Währungspolitik

Gabriel Glöckler

Die Covid-19-Pandemie, Russlands Krieg in der Ukraine und ein historischer Inflationsanstieg haben das abgelaufene Jahr zu einem besonders herausfordernden für die Europäische Zentralbank (EZB) gemacht. In diesem Kontext von multiplen Krisen und eines von extremer Unsicherheit geprägten Umfeldes waren die geldpolitischen Entscheidungen alles andere als „business as usual". Die Geldpolitik unterstützte die wirtschaftliche Erholung so lange wie nötig und begann die akkommodativen Maßnahmen zurückzufahren, sobald sich die Inflationsaussichten dauerhaft erhöhten. In das vergangene Jahr fiel auch die Verabschiedung der neuen geldpolitischen Strategie der EZB, die die Notenbank angesichts struktureller Veränderungen besser für die Zukunft rüsten soll.

Covid-19-Pandemie und Ukraine-Krieg bestimmten Wirtschafts- und Inflationsentwicklung

Die zweite Jahreshälfte 2021 war von den wirtschaftlichen Auswirkungen der andauernden Covid-19-Pandemie[1] geprägt. Dank zunehmender Impfungen und umfangreicher geld- und finanzpolitischer Maßnahmen setzte sich die wirtschaftliche Erholung im Euroraum fort. Das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) verlief dynamisch und erreichte 5,3 Prozent im Jahr 2021. Trotzdem lag das BIP des Euroraums am Jahresende noch 0,2 Prozent unter dem vorpandemischen Niveau des letzten Quartals 2019.[2]

Der Aufschwung wurde im zweiten Halbjahr von einem starken Inflationsanstieg begleitet. Während die Teuerung im Euroraum im Juni 2021 noch bei 1,9 Prozent lag, stieg sie binnen sechs Monaten auf 5,0 Prozent im Dezember 2021 an.[3] Dies lag vor allem an einer hohen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und steigenden Energiepreisen.[4] Das Jahr 2021 markiert damit das Ende einer mehr als zehn Jahre langen Phase niedriger Inflation, die seit der Finanzkrise anhielt. Der EZB-Rat ging jedoch davon aus, dass dieser Inflationsschub nur vorübergehend wäre. Dieser Einschätzung lagen drei Argumente zu Grunde: erstens statistische, sogenannte Basiseffekte wie die besonders niedrige Inflation des Vorjahres und die zeitlich begrenzte Mehrwertsteuersenkung in Deutschland; d.h. der Preisanstieg war auch deshalb höher, weil er im Vergleichszeitraum im Jahr 2020 so niedrig war. Zweitens wurde erwartet, dass die Angebotsengpässe durch eine zeitnahe Ausweitung des Angebots ihre Wirkung verlieren. Drittens wurde angenommen, dass der Energiepreisschock

1 Vgl. hierzu auch den Beitrag „Die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie" in diesem Jahrbuch.

2 Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2021, 28.4.2022; vgl. hierzu auch den Beitrag „Wirtschaftspolitik" in diesem Jahrbuch.

3 Eurosystem: Preissteigerungsraten - Verbraucherpreisindex, Statistik des Euro-Währungsgebiets, abrufbar unter https://www.euro-area-statistics.org/inflation-rates?cr=eur&lg=de (letzter Zugriff: 19.7.2022).

4 Christine Lagarde: Speech, Commitment and persistence: monetary policy in the economic recovery, Europäische Zentralbank, 19.11.2021, abrufbar unter https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp211119~3749d3556c.en.html (letzter Zugriff: 19.7.2022); vgl. hierzu auch den Beitrag „Energiepolitik" in diesem Jahrbuch.

nur kurzfristig einen preistreibenden Effekt haben würde.[5] Mit dieser – im Nachhinein zu optimistischen – Einschätzung des Inflationsausblicks, die der EZB Vorwürfe einer zu späten geldpolitischen Kehrtwende („too little, too late") einbrachten, war die EZB keinesfalls allein. Prognosen internationaler Finanzorganisationen und privater Akteure sagten ein ähnliches Bild voraus.

