

Geldpolitik über Corona hinaus

Die EZB hat in den letzten Jahren ihr Instrumentarium immer weiter ausgebaut. Zuletzt kam in der Covid-Pandemie das Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) hinzu. Schon vorher war der Kurs der Geldpolitik bereits sehr expansiv. In der Krise war das nochmalige Stützen richtig. Doch angesichts der perspektivisch überwundenen Pandemie und des wieder steigenden Preisauftriebs stellt sich die Frage nach dem Wann und Wie eines Ausstiegs.

- Für die Reihenfolge des Ausstiegs zeichnet sich in Bezug auf die einzelnen Instrumente eine recht klare logische Ordnung ab. Zuerst müsste das PEPP als Sondermaßnahme zurückgeführt und zumindest in Bezug auf seine Netto-Neukäufe eingestellt werden. Dann würden später die anderen Ankaufprogramme (netto) zurückgefahren werden, bevor es zu ersten Leitzinssteigerungen kommen könnte. Dabei sind die Interaktionen mit der Finanzpolitik in Europa und auch mit der Geldpolitik im US-Dollar zu beachten.
- Aktuell wägt die EZB die Entwicklung der Finanzierungsbedingungen versus den Inflationsausblick ab. Sie will erklärtermaßen keine Verschärfung, solange der Inflationsausblick nicht dauerhaft bei höheren Raten gefestigt ist. Das ist eine Gratwanderung, weil beide Größen zusammenhängen und derzeit vor allem in der Teuerung schon starke Bewegungen auftreten.
- Dem Inflationsausblick kommt deshalb derzeit besonders hohe Bedeutung zu. Wirklich klar werden wir erst in zwei Jahren sehen, ob die derzeit höheren Preissteigerungsraten wirklich nur ein Inflationsbuckel sind, durch den man hindurchsehen kann. Erhöhte Wachsamkeit bleibt in jedem Fall geboten.

15. Juni 2021

Autoren:

Uwe Dürkop - Berliner Sparkasse
Jochen Intelmann - Haspa
Dr. Ulrich Kater - DekaBank
Christian Lips - NORD/LB
Dr. Thomas Meissner - LBBW
Dr. Jürgen Michels - BayernLB
Dr. Reinhold Rickes - DSGV
Dr. Gertrud Traud - Helaba
Prof. Dr. Carsten Wesselmann
- Kreissparkasse Köln

Koordinator:

Dr. Holger Schulz
holger.schulz@dsgv.de

EZB: Richtige Politik in der Krise

Schon lange vor der Corona-Pandemie betrieb die EZB eine stark expansive Geldpolitik, und sie nutzte dafür ein breites Spektrum an Instrumenten. Mit extrem niedrigen Leitzinsen, Wertpapierkäufen im Rahmen des Asset Purchase Programme (APP) und an die Kreditvergabe gekoppelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (TLTROs) versuchte sie, ein wachstumsfreundliches finanzielles Umfeld zu schaffen, um letztlich der Inflation mehr Auftrieb zu verleihen. Wie die anderen großen Zentralbanken stemmte sie sich dabei gegen einen hartnäckigen weltweiten Trend zu niedriger Inflationsraten und verfolgte damit mandatsgerecht ihr Ziel der Preisniveaustabilität. Dass mit diesen extremen Maßnahmen auch Nebenwirkungen einhergingen und dass die EZB in vielen Euro-Mitgliedsländern Anreize für dringend benötigte Wachstumsreformen verringerte, wurde vor der Corona-Krise ausgiebig diskutiert. Diese Diskussion gipfelte in Deutschland in der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts, dass die EZB ihre Mittel zur Zielerreichung gegenüber diesen Nebenwirkungen nachvollziehbar abwägen müsse. Dies hat die EZB mittlerweile getan, weshalb das Bundesverfassungsgericht auch keinen Grund sah, den geldpolitischen Instrumenteneinsatz während der Corona-Krise zu rügen.

