

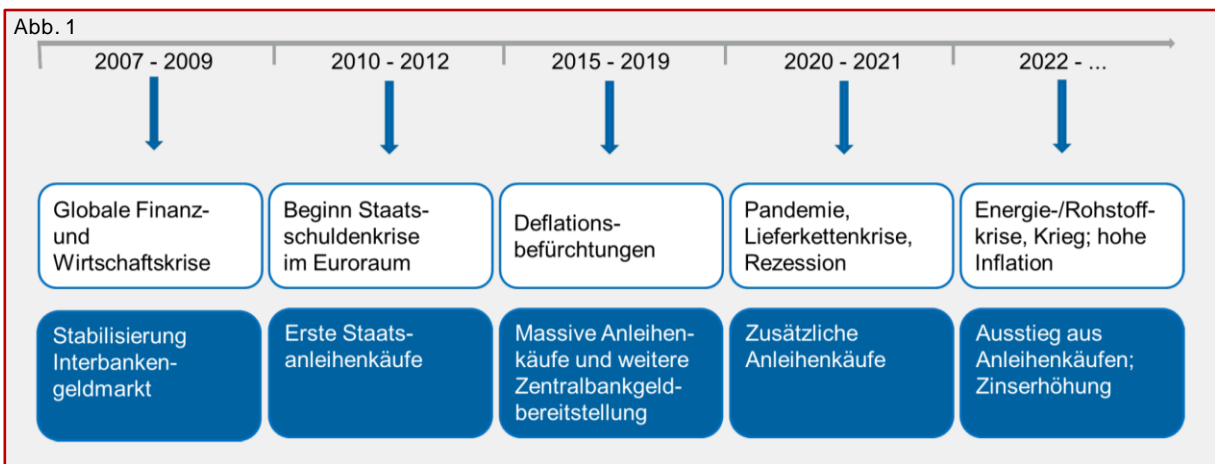
Vortrag 7 \ \

Die europäische Geldpolitik im Spannungsfeld – Konjunkturschwäche, Inflation und geopolitische Ungewissheit
Thomas Schneider, Deutsche Bundesbank

