

Währungspolitik

Gabriel Glöckler

In einem turbulenten Jahr blieb der Euro ein Symbol der Stabilität und des Vertrauens für die Bürger Europas, wenngleich die letzten zwölf Monate für die Europäische Zentralbank (EZB) eine Zeit des Umbruchs war. Ende Oktober 2019 endete die Ära von Mario Draghi. Am 1. November 2019 trat mit Christine Lagarde die erste EZB-Präsidentin ihr Amt an. Auch unter der neuen Führung blieb die EZB ihrem Auftrag, für stabiles Geld und solide Banken für alle Bürger im Euroraum zu sorgen, treu. Angesichts der Covid-19-Pandemie beschloss die EZB außergewöhnliche Maßnahmen, um die Finanzmärkte zu beruhigen, die Fragmentierung des Euroraums einzudämmen und einen in Friedenszeiten noch nie dagewesenen Konjunkturreinbruch abzufedern.¹ Gleichzeitig hat EZB-Präsidentin Lagarde eine Überprüfung der geldpolitischen Strategie initiiert, um umfassend zu analysieren, inwiefern der derzeitige Handlungsrahmen es der EZB nach wie vor erlaubt, unter fundamental gewandelten Gegebenheiten ihr Vertragsmandat umfassend und zum Wohl der Europäer zu erfüllen.

Globale Unsicherheit, schwächelnde Binnenwirtschaft, stabiler Arbeitsmarkt

Das Jahr 2019 war für den Euroraum von zunehmender wirtschaftlicher Unsicherheit geprägt. Angespannte Handelsbeziehungen und ein schwächelnder Welthandel führten zu geringerem Wirtschaftswachstum von 1,2 Prozent gegenüber 1,9 Prozent im Jahr 2018. Allerdings wurde die Eintrübung durch günstige Finanzierungsbedingungen, Beschäftigungszuwächse bei robustem Lohnwachstum (mit einer Arbeitslosenquote von 7,6 Prozent) und einer leicht expansiven Fiskalpolitik abgefedert. Aufgrund des geringen Preisaufliebs bei Energie und Nahrungsmitteln sank die durchschnittliche Teuerungsrate auf 1,2 Prozent.² Die Möglichkeit eines „No-Deal-Brexit“ brachte zwar zunächst weitere Unsicherheit³, aber insgesamt hatte der bis dato geordnete Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU kaum wahrnehmbare gesamtwirtschaftliche Auswirkungen für den Euroraum.

Pandemiebedingter Konjunkturreinbruch bei außergewöhnlich hoher Unsicherheit

Die wirtschaftliche Lage im Euroraum und weltweit hat sich seit dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie grundlegend verschlechtert. Lag die Wachstumsprognose des Eurosystems für den Euroraum im Dezember 2019 bei einem Plus von 1,1 Prozent für das Jahr 2020, gehen die Prognosen des Eurosystems im Juni 2020 von einem Einbruch der Wirtschaftsleistung des Euroraums im Jahr 2020 von fast neun Prozent aus. Die strikten Einschränkungen des öffentlichen Lebens in der Pandemie führten zu einem Konjunkturreinbruch von einer in Friedenszeiten noch nie dagewesenen Größenordnung und Geschwindigkeit.⁴ Im ersten Quartal 2020 schrumpfte die Wirtschaft um 3,8 Prozent; für

1 Europäische Zentralbank: Pressekonferenz: Einleitende Bemerkungen, Frankfurt am Main, 30. April 2020.

2 Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2019, Frankfurt am Main, 7. Mai 2020.