Diese grundsätzliche Diskussion geriet in den Hintergrund, als im Winter 2020 die Corona-Pandemie ausbrach und die Weltwirtschaft in einen Ausnahmezustand versetzte. Kurz nach dem Corona-Ausbruch kamen zu den bereits eingesetzten weitere Instrumente hinzu. Insbesondere wurde mit dem Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) ein zweites Wertpapierkaufprogramm aufgelegt. Die Konditionen der TLTROs wurden noch einmal erheblich nachgebessert, und das Programm wurde um weitere Langfristender verlängert. Damit die Banken von diesem generösen Angebot auch umfangreichen Gebrauch machen können, wirkte die EZB einer potenziellen Verknappung zentralbankfähiger Sicherheiten entgegen. So akzeptiert sie vorübergehend auch solche Anleihen, die erst in jüngster Zeit ihren Investment-Grade-Status verloren haben. Zudem macht sie es den Banken leichter, bei ihren Refinanzierungsgeschäften Buchkredite als Sicherheiten zu stellen. Ergänzend bietet die EZB auch Refinanzierungsgeschäfte mit mittleren Laufzeiten (PELTROs) an, für die sich die Banken nicht durch eine ausreichende Kreditvergabe qualifizieren müssen und bei denen die dokumentarischen Pflichten gegenüber den TLTROs gemindert sind.

Als „unkonventionelle“ geldpolitische Instrumente werden insbesondere alle Arten von Anleihekäufen bezeichnet. Die EZB macht für ihre Anleiheprogramme zwei Zwecke geltend: Zum einen die direkte Unterstützung bei der geldpolitischen Zielerreichung, wenn das „konventionelle“ Instrument des Leitzinses ausgereizt ist (leicht unter Null Prozent) und zum zweiten die indirekte Unterstützung dadurch, dass besondere

*Corona als
Sondersituation...*

*...erforderte
Sonder-Instrumente*

Hindernisse bei der Transmission von geldpolitischen Impulsen beseitigt werden. Ein solches besonderes Hindernis ist etwa die Beeinträchtigung der Wirtschaft durch die Corona-Pandemie. Nicht mehr benötigt werden die unkonventionellen Anleihekäufe, wenn das konventionelle Zinsinstrument wieder ausreichend Wirkung auf die Inflationsrate entfaltet (sprich: wenn das natürliche Zinsniveau wieder ansteigt) und wenn keine besonderen Hindernisse mehr bestehen.

Das APP-Programm dient im Sinne dieser Kategorisierung der direkten Unterstützung der Geldpolitik. Zwar nennt die EZB kein konkretes Datum, zu dem sie diese Anleihekäufe einstellen will. Ihrer Kommunikation ist jedoch klar zu entnehmen, dass dieses Programm nicht permanent als reguläres Instrument angelegt ist, obwohl es nun schon seit vielen Jahren genutzt wird. Grundsätzlich gibt sie zu verstehen, dass sie auf Wertpapierkäufe zurückgreifen will, solange ihr der Spielraum für Leitzinssenkungen nicht ausreichend groß erscheint. Dies unterstreicht einerseits die Nähe des APP zum Inflationsziel. Andererseits erstrecken sich die Käufe neben öffentlichen Anleihen nahezu aller Mitgliedsländer auch auf Unternehmensanleihen, Covered Bonds und Asset Backed Securities. Hierin kommen Aspekte der geldpolitischen Transmission zum Ausdruck. Mit der breiten Streuung der Käufe will die EZB auch sicherstellen, dass die niedrigen Zinsen alle geografischen Regionen und alle Segmente der Anleihemärkte erreichen.