Die Erwartungen für ein weiterhin dynamisches Wirtschaftswachstum im Jahr 2022, auch dank zurückgehender Risiken durch die Covid-19-Pandemie, wurden durch die Unsicherheiten und Risiken aufgrund des russischen Überfalls auf die Ukraine deutlich eingetrübt. Aufgrund dieser Lage waren auch Prognosen mit extremer Unsicherheit behaftet, weshalb die EZB drei Szenarien für die Entwicklung von BIP und Inflation erarbeitete.[6] Im Basisszenario wurde ein Wachstum von 3,7 Prozent für 2022 vorhergesagt, während im ungünstigen und im schwerwiegenden Szenario jeweils 2,5 bzw. 2,3 Prozent prognostiziert wurden.[7] Diese Entwicklungen reflektieren höhere Energie- und Rohstoffpreise sowie zusätzliche Beeinträchtigungen von Handel und Wirtschaft.[8] Gleichzeitig war die Situation am Arbeitsmarkt positiv, da die Erwerbslosigkeit im Euroraum im Mai auf ein historisches Tief von 6,6 Prozent fiel.[9] Eine sogenannte Stagflation – also eine stagnierende Wirtschaft bei gleichzeitig hoher Inflation – war also zu keinem Zeitpunkt wahrscheinlich, auch wenn dies nach Kriegsbeginn breit in den Medien als mögliches Schreckensszenario thematisiert wurde.

Insbesondere wegen des Krieges und seiner Auswirkungen stieg die Inflation weiter an. Dies war vornehmlich auf Energiepreise zurückzuführen, wobei diese auch die Preise in zahlreichen anderen Wirtschaftszweigen, wie z. B. für Düngemittel, Transport oder Lebensmittel, massiv ansteigen ließen.[10] Schließlich erreichte die Teuerungsrate im Juni mit 8,6 Prozent den höchsten Wert in der Geschichte des Euro. Bei den Komponenten des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für diesen Monat stach die Energiepreisinflation mit einem Wert von 41,9 Prozent hervor. Hinzu kamen sehr große Inflationsunterschiede innerhalb des Euroraums: im Juni 2022 hatte Malta beispielweise mit 6,1 Prozent eine vergleichsweise moderate Inflationsrate, während Estland mit einer Teuerung von 22,0 Prozent konfrontiert war.[11] Wegen der stetigen Zunahme der Inflation wurde die Politik der EZB zunehmend kontrovers debattiert.[12] Aber auch die EZB hinterfragte kritisch die Fehlerquellen ihrer eigenen Prognosen angesichts einer Vervierfachung der projizierten Inflationsraten für 2022 innerhalb eines Jahres, mit dem Ergebnis, dass etwa drei Viertel des

5 Philip R. Lane: Speech, Inflation in the short term and in the medium term, Europäische Zentralbank, 8.11.2021, abrufbar unter https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp211108~c915d47d4c.en.html (letzter Zugriff: 29.7.2022).

6 Europäische Zentralbank: Pressekonferenz, Erklärung zur Geldpolitik, 10.3.2022; vgl. hierzu auch den Beitrag „Die Europäische Union und der Krieg in der Ukraine" in diesem Jahrbuch.

7 Europäische Zentralbank: Past macroeconomic projections, abrufbar unter https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/ecana/html/table.en.html (letzter Zugriff: 28.7.2022).

8 Europäische Zentralbank: Pressekonferenz: Erklärung zur Geldpolitik, 10.3.2022.

9 Eurostat: Arbeitslosenquote im Euroraum bei 6.6%, in: Euroindikatoren 88/2022, 30.6.2022; vgl. hierzu auch den Beitrag „Beschäftigungs- und Sozialpolitik" in diesem Jahrbuch.

10 Europäische Zentralbank: Pressekonferenz, Erklärung zur Geldpolitik, 14.4.2022.

11 Eurostat: Jährliche Inflation im Euroraum auf 8,6% gestiegen, in: Euroindikatoren 73/2022, 1.7.2022.

12 Benedikt Weimer: Oberste Euro-Hüterin will nichts gegen Inflation tun, in: Bild.de, 16.1.2022; Editorial Expansión: Los precios aprietan a la economía y al BCE, in: Expansión.com, 14.4.2022; Florentin Collomp: La stratégie de la BCE mise à mal par une inflation record, lefigaro.fr, 2.2.2022; Henrik Böhme: Opinion: Europe's monetary policy shift comes (too) late, in: DW.de, 9.6.2022; Michael Höfling: „Die EZB müsste gegensteuern, kann es aber mit Rücksicht auf die Südländer nicht", in: welt.de, 11.6.2022.

gesamten Prognosefehlers auf den Fehleinschätzungen der Marktpreise für Öl und Gas zurückzuführen waren.[13]

Geldpolitischer Kurs der EZB

War die EZB in den vergangenen Jahren mit niedrigen Preissteigerungen und teils deflationären Tendenzen konfrontiert, musste sie aufgrund der hohen Inflation einen neuen Kurs einschlagen. Als Reaktion auf diese Umkehrung der Inflationsdynamik passte die Notenbank ihren geldpolitischen Kurs und die notwendigen Instrumente an.