3 Europäische Zentralbank: Financial Stability Review, Frankfurt am Main, 20. November 2019.

4 Zeit Online: EZB erwartet Konjunkturreinbruch von bis zu zwölf Prozent, 30.4.2020.

das zweite Quartal 2020 wird ein beispielloser Rückgang des Wachstums erwartet, bevor es sich in der zweiten Jahreshälfte wieder erholt. Die jährliche Teuerung im Euroraum verringerte sich im Mai 2020 auf 0,1 Prozent, was hauptsächlich dem geringeren Anstieg der Energiepreise geschuldet war. Die schwächere Nachfrage wird mittelfristig zu Abwärtsdruck auf die Inflation führen. Die marktbasierenden Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen liegen ebenfalls auf einem sehr niedrigen Niveau.⁵

In Zeiten der Covid-19-Pandemie waren Wirtschaftsdaten und Prognosen mit außergewöhnlicher Unsicherheit behaftet. Zum einen war die Erhebung von Wirtschaftsdaten stark beeinträchtigt, beispielsweise zur Preisentwicklung, da viele Geschäfte geschlossen waren und Daten nicht gesammelt werden konnten oder Wirtschaftsaktivitäten (zum Beispiel Hotelübernachtungen) nicht stattfanden und daher keine Preise existierten. Neue und unkonventionelle Arten der Messung der Wirtschaftsaktivität (beispielsweise Elektrizitätsverbrauch, Mobilitätsdaten oder Online-Restaurantbuchungen) wurden daher von vielen Analysten herangezogen, um in Echtzeit die Größenordnung des Wirtschaftseinbruchs einzuschätzen. Zum anderen hingen Wirtschaftsprognosen von vielen schwer zu beurteilenden Faktoren ab: erstens von der Dauer der Eindämmungsmaßnahmen, zweitens von der Verfügbarkeit von medizinischen Gegenmitteln, drittens von den Modalitäten beziehungsweise Komplexität der Öffnungsphase mit national oder regional verschiedenen Zeitplänen und Regeln sowie etwaigen Wechselwirkungen und viertens von dem Erfolg der Gegenmaßnahmen, wie zum Beispiel Kurzarbeiterprogramme, Kreditgarantien, Grundeinkommen oder das europäische Wiederaufbauprogramm.

Mit dem Ziel, dieses breite Spektrum möglicher wirtschaftlicher Auswirkungen darzulegen, hat die EZB zwei alternative Szenarien entworfen. In einem mildereren Szenario schrumpft die Wirtschaft im zweiten Quartal 2020 weniger deutlich (etwa minus zehn Prozent), dafür wird eine kräftigere Erholung von plus zehn Prozent im dritten Quartal erwartet. Im schwereren Szenario gäbe es striktere Eindämmungsmaßnahmen und daher eine tiefere Rezession (minus 16 Prozent im zweiten Quartal) und einen schwächeren Aufschwung danach (plus fünf Prozent im dritten Quartal). Die Inflationsentwicklung auf kurze Sicht ist in beiden Szenarien ähnlich und bestätigt, dass für eine deutliche Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter (aber nahe) zwei Prozent auf mittlere Sicht eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung notwendig ist.⁶

Geldpolitischer Kurs der EZB

Vor Ausbruch der Pandemie und vor dem Hintergrund einer klar hinter den Erwartungen zurückgebliebenen Inflationsentwicklung im Jahr 2019 setzte die EZB im September 2019 substanzielle geldpolitische Impulse, um die nachhaltige Annäherung der Teuerungsrate an das mittelfristige Inflationsziel der EZB sicherzustellen.⁷ Teil des Maßnahmenpakets war die Absenkung des Zinssatzes der Einlagenfazilität (um 0,1 Prozent auf minus 0,5 Prozent) und der erneute Start des Ankaufprogramms für Vermögenswerte mit einem Umfang von 20 Mrd. Euro monatlich. Das Paket und die Ausgestaltung der Einzelmaßnahmen wurden im EZB-Rat zum Teil kontrovers diskutiert. Dass diese unterschiedlichen Standpunkte auch öffentlich geäußert werden, zeigt das ernsthafte Ringen um die richtige

5 Europäische Zentralbank: Pressekonferenz: Einleitende Bemerkungen, Frankfurt am Main, 4. Juni 2020.

6 Europäische Zentralbank: Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, 4. Juni 2020, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> (letzter Zugriff: 23.9.2020).