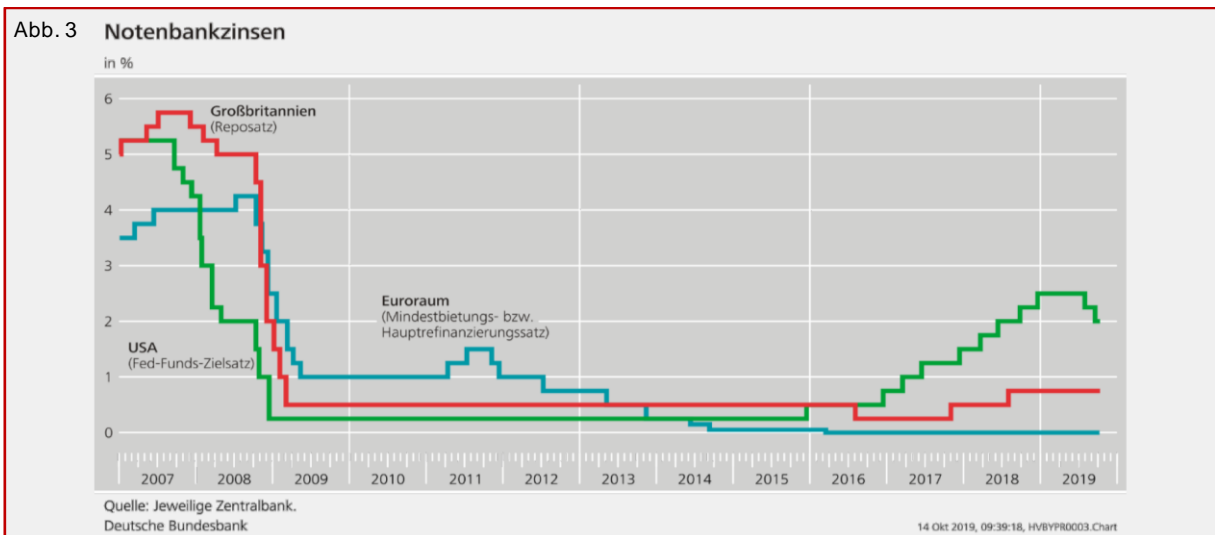
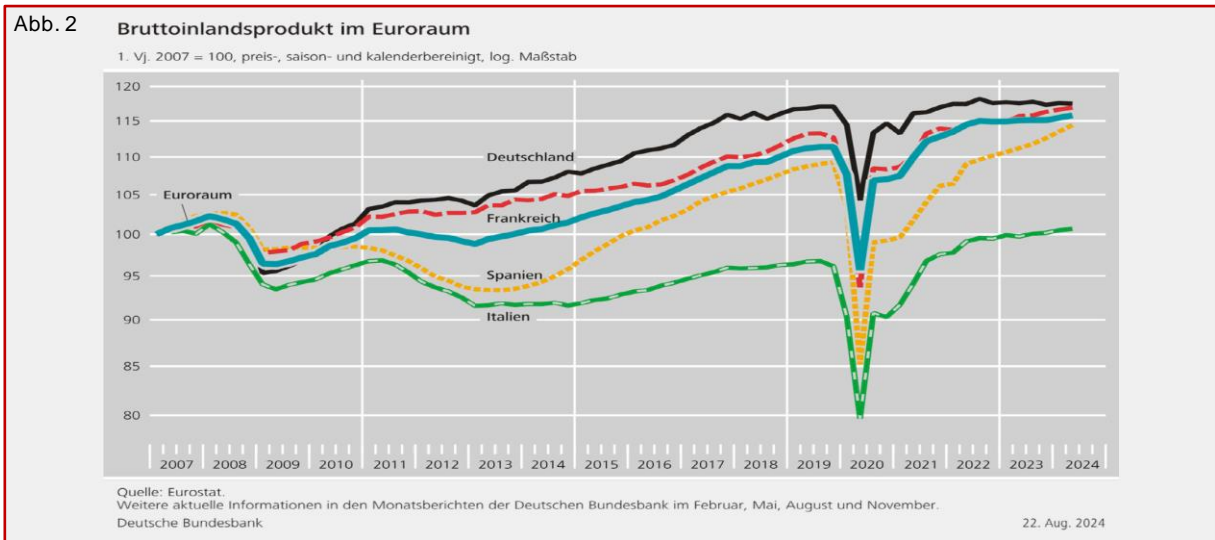


„Geldpolitik ist nicht da, um sich beliebt zu machen“

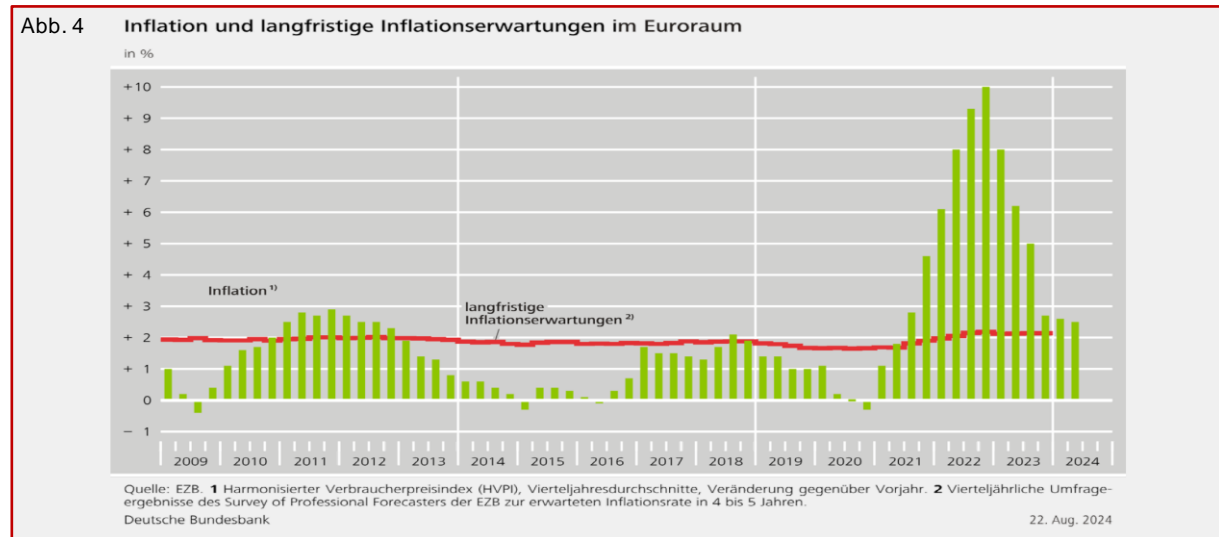
Seit mehr als 15 Jahren befindet sich die Geldpolitik im permanenten Ausnahmezustand (Abb. 1), wobei ihre Maßnahmen nicht nur Zustimmung erfahren haben.