Angesichts der Auswirkungen der Pandemie auf die Wirtschaft behielt die EZB im Sommer 2021 zunächst ihre expansive Geldpolitik bei, um Banken und Wirtschaft mit ausreichend Liquidität zu versorgen.[14] Zudem wurde der Inflationsanstieg, aus den oben genannten Gründen, als temporär eingeschätzt.[15] Folglich ließ der EZB-Rat die Leitzinsen unverändert und führte die Ankaufprogramme von Vermögenswerten sowie die Refinanzierungsgeschäfte fort.

Der Kurswechsel der EZB begann im Dezember 2021, indem ein Pfad der sukzessiven Normalisierung der Geldpolitik eingeschlagen wurde. Dies war aufgrund der guten wirtschaftlichen Entwicklung und der Annäherung auch des mittelfristigen Inflationsausblicks an die 2-Prozent-Marke möglich. Der EZB-Rat beschloss daher die Nettoankäufe von Vermögenswerten in den ersten Quartalen des Jahres 2022 zu verringern.[16] Dies beinhaltete die Beendigung des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) im März 2022. Außerdem wurden die Nettoankäufe im Rahmen des Ankaufprogramms von Vermögenswerten (APP) reduziert.[17] Der Normalisierungspfad wurde im März bestätigt, als der EZB-Rat beschloss, die Ankäufe schneller zurückzufahren.[18]

In der Inflationsprognose vom Juni 2022 korrigierte die EZB die erwarteten Teuerungsraten erneut nach oben, weshalb der EZB-Rat weitere Schritte zur geldpolitischen Normalisierung ankündigte. Da die Projektionen mittelfristig das Erreichen des 2-Prozent-Ziels ermittelten und die EZB von einer robusten wirtschaftlichen Entwicklung ausging, wurde die Zinswende eingeleitet. Das APP wurde im dritten Quartal eingestellt und der EZB-Rat kündigte seine Absicht an, die Leitzinsen im Juli um 0,25 Prozentpunkte anzuheben, und, darüber hinaus, die Zinsen als Teil eines nachhaltigen und graduellen Pfades sukzessive weiter zu erhöhen.[19]

Im Nachgang der regulären Ratssitzung am 8. Juni 2022 kam es zu Volatilität an den Märkten für europäische Staatsanleihen. Aus Sicht von Investoren stellte ein Umfeld steigender Zinsen die Schuldentragfähigkeit in einigen Ländern des Euroraums in Frage. Die damit einhergehenden Risikoaufschläge ließen die Zinsen für einige südeuropäische Staatsanleihen deutlich steigen.[20] Um der daraus resultierenden Fragmentierung und uneinheitli-

13 Mohammed Chahad et al.: What explains recent errors in the inflation projections of Eurosystem and ECB staff?, ECB Economic Bulletin 3/2022, 28.04.2022.
14 Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2021.
15 Europäische Zentralbank: Pressekonferenz, Erklärung zur Geldpolitik, 22.7.2021; Europäische Zentralbank: Pressekonferenz, Erklärung zur Geldpolitik, 9.9.2021.
16 Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2021.
17 Europäische Zentralbank: Pressekonferenz, Erklärung zur Geldpolitik, 16.12.2021.
18 Europäische Zentralbank: Pressekonferenz, Erklärung zur Geldpolitik, 10.3.2022.
19 Europäische Zentralbank: Pressekonferenz, Erklärung zur Geldpolitik, 9.6.2022.
20 Tommy Stubbington/Nikou Asgari: Italian and Greek borrowing costs jump on eurozone rate fears, in: ft.com, 10.6.2022.

chen Transmission der Normalisierung der Geldpolitik in den einzelnen Ländern entgegenzuwirken, wurde für den 15. Juni eine Ad Hoc Sitzung des EZB-Rats einberufen. Auf der Sitzung wurde beschlossen die Wertpapiere aus dem PEPP flexibel zu reinvestieren und Pläne für ein sogenanntes Anti-Fragmentierungsinstrument vorzubereiten, das einen funktionierenden geldpolitischen Transmissionsmechanismus sicherstellen soll, damit der geldpolitische Impuls in allen Staaten des Euroraums gleichmäßig ankommt. [21] Diese Ankündigung wurde in Teilen der europäischen Öffentlichkeit kritisch aufgenommen, da ein derartiges Instrument als Staatsfinanzierung, inflationär und potenziell juristisch anfechtbar eingeschätzt wurde.[22]

