

Inflationsbekämpfung und EZB-Bilanz: Mehr Tempo und Ausdauer zugleich!

Standpunkt der Stiftung Marktwirtschaft

- Die Europäische Zentralbank (EZB) wähnt sich auf einem guten Weg, die **hohe Inflation** im Euroraum hinter sich zu lassen und hat deshalb die Zinssteigerungen im Oktober 2023 nach zehn Anhebungen in Folge ausgesetzt. Gleichzeitig werden die **Rufe nach einer geldpolitischen Lockerung lauter**. Vor allem die Regierungen hochverschuldeter Staaten sehnen sich zurück nach niedrigeren Anleihezinsen, um sich fiskalpolitisch nicht stark einschränken zu müssen. Zudem wächst angesichts der konjunkturellen Eintrübung der **Druck auf die EZB**, die Zinsen bald wieder zu senken.
- Die EZB vernachlässigt in ihrer Entscheidungsfindung jedoch grundlegende monetäre Parameter. Die im Jahr 2008 eingeführte **Vollzuteilungspolitik** bei der Banken-Refinanzierung sowie die **massiven Anleihekäufe** durch das Eurosystem haben in den vergangenen Jahren zu einer **Aufblähung der EZB-Bilanz** und zum Aufbau einer **hohen Überschussliquidität** geführt, die einen **Nährboden für weitere inflationäre Entwicklungen** bildet. Dieses monetäre Risiko wird von der EZB in der geldpolitischen Praxis allerdings nahezu vollständig ausgeblendet.
- Die EZB sollte deshalb über einen **forcierten Bilanzabbau** und eine Abkehr von der Vollzuteilungspolitik ein möglichst rasches Abschmelzen der Überschussliquidität herbeiführen. Für eine **nachhaltige Inflationsbekämpfung** und zur Wahrung der **Unabhängigkeit der EZB** darf die Geldpolitik nicht durch **fiskalische Motive** geleitet werden. Die bestehenden **EU-Fiskalregeln** sollten daher nicht weiter verwässert, sondern konsequent angewendet werden.

