolitik

In Folge der Corona Krise und den damit verbundenen Lockdowns wurde in Europa ein massiver Wirtschaftseinbruch befürchtet. Der Einbruch des BIP war jedoch nur von kurzer Dauer, da sich die Wirtschaft, nicht zuletzt aufgrund staatlicher Stützungsmaßnahmen und Konjunkturprogramme relativ schnell wieder erholen konnte.

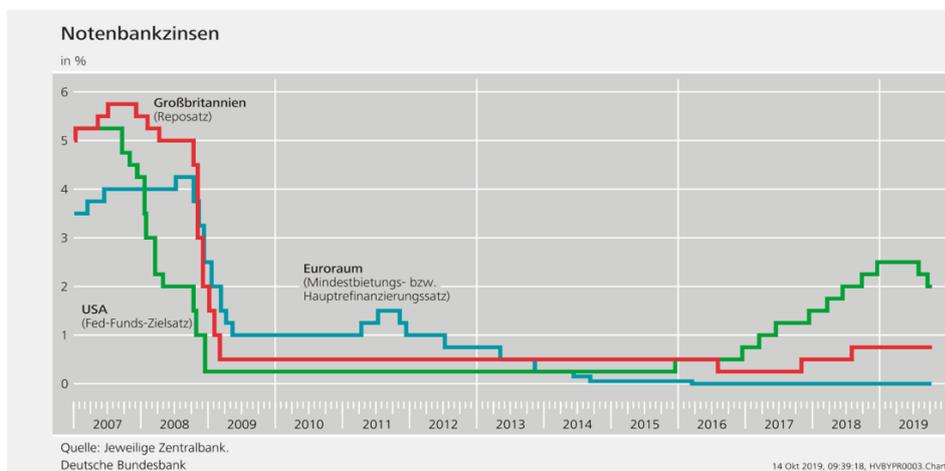
Die fiskalischen Rettungsmaßnahmen in Deutschland und Europa, angefangen bei der Subprime-Krise bis hin zur Corona-Krise, hatten jedoch ihren Preis und führten zu einer kontinuierlich steigenden Staatsverschuldung. Dies stellt die Geldpolitik auch heute noch vor Herausforderungen, da gerade hochverschuldete Staaten bei steigenden Zinsen Refinanzierungsprobleme bekommen könnten.

## Inflationsraten im Euroraum

Betrachtet man die Inflationsraten im Euroraum, so waren diese in der Corona Krise 2020 zunächst auf Talfahrt was die Angst vor einer Deflation weiter befeuerte. Schlüsselt man den HVPI in Kerninflation und Ölpreis auf, so wird deutlich, dass die niedrigen Inflationsraten 2020 überwiegend durch sinkende Ölpreise verursacht wurden.

### Ausgangssituation vor Corona

Geldpolitik bereits im Krisenmodus - Niedrigzinsen



Die EZB reagierte auf die geringen Inflationsraten mit einer Anpassung des APP. So wurden die Ankäufe von 20 Mrd. € monatlich bis Juli 2022 fortgesetzt. Seit Juli 2022 wurden die Nettoankäufe jedoch auf Null zurückgefahren. Zudem beschloss der EZB Rat ein neues Ankaufsprogramm PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) mit dem Ziel eine reibungslose Transmission der Geldpolitik sicherzustellen. Im Rahmen des PEPP waren – zusätzlich zum und getrennt vom weiterlaufenden Ankaufprogramm APP – Anleihekäufe in Höhe von einem Gesamtumfang von 1,85 Bio € möglich. Anleihen privater und öffentlicher Schuldner wurden so bis Ende März 2022 gekauft. Seitdem sind auch hier die Nettoankäufe beendet. Reinvestitionen laufen jedoch noch bis mindestens Ende 2024 weiter.

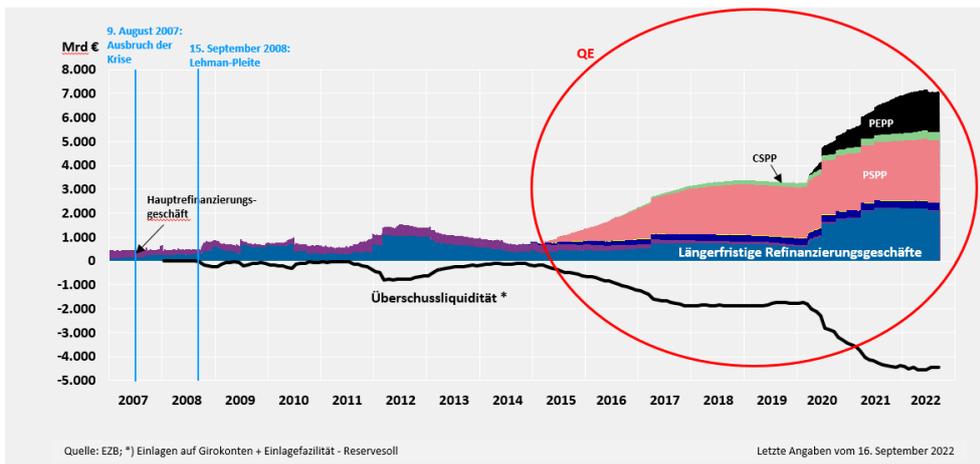
Ergänzend zum PEPP wurden die Bedingungen für die TLTRO-III-Geschäfte gelockert. Der EZB-Rat hat in seiner Sitzung am 7. März 2019 beschlossen, eine neue Reihe von gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (targeted longer-term refinancing operations - TLTRO-III) durchzuführen, um günstige Kreditbedingungen zu erhalten.