Verabschiedung der neuen geldpolitischen Strategie

Kurz nach ihrer Amtsübernahme im November 2019 kündigte EZB-Präsidentin Christine Lagarde eine Überprüfung der geldpolitischen Strategie an. Diese war notwendig, um auf die strukturellen Veränderungen der Wirtschaft seit der letzten Überprüfung im Jahr 2003 zu reagieren.[23] Der Prozess konnte im Juli 2021 mit der einstimmigen Verabschiedung der neuen Strategie durch den EZB-Rat abgeschlossen werden.[24] Die Revision umfasste 14 zentrale Themen von der Inflationsmessung, über Digitalisierung und Globalisierung bis hin zur geldpolitischen Kommunikation. Während einige Aspekte der bisherigen EZB-Strategie durch die Überprüfung bestätigt wurden, ergaben sich auch einige Innovationen. Unberührt blieb das vom EU-Vertrag vorgegebene Mandat der Preisstabilität, welches das Leitziel der Notenbank bleibt. Im Folgenden werden einige zentrale Neuerungen angerissen.

Im Jahr 2003 hatte der EZB-Rat Preisstabilität für den Euroraum als eine mittelfristige Inflationsrate von „unter, aber nahe 2 Prozent“ definiert. Dieses Ziel wurde jedoch häufig als unklar empfunden und somit von verschiedenen Akteuren unterschiedlich interpretiert. Im Zuge der Überprüfung der Strategie wählte der EZB-Rat eine präzisere Formulierung und strebt nun mittelfristig eine Inflationsrate von 2 Prozent an, was als ein symmetrisches Ziel ausgelegt wird.[25] Dieses Ziel bietet einen Puffer gegenüber deflationären Tendenzen und trägt zu einer langfristigen Stabilisierung der Preisentwicklung bei. Zudem drückt die neue Definition mit dem Verweis auf die Symmetrie klar aus, dass höhere und niedrigere Inflationsraten nicht erwünscht sind.[26] Erste Studien bestätigen das neue Ziel, da Haushalte und Experten ihre Inflationserwartungen entsprechend anpassen.[27]

21 Europäische Zentralbank: Pressemitteilung: Erklärung nach der Ad-hoc-Sitzung des EZB-Rats, 15.6.2022, abrufbar unter https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220615~2aa3900e0a.de.html (letzter Zugriff: 19.7.2022).

22 Johannes Bockenheimer: Krisensitzung bei der EZB!, in: Bild.de, 15.6.2022; Michael Persson: Door staatsobligaties te blijven kopen, heeft de ECB haar eerdere beloftes gebroken, in: volkskrant.nl, 16.6.2022; Thomas Straubhaar: Der Hochrisiko-Kurs der EZB ist nicht mehr vermittelbar, in: welt.de, 21.6.2022.

23 Europäische Zentralbank: Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB, 8.7.2021, abrufbar unter https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.de.html (letzter Zugriff: 22.8.2022).

24 Christine Lagarde: Opening remarks, Press conference, Europäische Zentralbank, 8.7.2022, abrufbar unter https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.sp210708~ab68c3bd9d.en.html (letzter Zugriff: 19.7.2022).

25 Europäische Zentralbank: Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB, 8.7.2021.

26 Europäische Zentralbank: An overview of the ECB’s monetary policy strategy, ECB Economic Bulletin 5/2021, 5.8.2021.

27 Aidan Meyler et al.: Results of a special survey of professional forecasters on the ECB’s new monetary policy strategy, in: ECB Economic Bulletin 7/2021, 11.11.2021; Mathias Hoffmann et al.: Die Auswirkungen des

Wie genau das Preisstabilitätsziel zu messen ist, war ein weiteres Thema der Strategieüberprüfung. Auch wenn der HVPI diese Funktion zunächst erfüllt, kann der Index die Ausgaben der Verbraucher:innen noch repräsentativer darstellen, indem künftig die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum integriert werden.[28] Die vollständige Aufnahme dieser Kosten in den monatlichen HVPI wird jedoch mehrere Jahre dauern. Bis dahin bleibt der bisherige Index der Referenzwert für die Beurteilung des Inflationsgeschehens, obschon der EZB-Rat in der Übergangsphase Daten über selbst genutztes Wohneigentum in seine Beurteilungen einfließen lassen wird.[29]

Zur Umsetzung des Inflationsziels kann die EZB auf verschiedene Instrumente zurückgreifen, wobei der Leitzins weiterhin das wichtigste ist.[30] Die EZB hat jedoch die Möglichkeit auch in Zukunft auf weitere geldpolitische Werkzeuge zurückzugreifen, um insbesondere auf niedrige Inflation reagieren zu können. Hierzu können „Forward Guidance" – eine explizit kommunizierte Orientierung zur zukünftigen Ausrichtung der Geldpolitik –, Wertpapierkäufe und langfristige Refinanzierungsgeschäfte eingesetzt werden.[31] Mit dieser Strategie überführte die EZB die bisher als unkonventionell bezeichneten Maßnahmen in den regulären Instrumentenkasten, und erweiterte damit ihren Handlungsspielraum.