7 Europäische Zentralbank: Pressekonferenz: Einleitende Bemerkungen, Frankfurt am Main, 12. September 2019.

Entscheidung. Auch aufgrund dieser Maßnahmen waren Ende 2019 erste Anzeichen einer Stabilisierung des Wachstums und eines leichten Anstiegs der zugrundeliegenden Inflation zu erkennen.⁸

Die Covid-19-Pandemie stellte einen extremen, neuartigen wirtschaftlichen Schock dar, der mit herkömmlichen Methoden nicht zu bewältigen war. Die Wirtschaftstätigkeit wurde in einem solchen Ausmaß unterbunden, dass sich die Aussichten für die Konjunktur im Euroraum und damit auch für die Inflationsentwicklung extrem eingetrübt haben. Die Turbulenzen an den Finanzmärkten führten zur Verschlechterung des finanziellen Umfelds, einer erneuten Fragmentierung des Euroraums entlang nationaler Grenzen und damit zu einer Verschärfung der wirtschaftlichen Folgen der Pandemie. Dem trat die EZB mit gezielten Maßnahmen entgegen.

Natürlich ist die Bekämpfung der Pandemie und ihrer gesundheitlichen, sozialen und wirtschaftlichen Auswirkungen zuallererst eine Aufgabe der Politik auf nationaler und europäischer Ebene. Die Geldpolitik der EZB kann jedoch innerhalb ihres eigenen begrenzten Handlungsrahmens einen Beitrag leisten, um die Menschen in Europa zu unterstützen, damit die Krise nicht tiefer und nicht länger als absolut notwendig wird. Die zeitnah beschlossenen geldpolitischen und aufsichtlichen Maßnahmen der EZB zielten darauf ab, den Finanzsektor weiterhin mit Liquidität zu versorgen, und den Zugang zu Krediten und günstige Finanzierungsbedingungen für Familien, Unternehmen, Banken und Regierungen sicherzustellen.

Ein zentrales Element des EZB-Maßnahmenpakets war ein neues Pandemie-Notfallankaufprogramm, das so genannte Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), das am 18. März 2020 startete. Dies ist ein gezieltes und zeitlich befristetes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten mit einem Gesamtumfang von anfänglich 750 Mrd. Euro. Das Programm wurde am 4. Juni 2020 um 600 Mio. Euro aufgestockt, auf einen Gesamtumfang von 1.350 Mrd. Euro. Das Programm soll mindestens bis Juni 2021 laufen. Das Besondere des PEPP-Programms ist nicht nur das große Volumen, sondern auch das breite Spektrum an Vermögenswerten, die die EZB ankaufen kann (inklusive kurzfristiger Unternehmensanleihen, sogenannter „commercial paper“) und vor allem seine flexible Nutzbarkeit. Die Ankäufe im Rahmen des PEPP können flexibel über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder hinweg durchgeführt werden, auch um die reibungslose Transmission der Geldpolitik zu gewährleisten. Der Kapitalschlüssel der EZB stellt aber nach wie vor die generelle Richtschnur der nationalen Anteile der Ankäufe dar.

Zusätzlich stellt die EZB den Finanzinstituten im Euroraum im Rahmen der sogenannten längerfristigen Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte, den Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations (PELTROs), vorübergehend bis Juni 2021 weitere Finanzmittel zu Zinssätzen bereit, die so günstig sind wie nie zuvor.

Anders als in der Finanzkrise von 2008 sind die Banken diesmal nicht die Ursache des Problems, vielmehr sollen sie Teil der Lösung sein. Das ist das Ziel der bankenaufsichtlichen Entscheidungen der EZB.⁹ Geltende Kapital- und Liquiditätsregeln wurden gelockert, um bessere Voraussetzungen für die Kreditvergabe und Absorption von Verlusten zu

8 Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2019, 2020.