Um die bis etwa 2020 zu niedrigen Inflationsraten im Euroraum in Richtung zwei Prozent zu steigern und die negativen Auswirkungen von Staatsschuldenkrise und Corona-Pandemie (Abb. 2) einzudämmen, betrieb die Europäische Zentralbank eine ultraexpansive (Abb. 3), aber vor allem unkonventionelle Geldpolitik.



Der schlagartige Anstieg der Inflationsrate bis auf über 10 Prozent im Herbst 2022 (Abb. 4) belastet nicht zuletzt Menschen aus mittleren und unteren Einkommensgruppen massiv, weshalb der EZB-Rat im selben Jahr Zinserhöhungen nach Jahren der „Nullzinspolitik“ beschlossen hat. Inzwischen hat sich der Inflationsdruck wieder deutlich verringert und der Aufwärtstrend der Leitzinsen wurde vorerst gestoppt.

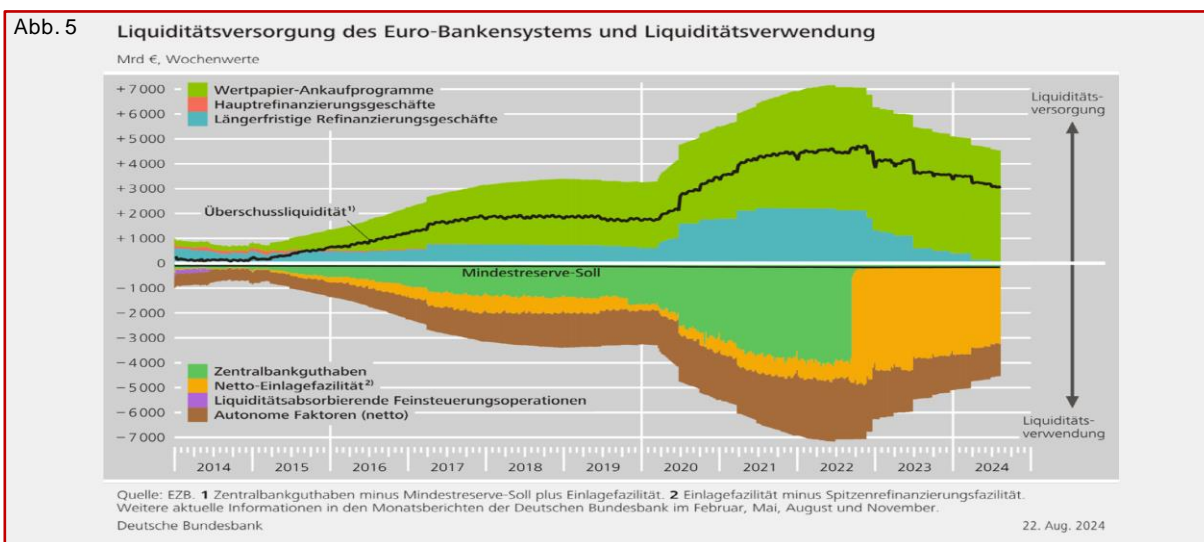


Herr Schneider, Volkswirt, im Stab des Präsidenten der Hauptverwaltung in Bayern der Deutschen Bundesbank und dort unter anderem für ökonomische Bildung zuständig, erläutert in seinem Vortrag die geldpolitischen Entscheidungsfindungen und diskutiert aktuelle Herausforderungen.