Hiervon abzugrenzen ist das Wertpapierkaufprogramm PEPP, dessen Zielsetzungen sich seit seiner Ankündigung im März 2020 mehrfach verschoben haben. Anfangs sollte es vor allem dazu dienen, von der Corona-Krise hervorgerufenen Störungen der geldpolitischen Transmission entgegenzuwirken. Die außergewöhnliche Verunsicherung im März 2020 ging mit einer erhöhten Nachfrage nach Liquidität einher, was sowohl die Zinsen am Geldmarkt als auch die Renditen risikoarmer Staatsanleihen in die Höhe trieb. Gleichzeitig stiegen die Risikozuschläge an den Rentenmärkten, weil sich Anleger insbesondere aus Mitgliedsländern mit hohen Staatsschulden und schwächeren Bankensystemen zurückzogen. Nachdem sich dieser erste Sturm gelegt hatte, verlagerte sich der Fokus des PEPP mehr auf makro-ökonomische Ziele. So sollte durch zusätzliche Wertpapierkäufe der negative Einfluss der Corona-Pandemie auf den vorhergesagten Pfad der Inflation ausgeglichen werden. In jüngerer Zeit wurde vor allem die Absicht hervorgehoben, ein günstiges finanzielles Umfeld zu bewahren. Dieses wird aus Sicht der EZB unter anderem dadurch bedroht, dass höhere Renditen von US-Staatsanleihen auf die Eurozone ausstrahlen oder Marktteilnehmer hierzulande unrealistisch schnelle Leitzinserhöhungen einpreisen.

PEPP mit wechselnder Zielrichtung

Insgesamt hat das PEPP somit einen ambivalenten Charakter. Es soll sowohl den monetären Stimulus verstärken und dadurch zum Erreichen des Inflationsziels beitragen als auch die Transmission der niedrigen

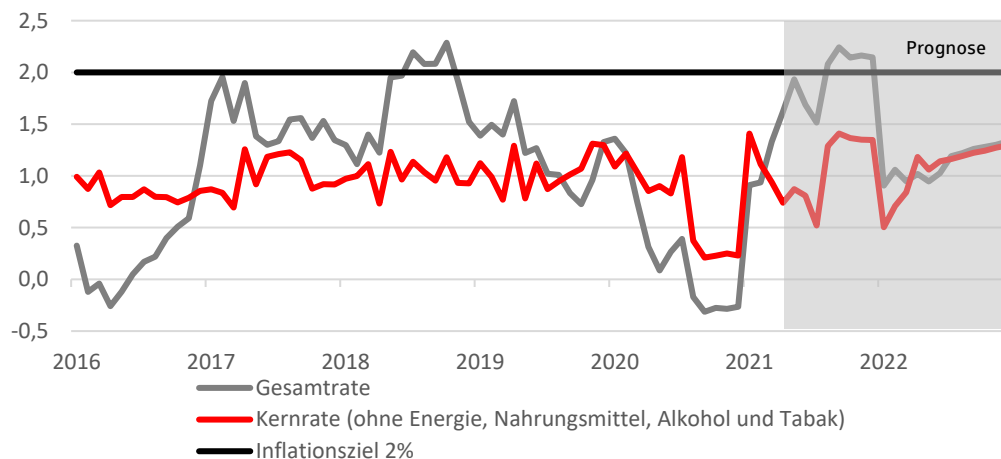
Leitzinsen in alle Bereiche der Realwirtschaft sicherstellen. Da die EZB dieses Wertpapierkaufprogramm ausdrücklich durch die besonderen Umstände der Corona-Pandemie begründet, ist es eindeutig kürzer befristet als das APP. Allerdings wurde es bereits zweimal verlängert, und auch sein derzeit avisiertes Ende im März 2022 ist nicht in Stein gemeißelt.