9 Andrea Enria: The Supervision Blog: Flexibility in supervision: how ECB Banking Supervision is contributing to fighting the economic fallout from the coronavirus, 27.3.2020, abrufbar unter: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/blog/2020/html/ssm.blog200327~abd2a8244b.en.html> (letzter Zugriff: 23.9.2020).

schaffen. Die EZB hat Banken nahelegt, mindestens bis Oktober 2020 keine Dividenden auszuschütten, sodass die Banken ihren Teil zur Unterstützung der Wirtschaft beitragen.

Die bisherigen Maßnahmen, insbesondere das PEPP, wirken: Die Finanzierungsbedingungen von Staaten, Unternehmen und Banken in Euroraum haben sich deutlich verbessert, die Wirtschaftsentwicklung hat sich stabilisiert. Die bisherigen Maßnahmen erhöhen, laut EZB-Schätzungen, das Wachstum im Euroraum zwischen 2020 und 2022 um 1,3 Prozentpunkte. Dies wird einem Anstieg der Inflation hin zum EZB-Ziel von nahe (aber unter) zwei Prozent zuträglich werden. Insgesamt war das PEPP eine erforderliche und verhältnismäßige Reaktion, welche den Euroraum vor einer schweren Finanzkrise bewahrt haben dürfte.¹⁰

Strategieüberprüfung

Die europäische und globale Wirtschaft hat sich in den vergangenen Jahren tiefgreifend strukturell gewandelt. Das Wachstum hat sich in den meisten Industrieländern verlangsamt. Klimawandel, Globalisierung, Digitalisierung, die Alterung der Gesellschaften, geringes Produktivitätswachstum, ein Überangebot an Ersparnissen und die sich wandelnde Struktur des Finanzsektors wirken sich auf das Funktionieren der Wirtschaft aus. Damit wirkt sie sich auch auf relevante Zielgrößen der Geldpolitik, wie die Inflationsrate oder die sogenannte „neutrale“ Zinsrate, aus. Um diesen Veränderungen Rechnung zu tragen, hat die EZB im Januar 2020 mit der Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie begonnen, die etwa Mitte bis Ende 2021 beendet sein soll. Die Strategie der EZB wurde 2003 zum letzten Mal überprüft. Unter Berücksichtigung des vertraglich fixierten Preisstabilitätsmandats kommen sämtliche Aspekte der geldpolitischen Strategie auf den Prüfstand. Basierend auf Vorarbeiten von Experten der EZB und der nationalen Notenbanken des Eurosystems in zwölf Workstreams¹¹ wird sich der EZB-Rat unter anderem damit befassen, wie das EZB-Preisstabilitätsziel formuliert und quantifiziert wird. Der EZB-Rat befasst sich zudem damit, inwiefern die Messmethoden der Inflationsrate möglicherweise angepasst werden müssten (zum Beispiel in Hinblick auf die Erfassung von Immobilienpreisentwicklungen). Er wird weiterhin die Effektivität und mögliche Nebenwirkungen der eingesetzten geldpolitischen Instrumente analysieren. Darüber hinaus wird untersucht, wie die zu Grunde liegenden Analysen durchgeführt werden und ob die benutzten ökonomischen Modelle noch adäquat sind. Die bereits erwähnten strukturellen Veränderungen der Volkswirtschaft und des Finanzsektors – einschließlich der zunehmenden Finanzintermediation außerhalb des Bankensektors – werden ebenso untersucht, wie auch deren Auswirkungen auf die Durchführung der Geldpolitik. Es wird ebenfalls analysiert, inwieweit Themen wie soziale Ungleichheit, Klimawandel, Finanzstabilität und Beschäftigung bei der Erfüllung des Preisstabilitätsmandats von Bedeutung sind und wie sich die unabhängige gemeinsame Geldpolitik im wandelnden haushaltspolitischen Umfeld des Euroraums positioniert. Die Kommunikation der EZB und wie ihre Geldpolitik einer breiteren Öffentlichkeit besser zugänglich gemacht werden kann, wird ebenfalls Bestandteil der Überprüfung sein.