Eine Innovation der Strategie ist die Anerkennung des Klimawandels als geldpolitisch relevantes Phänomen. Der EZB-Rat stellte fest, dass dessen „strukturelle und konjunkturelle Auswirkungen auf die Wirtschaft und das Finanzsystem" auch die Preisstabilität beeinflussen. Daher wird die EZB innerhalb ihres Mandats klimabezogene Erwägungen bei ihren geldpolitischen Entscheidungen bedenken[32] und einen Klima-Aktionsplan umsetzen. Dieser beinhaltet z. B. den Ausbau der klimabezogenen Analysefähigkeiten der EZB oder die Einführung von Klimakriterien beim Kauf von Vermögenswerten des privaten Sektors.[33]

Auch die Kommunikation der EZB, sowohl mit Finanzmärkten und Experten, also auch mit der allgemeinen Öffentlichkeit, wurde auf den Prüfstand gestellt. In der Folge wurde beschlossen, die geldpolitische Kommunikation zu modernisieren und neue Formate zu entwickeln, die es der Zentralbank ermöglichen, die Bevölkerung des Euroraums besser zur erreichen.[34] Diese Veränderungen helfen der EZB dabei, ihr Mandat zu erfüllen, und die Entscheidungen des EZB-Rates und deren Auswirkungen für die Menschen effektiver zu kommunizieren. Instrumente hierfür sind beispielweise eine kürzere und zugänglichere Erklärung zur Geldpolitik und begleitende visuelle und leichter verständliche Formate.[35]

Schließlich beschloss der EZB-Rat, die Strategie künftig regelmäßig zu überprüfen – das nächste Mal soll dies im Jahr 2025 geschehen.[36] Aufgrund des überraschenden und

neuen Inflationsziels der EZB auf die Inflationserwartungen der privaten Haushalte, Bundesbank Research Brief 43/2021, 30.11.2021.

28 Europäische Zentralbank: Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB, 8.7.2021.
29 Europäische Zentralbank: Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB, 8.7.2021.
30 Europäische Zentralbank: Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB, 8.7.2021.
31 Europäische Zentralbank: An overview of the ECB's monetary policy strategy, 2021.
32 Europäische Zentralbank: Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB, 8.7.2021.
33 Europäische Zentralbank: Pressemitteilung, EZB präsentiert Maßnahmenplan zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten in ihrer geldpolitischen Strategie, 8.7.2021.
34 Europäische Zentralbank: Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB, 8.7.2021.
35 Europäische Zentralbank: "Unsere Erklärung zur Geldpolitik auf einen Blick", abrufbar unter https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/visual-mps/html/index.de.html (letzter Zugriff: 7.8.2022).
36 Europäische Zentralbank: An overview of the ECB's monetary policy strategy, 2021.

schnellen Übergangs von einer chronisch niedrigen Inflation hin zu historisch hohen Teuerungsraten wird es ausreichend Anlass geben, diese Situation in einer künftigen Strategieüberprüfung zu analysieren.

Weiterführende Literatur

Fabio Panetta: Rede, Normalisierung der Geldpolitik in unnormalen Zeiten, Europäische Zentralbank, 25.5.2022, abrufbar unter https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220525~eef274e856.de.html (letzter Zugriff: 29.7.2022).

Isabel Schnabel: Speech, A new strategy for a changing world, Europäische Zentralbank, 14.7.2021, abrufbar unter https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210714~0d62f657bc.en.html (letzter Zugriff: 19.7.2022).

Frank Elderson/Isabel Schnabel: Katalysator für ein grüneres Finanzsystem, Der EZB-Blog, 8.7.2022, abrufbar unter https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog220708~1c7076c7b1.de.html (letzter Zugriff: 19.7.2022).

Philip R. Lane: Speech, The monetary policy strategy of the ECB: the playbook for monetary policy decisions, Europäische Zentralbank, 2.3.2022, abrufbar unter https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220302~8031458eab.en.html (letzter Zugriff: 29.7.2022).