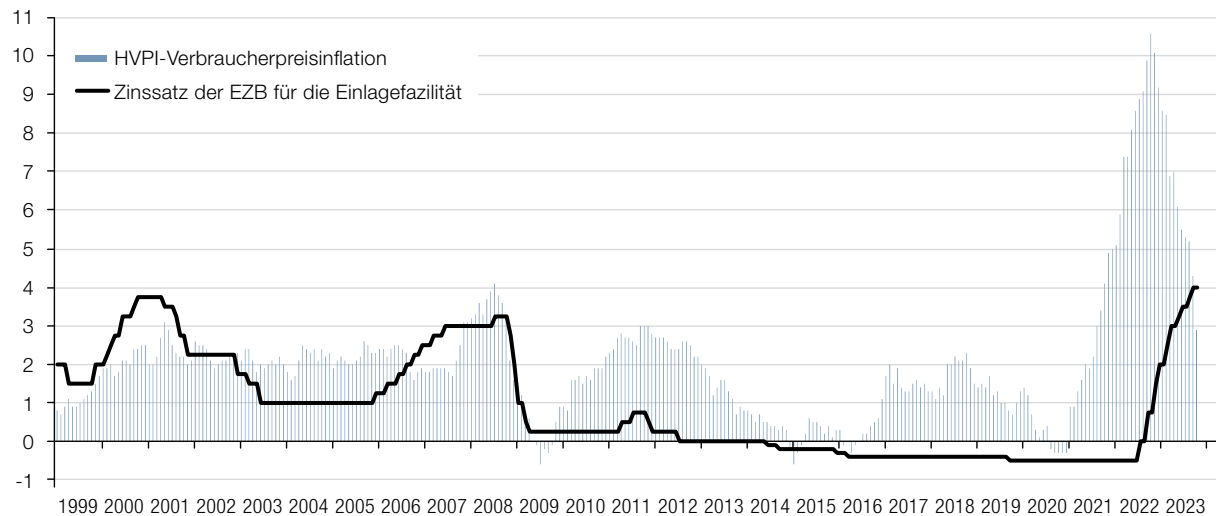
Hintergrund

Die Inflation im Euroraum hat sich im Jahresverlauf 2023 weiter abgeschwächt. Im Oktober 2023 betrug der Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) „nur“ noch 2,9 Prozent im Vergleich zum Vorjahresmonat, während er Anfang des Jahres bei 8,6 Prozent lag. Im Oktober 2022 hatte die Inflation mit 10,6 Prozent ihren bisherigen Höchststand erreicht, wobei die Verbraucherpreise in einigen Euro-Staaten zeitweise sogar um mehr als 20 Prozent stiegen. Für das laufende Jahr rechnet die Europäische Zentralbank (EZB) mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von 5,6 Prozent, die im Jahr 2024 auf 3,2 Prozent und im Jahr darauf auf 2,1 Prozent sinken soll. Damit nähert sich die EZB ihrem mittelfristigen Inflationsziel von zwei Prozent an, sofern die eigenen Prognosen dieses Mal eintreffen sollten. Dementsprechend hat die EZB auf ihrer Ratssitzung im Oktober 2023 erstmals seit Juli 2022 keine weiteren Zinserhöhungen mehr beschlossen. Zuvor hatte sie die Leitzinsen zehn Mal in Folge angehoben (vgl. Abbildung 1).

Allerdings ist die um die stark schwankenden Energie- und Lebensmittelpreise bereinigte Kerninflationsrate mit 4,2 Prozent im Oktober 2023 nach wie vor deutlich zu hoch. Hinzu kommt, dass die Tarifabschlüsse im dritten Quartal 2023 Lohnerhöhungen von durchschnittlich 6 Prozent für die nächsten 12 Monate vorsehen, was den Inflationsdruck auf hohem Niveau verfestigen könnte. Des Weiteren werden sich die derzeit günstigen Basiseffekte bald wieder umkehren. Dennoch erwartet die EZB auch bei der Kerninflation einen weiteren Rückgang auf 2,9 Prozent im Jahr 2024 sowie auf 2,2 Prozent im Jahr 2025.

Abbildung 1:
Späte Zinsreaktion der EZB auf Rekordinflation

Quelle: EZB, Eurostat.



Die Inflationssorgen scheinen sich – zumindest auf den ersten Blick – zu verflüchtigen, während die schwächelnde Konjunktur in Europa sowie die sehr hohen Schuldenstände einiger Mitgliedstaaten wieder stärker in den Vordergrund rücken. Für die 20 Staaten der Währungsunion erwartet die EZB in ihrer September-Prognose ein Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von lediglich 0,7 Prozent im laufenden Jahr und 1,0 Prozent im Jahr 2024. Gleichzeitig machen sich die Auswirkungen der in den vergangenen Jahren aufgehäuften Rekordschulden zunehmend in den öffentlichen Haushalten sowie in den Bilanzen des europäischen Bankensektors bemerkbar: Der steile Anstieg der Zinsen für Staatsanleihen erhöht die Refinanzierungskosten und reduziert die fiskalischen Spielräume vor allem für die ohnehin hochverschuldeten Staaten. Die durch den Zinsanstieg hervorgerufenen Kursverluste der Anleihebestände führen zu einem steigenden Abschreibungsbedarf in den Bankbilanzen und tragen damit zu einem tendenziell höheren Risiko für die Finanzstabilität im Euroraum bei.