10 Isabel Schnabel: Erforderlich, geeignet, verhältnismäßig, 28.6.2020, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200628~d238a8970c.de.html> (letzter Zugriff: 23.9.2020).

11 Europäische Zentralbank: Strategy Review, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/workstreams.de.html> (letzter Zugriff: 23.9.2020).

Die Überprüfung wird auf dem Grundsatz der Offenheit basieren und alle Interessenträger mit einbinden.¹² Gemeinsam mit den nationalen Zentralbanken organisiert die EZB Veranstaltungen für den Meinungsaustausch mit der breiten Öffentlichkeit und mit Vertreterinnen und Vertretern aus der Zivilgesellschaft und der Wissenschaft. Die Ideen, die bei dieser Veranstaltungsreihe „Die EZB hört zu“ diskutiert werden, fließen in die Strategieüberprüfung ein.¹³

Bundesverfassungsurteil über EZB-Anleihekaufprogramm

Im Mai 2020 erließ das Bundesverfassungsgericht sein Urteil darüber, ob die Programme der EZB zur quantitativen Lockerung von ihrem Zweck abweichen und in den Bereich der monetären Finanzierung von Staaten vordringen, die nach dem EU-Recht verboten ist. Das Gericht entschied, dass dies nicht der Fall sei. Das Gericht forderte die EZB auf, darzulegen, dass sie die Verhältnismäßigkeit des Erwerbs von Staatsanleihen und mögliche Nebeneffekte angemessen geprüft hat. Die EZB nahm das Urteil zur Kenntnis und stellte im Hinblick auf ihre eigene Unabhängigkeit fest, dass dieses sich an die deutsche Staatsorgane richte. Der Europäische Gerichtshof, der als europäische Institution für die EZB zuständig ist, hatte bereits in seinem Urteil 2018 bestätigt, dass die EZB mit ihren Kaufprogrammen innerhalb ihres Vertragsmandats handelt.

Das Karlsruher Urteil hat eine kontroverse öffentliche und akademische Debatte entfacht, die anderswo vertieft diskutiert wird.¹⁴ Im Mittelpunkt standen dabei die Qualität der zugrundeliegenden ökonomischen Argumentation des Gerichts sowie die grundlegenden Auswirkungen auf die EU-Rechtsordnung. Gleichzeitig waren Bundesregierung und Deutscher Bundestag bemüht, das Risiko eines tiefergehenden Verfassungskonflikts mit etwaigen Auswirkungen auf die Stabilität der Finanzmärkte zu minimieren und diese Kontroverse zügig beizulegen.

In der Sache betonte die EZB, dass sie regelmäßig prüfe, ob ihre geldpolitischen Maßnahmen angemessen und verhältnismäßig seien und ihren beabsichtigten Zweck erreichen würden. Dabei wird bewertet, ob die zu beschließenden geldpolitischen Maßnahmen zielführend für die Gewährleistung der Preisstabilität im Euroraum sind. Zudem wird analysiert, ob ein Instrument effizient ist, das heißt, ob das verfolgte Ziel nicht mit anderen Mitteln erreicht werden könnte, die potenziell weniger ungewollte Auswirkungen haben. Mittels so genannter Szenarien-Analysen wird untersucht, wie sich die Wirtschaft unter einer Reihe von alternativen geldpolitischen Maßnahmen entwickeln würde. Schließlich wird beurteilt, ob die Nachteile der Nebenwirkungen des Einsatzes eines bestimmten Instruments größer sind als die Vorteile.¹⁵ Im Juni 2020 hat der EZB-Rat genehmigt, dass die Deutsche Bundesbank Dokumente, aus denen die Verhältnismäßigkeitsprüfungen der EZB hervorgehen, gegenüber der Bundesregierung offenlegen kann. Die Bundesregierung und der Deutsche Bundestag haben in Folge formal festgestellt, dass die sich aus dem Urteil ergebenden Forderungen erfüllt sind.