Die TLTRO-III wurden seitdem mehrmals angepasst, um die Preisniveaustabilitätsziele des Eurosystems zu erreichen und die Kreditvergabe zu unterstützen. Die Laufzeit der TLTRO-III-Geschäfte beträgt bis zu vier Jahre. TLTRO-III werden grundsätzlich zum durchschnittlichen Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems während der Laufzeit des Geschäfts verzinst. Ab Juli 2020 wurde der Zinssatz jedoch gesenkt. Bis Juni 2022 lag die Maximalverzinsung bei 50 Basispunkten unter dem durchschnittlichen Zinssatz des Hauptrefinanzierungsgeschäfts der jeweiligen Periode.

Institute, die bestimmte Kreditvergabekriterien erfüllten, erhielten zudem eine Prämie in Form von einer zusätzlichen Vergünstigung der Verzinsung. So war für die Geschäftsbanken bei Ausweitung der Kreditvergabe gegenüber einem Benchmark ein Zinssatz von bis zu -1,0% möglich. Die insgesamt 10 durgeführten TLTRO-III Geschäfte beliefen sich zwischen September 2019 und Dezember 2021 auf zusammen ca. 2,3 Billionen Euro.

**Reaktion der Geldpolitik**

Liquiditätsbereitstellung des Eurosystems in der Krise

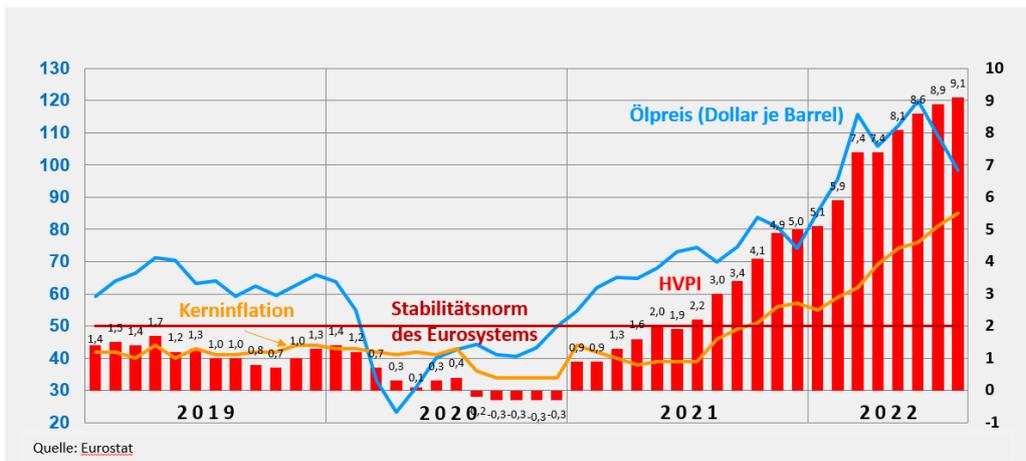


Durch den gezielten und umfangreichen Ankauf von Wertpapieren sind die Bilanzen der Zentralbanken förmlich explodiert. Aktuell werden diese Papiere noch gehalten bzw. durch andere ersetzt. Auf lange Sicht wird es jedoch auch Aufgabe der Notenbank sein, die Bilanzen wieder zu bereinigen.

**Gefahr der steigenden Inflation**

Seit Herbst 2021 erhitzt die steigende Inflation in der Eurozone die Gemüter.