Ausstiegssampel Konjunktur- und Inflationsdaten: Verlässliche Signale erst in zwei Jahren

Das Hauptproblem bei der Einschätzung der künftigen Inflationsgefahren liegt darin, dass die traditionellen Konjunktur- und Inflationsdaten derzeit kaum zuverlässig interpretierbar sind. Die Corona-Krise hat vollkommen neue Konjunkturmuster hervorgebracht, die sich von allen herkömmlichen Konjunkturzyklen unterscheiden. Das mehrjährige träge Auf und Ab herkömmlicher Konjunkturzyklen ist im vergangenen Jahr ersetzt worden durch drastische Ausschläge mit heftigen quartalsweisen Einbrüchen und stürmischen Erholungsrallyes. Herkömmliche Wirtschaftsdaten erreichen die Öffentlichkeit erst mit wochenlangem Zeitverzug, wenn die Wirtschaft längst schon wieder „ganz woanders“ ist. Überkommene Saisonmuster sind außer Kraft gesetzt, wenn Lockdown-Verhältnisse vollkommen neue Konsumgewohnheiten hervorrufen. Bei der Preisstatistik kehren Corona-Konsummuster in den Warenkörben das Unterste zuoberst und machen damit den Indexvergleich eigentlich unbrauchbar. Basiseffekte beim Zwölf-Monats-Vergleich lassen Produktions- wie Inflationszahlen wilde Sprünge vollführen. Und Stimmungsindikatoren vermelden Rekordanstiege, weil erstens mit der desaströsen Lage im Vorjahr verglichen wird und zweitens erstmal aufgeholt werden muss, was in den letzten Monaten liegen geblieben ist, was aber nichts über die Nachhaltigkeit der Auftragsflut aussagt. Es ist mit den Konjunkturdaten in Pandemiezeiten wie bei einem Seismographen, der im Augenblick des Erdbebens wilde Ausschläge in alle Richtungen produziert und erst nach und nach wieder eine gerade Linie anzeigt. Dies alles hilft bei der Standortbestimmung kaum weiter, geschweige denn bei der Identifizierung längerfristiger Trends. Die Beruhigung der Datenlandschaft wird erst im kommenden Jahr stattfinden und erst dann kann abgeschätzt werden, ob aus den gegenwärtigen coronainduzierten Preissprüngen tatsächlich ein Inflationsprozess in Gang gesetzt worden ist.

*Preissignale derzeit
von Sondereinflüssen
überlagert*

Abb. 1 Inflationsrate Euroraum



Quellen: Eurostat, DekaBank (Prognose)

Geldpolitik unter erschwerten Bedingungen

Für die Träger der Geldpolitik ist diese Unsicherheit besonders misslich, weil ihr Mandat zuvorderst mit der Wahrung der Preisstabilität unterlegt ist. Dies macht frühzeitiges Antizipieren von nachhaltigen Preisgefahren zur obersten Priorität. Mit hohen Geldmengensteigerungen, hoher Verschuldung und Angebotsknappheiten sind viele klassische Zutaten für einen Inflationsprozess vorhanden. Allerdings ist damit nicht gesagt, dass diese Zutaten auch in den kommenden Jahren noch vorhanden sein werden. Dazu kommt, dass die herkömmlichen Inflationsmodelle mit Geldmenge oder Auslastungsgrad als Haupterklärungsfaktoren in den letzten Jahren deutlich an Erklärungskraft verloren haben.

Im Ergebnis ist die Unsicherheit über den Weg, den die Inflation in den kommenden Jahren nehmen wird, heute so hoch wie lange nicht mehr. Das ist auch der Grund dafür, dass bei den langlaufenden Anleiherenditen die Laufzeitenprämie deutlich angestiegen ist.

Notenbanken sind gegenwärtig mehr denn je in der Rolle eines Risikomanagers, der die Gefahren einer zu frühen Straffung der Geldpolitik gegen die einer zu späten abwägen muss.

*Notenbanken
als Risikomanager*

Ausstieg: Mind The Gap

Die Sortierung der verschiedenen Instrumente nach Dauerhaftigkeit und Zweck bildet die Ausgangsbasis dafür, über den Ablauf eines geldpolitischen Ausstiegs nachzudenken. Je nach Zielsetzung sollten bei der Entscheidung über den jeweiligen Ausstiegsschritt eher die Inflation oder Entwicklungen im Finanzsystem den Ausschlag geben.