12 Europäische Zentralbank: Pressemitteilung: EZB beginnt mit Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie, Frankfurt am Main, 23.1.2020.

13 Europäische Zentralbank: ECB Listens event, 20.3.2020, abrufbar unter: https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/html/20200326_ecb_listens_event.en.html (letzter Zugriff: 23.9.2020).

14 Vgl. hierzu auch den Beitrag „Europäische Zentralbank“ in diesem Jahrbuch.

15 Christine Lagarde: Letter to Sven Simon, Member of the European Parliament, Frankfurt am Main, 29.3.2020.

Die EZB hat ihre Geldpolitik, einschließlich der zugrunde liegenden Abwägungen, im Laufe der letzten Jahre immer wieder in Aufsätzen, Reden und Berichten dargelegt. In dem Bestreben, dies noch verständlicher zu kommunizieren, ist die EZB allerdings auch auf die nationalen Zentralbanken angewiesen. Es liegt maßgeblich an ihnen, die gemeinsame Geldpolitik im jeweiligen nationalen Kontext und in der Landessprache zu erklären, auf Kritikpunkte einzugehen, mit Fakten und Argumenten falschen Narrativen über angebliche Illegalität der EZB-Maßnahmen entgegen zu treten und um Unterstützung und Akzeptanz zu werben.

Weiterentwicklung der Wirtschafts- und Währungsunion

Im gemeinsamen Bemühen, den wirtschaftlichen Verwerfungen der Covid-19-Pandemie entgegenzutreten, kann die Geldpolitik der EZB immer nur eine, wenngleich auch sehr wirkungsvoll und rasch umzusetzende Komponente sein. Andere Politikbereiche, insbesondere nationale und gemeinsame europäische fiskalpolitische Maßnahmen, müssen ihren Teil beitragen. Mit der Diskussion um die deutsch-französische Initiative vom Mai 2020 und dem Vorschlag der Europäischen Kommission für ein gemeinsames Aufbauprogramm, die später in der Übereinkunft des Europäischen Rates zum mehrjährigen Finanzrahmen (MFR) und zum „Next Generation EU“ Programm mündeten, hat die EU neue solidarische wirtschaftspolitische Instrumente von bedeutendem Ausmaß geschaffen.¹⁶ Über die direkten positiven Auswirkungen für die am stärksten von der Krise betroffenen Regionen Europas und die gezielten strukturpolitischen Wachstumsimpulse (digitale Transformation, Investitionen in Nachhaltigkeit etc.) hinaus ist zu erwarten, dass damit auch die gemeinsame Geldpolitik entlastet werden kann. Hinzu kommt, dass mit der beschlossenen Begebung von EU-Anleihen in Höhe von 750 Mrd. Euro mit Laufzeiten bis 2058 erstmals ein europäisches „Safe Asset“ in signifikantem Umfang zur Verfügung stehen wird, was die internationale Attraktivität des Euro stärken wird. In ihrem Bericht zur internationalen Rolle des Euro vom Juni 2020 zeigt die EZB auf, dass der Euro nach wie vor die zweitwichtigste Weltwährung ist.¹⁷ Um das globale Potenzial des Euro noch umfassender auszuschöpfen, wären eine zügige Vollendung der Bankenunion und eine wirkliche Kapitalmarktunion zuträglich. Ein vollwertiges europäisches Einlagensicherungssystem bis 2024 sollte daher weiterhin zu den obersten Prioritäten gehören.

Weiterführende Literatur

Isabel Schnabel: Rede: Narrative über die Geldpolitik der EZB – Wirklichkeit oder Fiktion?, Karlsruhe, 11. Februar 2020, abrufbar unter: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200211_1~b439a2f4a0.de.html (letzter Zugriff: 23.9.2020)

16 Vgl. hierzu auch den Beitrag „Beschäftigungs- und Sozialpolitik“ in diesem Jahrbuch.

17 Europäische Zentralbank: The international role of the euro, Frankfurt am Main, 9.6.2020.