Frühere Entwicklungen vor 2022

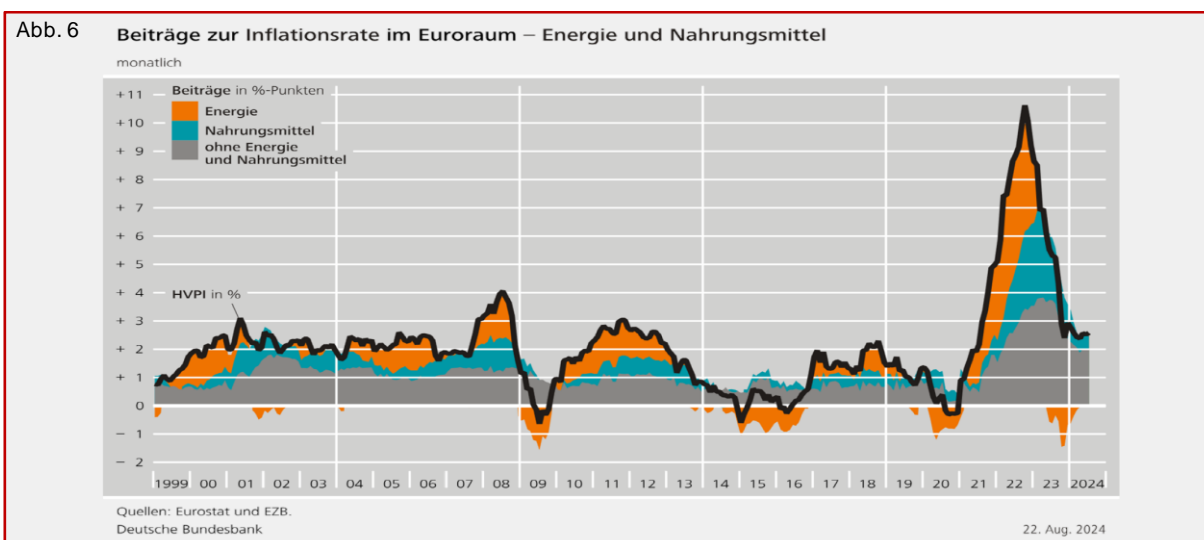
Die Geldpolitik der EZB befindet sich bereits seit der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise in einer Sondersituation. Deflationäre Tendenzen führten zu Zinssenkungen mit einem Leitzins von null Prozent und einem Einlagesatz von -0,5 Prozent. Begleitend dazu erfolgte im Rahmen des Quantitative Easing (QE) eine massive Ausweitung der Geldmenge durch Programme zum Ankauf von Vermögenswerten (APP für Asset Purchase Programme). Ziel dieser QE-Maßnahmen war die Beeinflussung der langfristigen Zinsen (zehn bis 20 Jahre). Das dazu zählende Teilprogramm PSPP (für Public Sector Purchase Programme), also primär der Ankauf von Staatsanleihen, hat schon vor 2020 zu einem Wertpapierbestand in Höhe von über drei Billionen Euro geführt. Während der Corona-Pandemie, die nur einen kurzfristigen Einbruch des Bruttoinlandprodukts zur Folge hatte, führten weitere geldpolitische Entscheidungen zu einer deutlichen Erhöhung des Volumens (Abb. 5):

- Anpassungen am Asset Purchase Programme (APP)
- Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) mit einem Gesamtumfang von 1,85 Billionen Euro
- Lockerung der Bedingungen für die Targeted Longer-term Refinancing Operations (gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, sogenannte TLTRO-III-Geschäfte), mit zehn Geschäften in Höhe von ca. 2,3 Billionen Euro (09/2019 bis 12/2021)
- Pandemic Emergency Longer Term Refinancing Operations (PELTROs) mit einem Volumen von ca. 30 Milliarden Euro (05/2020 bis 12/2021)



Diese Liquiditätsbereitstellung des Eurosystems, als Reaktion der Geldpolitik auf die wirtschaftliche Situation während der Corona-Pandemie, hat bis Ende 2021 zu einer Überschussliquidität (Zentralbankguthaben minus Mindestreserve-Soll plus Einlagefazilität) von über vier Billionen Euro geführt. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – also das klassische geldpolitische Instrumentarium zur Bekämpfung der Inflation bzw. Deflation – machen nur noch einen verschwindend geringen Anteil an den Maßnahmen der EZB aus.