Derzeit konzentriert sich die geldpolitische Diskussion auf die Zukunft des PEPP. Die Notenbanker sollten dabei zwei Argumente gegeneinander abwägen. Das eine ist der in den jeweiligen neuen makroökonomischen Projektionen enthaltene Inflationsausblick, das andere eine umfassende Einschätzung der herrschenden Finanzierungsbedingungen. Die zugrundeliegende Idee dabei ist, dass die Finanzierungsbedingungen für die Realwirtschaft nur in dem Maße strenger werden sollen, wie die EZB dem Inflationsziel näherkommt. Die Finanzierungsbedingungen sind allerdings stark von der Entwicklung der globalen Finanzmärkte beeinflusst.

Dieses Entscheidungskalkül wird sich ändern, wenn die nächsten Ausstiegsschritte mit großer Marktrelevanz anstehen, nämlich die Einstellung auch des APP und letztlich die Anhebung der Leitzinsen. Eine Erhöhung kommt erst dann in Betracht, wenn die EZB aufgrund ihrer makroökonomischen Projektionen fest überzeugt sein kann, ihr Inflationsziel bis zum Ende des Prognosehorizonts nachhaltig zu erreichen. Die Netto-Wertpapierkäufe des APP werden erklärtermaßen erst kurz vor dem ersten Zinsschritt enden. Für die Einstellung des APP ist somit die Inflationsperspektive auf die mittlere Frist das ausschlaggebende Kriterium. Die Hürden liegen dabei etwas weniger hoch als bei der ersten Leitzinserhöhung, aber beträchtlich höher als beim Auslaufen des PEPP. Bei allen Beständen, die aus den diversen Ankaufprogrammen angesammelt sind, stellt sich erst sehr langfristig die Frage, wie diese dann abgebaut werden können.

Man muss sich beim Timing des Ausstiegs daher an den Voraussetzungen für die einzelnen Schritte orientieren. Die derzeitigen EONIA-Forward-Sätze deuten an, dass Marktteilnehmer eine Anhebung des Einlagensatzes auf -0,25 Prozent etwa für die Jahresmitte 2024 erwarten. Nimmt man die Forward Guidance der EZB wörtlich, müssten dafür spätestens im März 2024 ihre makroökonomischen Projektionen für das Jahr 2026 (das dann das Ende des Prognosehorizonts markiert) eine Inflationsrate um 2 Prozent anzeigen. Hinzu kommt das zweite Kriterium, dass die Konvergenz in Richtung des Inflationsziels bereits in der zugrundeliegenden Inflation erkennbar sein muss. Die EZB zieht hierfür verschiedene Indikatoren zu Rate. Wir verstehen diese Formulierung aber dahingehend, dass vor dem ersten Zinsschritt die Kerninflation nachhaltig auf etwa 1,5 Prozent geklettert sein sollte.

Wachsamkeit

Eine solche Perspektive über viele Jahre in die Zukunft ist naturgemäß mit vielen Unwägbarkeiten versehen und zwar in beide Richtungen:

Eine Verlängerung der Ausstiegsphase kann, wie etwa 2018/19 ebenfalls geschehen, durch negative Schocks hervorgerufen werden. Kurzfristig gehen die größten Risiken für den geldpolitischen Ausstieg von den Finanzierungsbedingungen aus. Sollte sich die Korrektur an den Rentenmärkten schneller fortsetzen, als es die EZB für verkraftbar hält, würde sie vermutlich mit einer Aufstockung und Verlängerung des PEPP reagieren. Mittelfristig verlagern sich die Risiken mehr auf das Gebiet der Inflation. Die Einschätzung der EZB und vieler Analysten, dass der derzeitige Anstieg der Inflation nur vorübergehender Natur sein wird, müsste sich als komplett falsch erweisen, um einen deutlich schnelleren geldpolitischen Ausstieg hervorzurufen, als derzeit an den Märkten ohnehin eingepreist ist. Umgekehrt würde ein stärker als erwarteter Rückgang der Inflation im Jahr 2022 dafür sprechen, das APP länger fortzusetzen und die Leitzinsen später zu erhöhen.