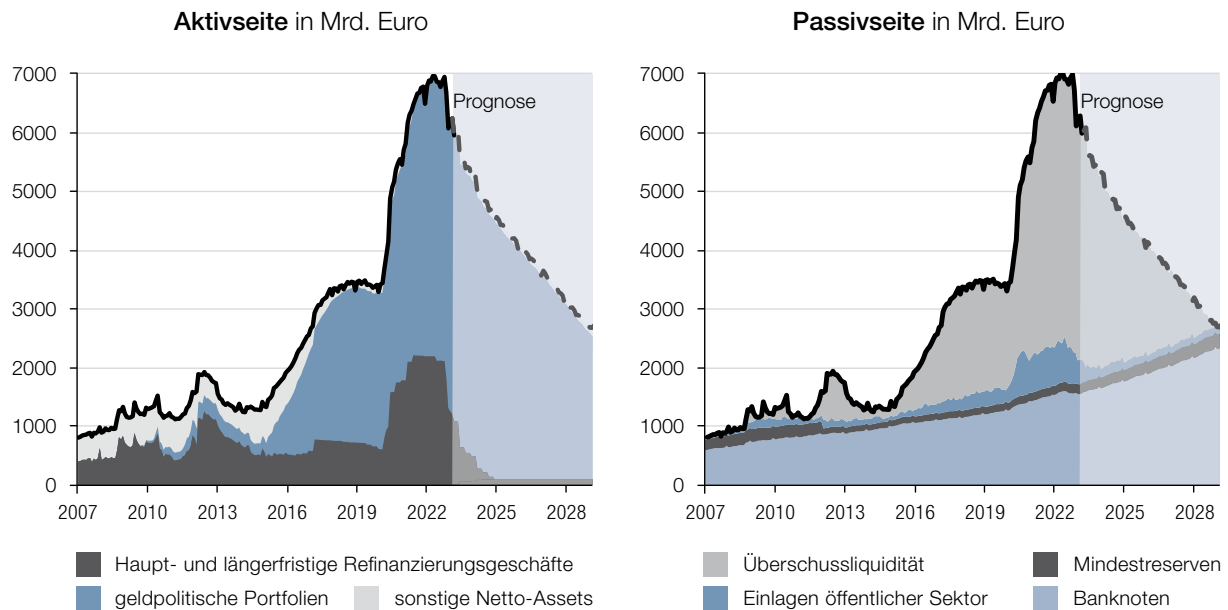
Diese Faktoren verstärken den Druck auf die EZB, von weiteren Zinserhöhungen abzusehen und den geldpolitischen Kurs perspektivisch wieder zu lockern. Dabei agiert die EZB weit weniger restriktiv, als es die vergangenen Zinsanstiege vermuten lassen. Die Geldpolitik der EZB befindet sich seit nunmehr 15 Jahren in einem Krisenmodus, der durch eine Vielzahl unkonventioneller, expansiv wirkender Maßnahmen gekennzeichnet ist: Nach dem Ausbruch der Wirtschafts- und Finanzkrise im Jahr 2008 verfolgte die EZB für weit mehr als eine Dekade eine Strategie der Niedrig- bzw. Nullzinspolitik. Zusätzlich stellt sie den Banken seither unter Anwendung einer „Vollzuteilungspolitik“ so viel Liquidität wie gewünscht in unbegrenzter Höhe zur Verfügung. Mit dem Ziel, eine Fragmentierung des Interbankenmarktes zu verhindern und die Transmission der Geldpolitik sicherzustellen, wurden zusätzlich die Standards für notenbankfähige Sicherheiten gesenkt, der Mindestreservesatz reduziert und das Angebot an längerfristigen Refinanzierungsgeschäften ausgeweitet. Seit dem Jahr 2010 hat das Eurosystem zudem in großem Umfang Staats- und Unternehmensanleihen erworben, wodurch die Grenze zur untersagten monetären Staatsfinanzierung zunehmend verwischt wurde.

Überschussliquidität als Nährboden für Inflation

Das Zusammenwirken der unkonventionellen Maßnahmen hat vor allem seit Beginn der Anleihekäufe im Rahmen des APP (Asset Purchase Programme) und des PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) zu einer massiven Ausweitung der EZB-Bilanz geführt. Als Nebeneffekt dieser Bilanzausweitung konnte in erheblichem Umfang Überschussliquidität aufgebaut werden, d.h. es wurde dem Bankensektor deutlich mehr Liquidität zur Verfügung gestellt als eigentlich benötigt. Die überschüssige Liquidität wurde von den Banken über die Einlagenfazilität zeitweise beim Eurosystem „geparkt“. Dadurch stieg die Bedeutung des Einlagensatzes, zu dem diese Einlagen verzinst werden, für die Höhe der kurzfristigen Geldmarktzinsen (Euro Short-Term Rate). Während sich der kurzfristige Geldmarktzins vor Entstehung der Überschussliquidität innerhalb des EZB-Zinskorridors am Hauptrefinanzierungssatz orientierte, bewegt er sich seither entlang des Einlagensatzes und somit am unteren Ende des Korridors.

Abbildung 2:
Rekordbilanz trotz Rekordinflation

Quelle: Schnabel, I. (2023), *Back to normal? Balance sheet size and interest rate control*, Speech at Columbia-University, New York, 27.03.2023.



Wie Abbildung 2 zu entnehmen ist, ist die Überschussliquidität in Höhe von derzeit rund 3,6 Billionen Euro das Ergebnis einer massiven Ausweitung der EZB-Bilanz und der monetären Basis. Zwar besteht grundsätzlich kein monokausaler und unmittelbarer Zusammenhang zwischen Entwicklung von Geldmenge und Inflation, da Veränderungen des allgemeinen Preisniveaus auch durch gesamtwirtschaftliche Angebots- oder Nachfrageschwankungen sowie exogene Schocks hervorgerufen werden können. Gleichwohl zeigt sich ein solcher Zusammenhang vor allem in einem Umfeld hoher Inflationsraten, während er in Phasen niedrigerer Inflation – wie sie in den letzten 25 Jahren vorherrschten – schwächer ausfällt (vgl. Abbildung 3).