Im Laufe des Jahres 2021 stieg die Inflationsrate im Euroraum auf etwa fünf Prozent. Bereits vor Beginn des Ukrainekriegs verursachten dabei Sondereffekte wie der Mehrwertsteuereffekt und die CO₂-Bepreisung sowie die aufholende Nachfrage bei eingeschränktem Angebot den Preisanstieg. Hohe Energiepreise im Jahr 2021 im Vergleich zu 2020 dominierten zudem den anfänglichen Anstieg der Inflation (Abb. 6). Durch diesen „temporären Preisbuckel“ musste die Zentralbank allerdings hindurchschauen. Trotzdem wurden Anleihen privater und öffentlicher Schuldner im Rahmen des PEPP nur bis Ende März 2022 gekauft. Seitdem sind die Nettoankäufe beendet, wobei Reinvestitionen noch bis mindestens Ende 2024 weiterlaufen.



Aktuelle Entwicklungen seit 2022

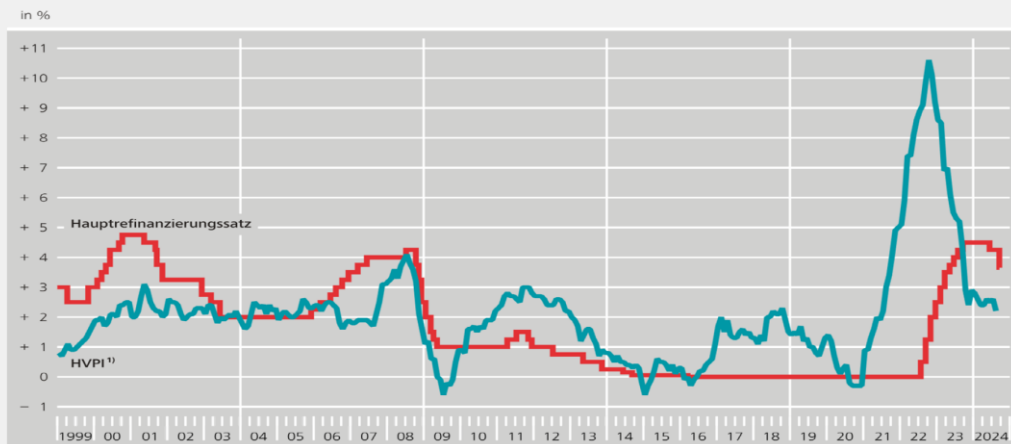
Seit Kriegsbeginn verstärkten sich bereits bestehende Inflationstreiber: Die Energie- und Rohstoffpreise stiegen weiter an, die Lieferkettenprobleme und damit verbundene Angebotsengpässe nahmen zu. Auch Inflationsrisiken wurden durch Chinas No-Covid-Strategie spürbar verschärft. Die Inflation war auf breiter Front angekommen und betraf einen großen Teil des Warenkorbs. Dies führte zu einer neuen Einschätzung der Situation durch den EZB-Rat, der sich die Entscheidung für die „Zinswende“ allerdings nicht einfach machte. Da die Ursachen der hohen Inflation eher angebotsseitig zu verorten waren, schien es für die Notenbank zunächst schwierig, mit nachfrageorientierten Maßnahmen gegenzusteuern, zumal die Konjunkturschwäche im Euroraum sowie hohe Schuldenstände vieler Eurostaaten nicht gerade für eine restriktive Geldpolitik sprachen. Es galt jedoch das Vertrauen in die Geldpolitik zu erhalten, was eine Erhöhung der Leitzinsen unumgänglich machte:

| Datum | Anhebung | Basispunkte | Leitzins (Einlagesatz) |
|------------|----------|-------------|------------------------|
| 21.07.2022 | 1. | 50 | 0,00 % |
| 08.09.2022 | 2. | 75 | 0,75 % |
| 27.10.2022 | 3. | 75 | 1,50 % |
| 15.12.2022 | 4. | 50 | 2,00 % |
| 02.02.2023 | 5. | 50 | 2,50 % |
| 16.03.2023 | 6. | 50 | 3,00 % |
| 04.05.2023 | 7. | 25 | 3,25 % |
| 15.06.2023 | 8. | 25 | 3,50 % |
| 27.07.2023 | 9. | 25 | 3,75 % |
| 14.09.2023 | 10. | 25 | 4,00 % |