Auch Wechselwirkungen mit der Fiskalpolitik sind zu beachten. Im Augenblick herrscht zwischen Notenbankern und Regierungsvertretern ein Konsens, dass eine rasche Erholung von den wirtschaftlichen Folgen der Pandemie einen kraftvollen Einsatz sowohl der Geld- als auch der Fiskalpolitik erfordert. Auf längere Sicht ist eine Reduktion der Haushaltsdefizite aber unumgänglich. Kürzlich hat sich der finnische Notenbankpräsident Rehn in einem Zeitungsinterview dafür ausgesprochen, zuerst die fiskalischen Stimuli zurückzufahren, flankiert von einer noch für längere Zeit expansiven Geldpolitik. Sollte sich diese Vorstellung durchsetzen, wäre mit einem insgesamt langsameren geldpolitischen Ausstieg zu rechnen.

Interaktion von Geld- und Fiskalpolitik

Zudem wird auch die Überprüfung der geldpolitischen Strategie, die die EZB in den nächsten Monaten abschließen will, Auswirkungen auf das Tempo des Ausstiegsprozesses haben. Sollte sie sich, ähnlich wie die Fed, für ein Konzept des Average Inflation Targeting entscheiden, würde ihre Toleranz gegenüber höheren Inflationsraten weiter zunehmen. Auch in diesem Fall müsste man davon ausgehen, dass sich vor allem die späteren Schritte des Ausstiegs – die Einstellung des APP und die Erhöhung der Leitzinsen – nach hinten verschieben.

Einfluss der Strategie-debatte

Aber auch das gegenteilige Risiko sollte nicht außer Acht gelassen werden: Angesichts der Unsicherheiten rund um den Inflationsprozess kann auch der gegenwärtige Inflationsausblick falsch sein. Sollten sich die Inflationserwartungen auch im Laufe des kommenden Jahres weiter deutlich erhöhen, dann muss die EZB handeln. Selbst um den Preis verschlechterter Finanzierungsbedingungen, steigender Volatilität an den Kapitalmärkten und schließlich konjunktureller Bremseffekte sind dann geldpolitische Straffungsschritte notwendig, um die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zu erhalten. Denn der Verlust dieser Glaubwürdigkeit wäre hinterher nur mit erheblich größeren Kosten wieder rückgängig zu machen.

Disclaimer

Das vorliegende Positionspapier der Chefvolkswirte entspricht nicht notwendigerweise der Haltung der DekaBank oder der Haltung der jeweiligen Landesbanken und Sparkassen.

Impressum

Herausgeber

Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V.
Abteilung Volkswirtschaft, Finanzmärkte
und Wirtschaftspolitik
Charlottenstraße 47, 10117 Berlin
Telefon: 030 20225-5303
DSGV-Volkswirtschaft@dsgv.de

Redaktionsschluss dieser Ausgabe

11. Juni 2021

Gestaltung

Franz Metz, Berlin

Bildnachweis

Pexels / 9145 Bilder

Verantwortlich

Pia Jankowski – DSGV
Direktorin
Leitung Volkswirtschaft, Finanz-
märkte und Wirtschaftspolitik
Pia.Jankowski@dsgv.de

Dr. Reinhold Rickes – DSGV
Abteilungsleiter
Leitung Volkswirtschaft
Reinhold.Rickes@dsgv.de

Hinweis

Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter
<https://www.dsgv.de/positionen.html#standpunkte>

ISSN

2509-3851