**Gefahr der steigenden Inflation**



Vorübergehende Sondereffekte tragen zum Inflationsanstieg bei, so beispielweise das Ende der befristeten Mehrwertsteuersenkung, eine aufholende Nachfrage bei eingeschränktem Angebot, die Einführung der CO<sub>2</sub> Abgabe zu Jahresbeginn 2021, niedrige Energiepreise im Jahr 2020, hohe Energiepreise im Jahr 2021 und stark steigende Energiepreise aufgrund des Krieges zwischen Russland und der Ukraine auch in 2022. Dabei wird die Inflation befeuert durch Material- und Rohstoffengpässe und gestörte internationale Lieferketten. Auch ein sogenannter „Post-Corona-Boom“ mit Aufholeffekten durch „erzwungenes“ Sparen in der Pandemie könnte preiswirksam werden. Zudem gilt es, die Reaktionen der Gewerkschaften auf den aktuellen Inflationsanstieg abzuwarten und eine Lohn-Preis-Spirale zu verhindern, die sich zumindest bisher noch nicht ausgeprägt hat.

Die hohe Inflation ist zum großen Teil von außen getrieben, durch hohe Energiepreise aufgrund des Krieges zwischen Russland und der Ukraine. Mittlerweile ist die Inflation jedoch auf breiter Front angekommen und betrifft bereits einen großen Teil des Warenkorbs. An der Wirkung des Energiepreisschocks kann die EZB kurzfristig nicht viel ändern. Sie versucht aber durch Zinserhöhungen die Preisentwicklung auf das mittelfristige Ziel zurück zu bringen und zu verhindern, dass sich die hohe Inflation verfestigt.

Mit den geldpolitischen Beschlüssen im Juli und September 2022 und damit der schrittweisen Anhebung der Leitzinsen endete auch die Phase negativer Einlagezinsen und somit auch die expansive Geldpolitik der EZB. Strittig ist innerhalb des Euroraumes jedoch, in welchen Schritten die Zinsen weiter angehoben werden sollen. Während sich Bundesbank-Chef Nagel für ausreichend starke und schnelle Zinserhöhungen ausspricht, darf nach EZB-Präsidentin Christine Lagarde die Notenbank „nicht zu einer vorzeitigen Straffung der Geldpolitik übergehen“. Da die Ursachen der hohen Inflation aktuell eher angebotsseitig sind, beispielsweise durch Energiepreise und Lieferengpässe, ist es schwierig für die Notenbank mit nachfrageorientierten Maßnahmen, wie Zinserhöhungen, gegenzusteuern. Es gilt jedoch das Vertrauen in die Geldpolitik und die Stabilität des Euro zu erhalten, was Zinserhöhungen unumgänglich macht. Dabei erschweren das schwächelnde Wirtschaftswachstum im Euroraum und die hohen Schuldenstände vieler Eurostaaten jedoch eine Straffung der Geldpolitik.

### **Mögliche Folgen und Ausblick**

Zur Absicherung der Transmissionen wurde ein neues Instrument eingeführt - das sogenannte TPI (Transmission Protection Instrument). Es soll die effektive Transmission der Geldpolitik unterstützen, während der EZB-Rat die Normalisierung seiner Geldpolitik fortsetzt und Zinsen erhöht. Ziel ist es „ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamiken“ entgegenzuwirken, „die eine ernsthafte Bedrohung für die Transmission der Geldpolitik im Euroraum darstellen“. Somit eröffnet das TIP der Notenbank theoretisch auch die Möglichkeit, bei Spekulationen gegen Euroländer einzugreifen und deren Staatsanleihen im Falle einer ernsthaften Bedrohung zu kaufen.

In einem Interview im Oktober 2022 äußerte Nagel sich auch zu den Aussichten für die deutsche Wirtschaft und den Arbeitsmarkt hierzulande. Dem Bundesbankpräsidenten zufolge steuert Deutschland zwar auf eine Rezession zu. Er geht aber derzeit davon aus, dass es kein tiefer Einbruch sein werde. Die Perspektiven zu Beginn des Jahres seien vor allem aufgrund auslaufender Corona-Schutzmaßnahmen und allmählich nachlassender Lieferengpässe sehr gut gewesen. Für 2022 insgesamt erwarte die Bundesbank deshalb noch ein Wirtschaftswachstum von zwischen 1,3 und 1,5 Prozent, im Jahr 2023 werde die Entwicklung flach sein. „Der Krieg hat die Situation dramatisch verändert“, so Nagel.

Der Arbeitsmarkt sei aktuell sehr robust, er rechne aber vorübergehend mit einem Anstieg der Arbeitslosigkeit. Die schlechte Wirtschaftslage werde sich aber weit weniger auf den Arbeitsmarkt durchschlagen als vor 20 Jahren. Damals hatte die Arbeitslosenquote elf Prozent betragen. Auch eine Insolvenzwelle erwartet der Bundesbankpräsident trotz steigender Zinsen aus heutiger Sicht nicht, obwohl zeitweise mit höheren Insolvenzzahlen zu rechnen sei.

*von Manuela Röhrle*

*[Quellen: Grafiken entstammen der Präsentation des Referenten]*