Mit der ersten Anhebung der Leitzinsen seit 2011 endete auch die Phase negativer Einlagezinsen, wodurch sich die Liquiditätsverwendung (Abb. 5) ab der zweiten Anhebung dahingehend änderte, dass das Zentralbankguthaben der Geschäftsbanken in die Einlagefazilität floss. Am 26.10.2023 wurde eine Zinspause beschlossen, da die zehn Zinsschritte ihre Wirkung entfaltet haben. Die Inflation im Euroraum hat vor allem durch gesunkene Energiepreise deutlich nachgelassen (2,2 % im August 2024). Anfang des Jahres 2024 drückte es der Präsident der Deutschen Bundesbank, Herr Dr. Nagel folgendermaßen aus: „Das gierige Biest Inflation scheint mittlerweile – zumindest ansatzweise – gezähmt.“

Parallel zu den Zinserhöhungen stellte das Eurosystem die Reinvestitionen im Rahmen des APP im Juli 2023 ein und seit Mitte 2024 wurde damit begonnen das PEPP auslaufen zu lassen. Es hat damit ein Rückgang der Überschussliquidität bereits eingesetzt (um ca. eine Billion Euro). Diese Bilanzverkürzung erhöht somit den geldpolitischen Handlungsspielraum. Denn im Euroraum gibt es nicht nur einen, sondern drei Leitzinssätze: für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (Abb. 7), für die Einlagenfazilität und für die Spitzenrefinanzierungsfazilität. Lange Zeit war ersterer der wichtigste der drei Sätze, die beiden anderen Zinssätze gewissermaßen Leitplanken des Geldmarktes. Sie bildeten einen Korridor, in dem sich der Tagesgeldsatz bewegte.

Abb. 7 Leitzinssatz und Inflationsrate im Euroraum



Quellen: EZB und Eurostat. 1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI), monatlich, Veränderung gegenüber Vorjahr.
Deutsche Bundesbank

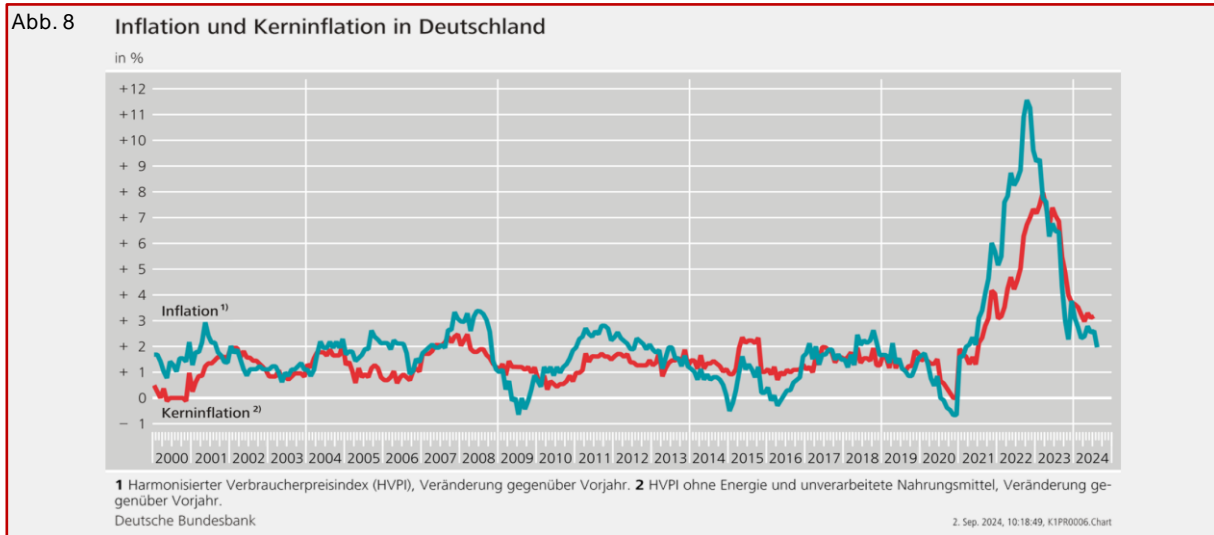
18. September 2024

Seit geraumer Zeit orientieren sich die kurzfristigen Zinsen jedoch am Einlagesatz, was auch als De facto-Floorsystem bezeichnet wird; entsprechend ist der Einlagesatz gemeint, wenn vom Leitzins gesprochen wird. Im Rahmen einer Überprüfung des geldpolitischen Handlungsrahmens wurde auch deshalb beschlossen, den Abstand zwischen dem Hauptrefinanzierungssatz und dem Einlagesatz ab Mitte September 2024 von 50 Basispunkten auf 15 Basispunkte zu verringern, um die kurzfristigen Geldmarktsätze im Einklang mit den geldpolitischen Beschlüssen des EZB-Rats steuern zu können. Nach einer ersten Senkung des Einlagezinses um 25 Basispunkte auf 3,75 % im Juni 2024 erfolgte dann im September die zweite Senkung des Einlagezinses um weitere 25 Basispunkte auf 3,50 % während Haupt- und Spitzenrefinanzierungssatz jeweils um 60 Basispunkte sanken.

Damit der EZB-Rat eine Normalisierung seiner Geldpolitik fortsetzen kann, wurde das neue Instrument TPI für Transmission Protection Instrument zur Absicherung der effektiven Transmission eingerichtet. Es soll „ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamiken“ entgegenwirken, „die eine ernsthafte Bedrohung für die Transmission der Geldpolitik im Euroraum darstellen“. Letztlich wurde der Notenbank eine theoretische Möglichkeit geschaffen, bei Spekulationen gegen Euroländer einzugreifen, indem sie deren Staatsanleihen kaufen könnte. Dieses Instrument wird deshalb auch – um es mit den Worten von Herrn Draghi auszudrücken – als „Whatever it takes 2.0“ bezeichnet.

Zukünftige Entwicklungen nach 2024

Die weitere Zinsentwicklung ist nicht vorgezeichnet und in den kommenden Monaten können die Inflationsraten aufgrund statistischer Effekte möglicherweise auch wieder anziehen. Die EZB erwartet für das zweite Halbjahr 2025 ein Erreichen der mittelfristigen Zielquote von 2,00 %. Insbesondere die Kerninflationsrate befindet sich aber noch immer auf einem hohen Niveau (Abb. 8).



Auch der Preisdruck vor allem bei Dienstleistungen ist aufgrund gestiegener bzw. steigender Löhne nach wie vor hoch und die Unsicherheiten sowie Preisrisiken durch geopolitische Spannungen bleiben erheblich. Das heißt der EZB-Rat muss noch mehr als bisher auf die aktuellen Inflations- und Konjunkturdaten schauen. Die Bilanz schrumpft zwar allmählich, aber die Überschussliquidität wird in den kommenden Jahren noch auf einem hohen Niveau bleiben. Demnach bewegen sich die kurzfristigen Geldmarktzinsen wohl weiterhin in der Nähe des Einlagesatzes, wobei eine gewisse Volatilität nicht auszuschließen ist. Die Anpassung des geldpolitischen Handlungsrahmens vor dem Hintergrund der Bilanznormalisierung des Eurosystems soll die Angemessenheit sicherstellen:

- Steuerung der Geldpolitik weiterhin über den Zinssatz für die Einlagefazilität
- Liquidität wird über ein breit gefächertes Instrumentarium bereitgestellt
- Hauptrefinanzierungsgeschäfte weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung

Eine Überprüfung wesentlicher Parameter des Handlungsrahmens ist für 2026 geplant, das heißt bei strukturellen Marktveränderungen erfolgt gegebenenfalls auch eine Neuausrichtung, um die Geldpolitik an die Marktbedingungen anzupassen.

Text Stefan Pohle, Abbildungen Thomas Schneider, Foto Johannes Wintermeier