Gerade die scheinbar abnehmende Bedeutung monetärer Effekte in einem Umfeld geringer Inflationsraten hat dazu verleitet, den langfristigen Zusammenhang zwischen Inflation und Geldmenge zu unterschätzen. Das illustrieren die Anpassungen im Rahmen der Strategieüberprüfung der EZB, die im Sommer 2021 abgeschlossen wurde und zu einer erneuten Anhebung des Inflationsziels geführt hat. Zudem wurde die Bedeutung monetärer Effekte in der Zwei-Säulen-Strategie der EZB zur Gesamtbeurteilung der Risiken für die Preisstabilität weiter marginalisiert, indem andere Aspekte wie die Sicherung der Finanzstabilität und die Transmission der Geldpolitik stärker in den Fokus rückten.

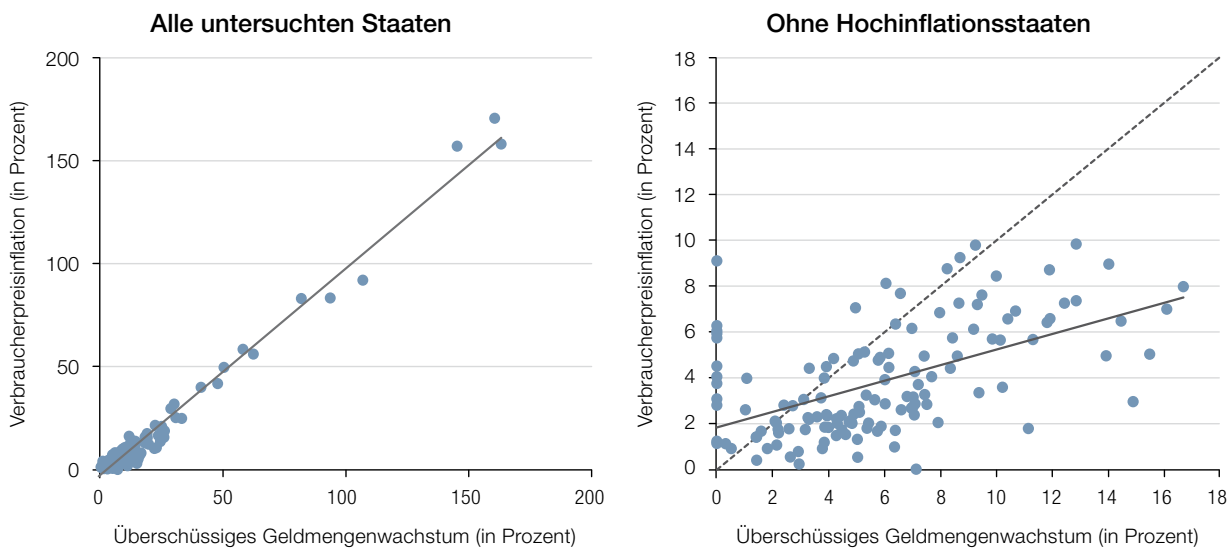
Dies hatte erstens zur Folge, dass die EZB sehr spät, nämlich erst im Juli 2022, mit ersten Zinsschritten auf die hohe Inflation reagierte. Im Gegensatz zu anderen Notenbanken wie der US-amerikanischen Federal Reserve oder der Bank of England hielt sie zu lange an der Einschätzung fest, dass die hohe Inflation nur „vorübergehend“ sei. Zweitens hat die EZB – trotz bereits aufgeblähter Bilanz und Inflationsraten von fast zehn Prozent – noch vor der ersten Zinserhöhung im Juli 2022 eine Krisensitzung nicht etwa wegen der Rekordinflation einberufen, sondern um ein neues Instrument (TPI – Transmission Protection Instrument) zum selektiven Ankauf von Anleihen zu schaffen. Mit diesem Instrument sollen vermeintlich ungerechtfertigte Zinsspreads innerhalb der Währungsunion zurechtgestutzt werden. Das TPI kam bislang noch nicht zum Einsatz, wohl vor allem deshalb, weil die EZB bereits im Rahmen ihrer PEPP-Reinvestitionen deutliche Umschichtungen zugunsten hochverschuldeter Eurostaaten wie Italien durchgeführt hat. Damit weicht die EZB von dem Prinzip ab, dass Staatsanleihekäufe in der Regel nach dem Kapitalschlüssel des Eurosystems erfolgen, um unerwünschte fiskalische Umverteilungseffekte zu vermeiden und die Unabhängigkeit der Geldpolitik zu schützen.

Der Bedeutung eines Bilanzabbaus zur Inflationsbekämpfung wird seitens der EZB insgesamt zu wenig Aufmerksamkeit beigemessen. Mit Blick auf die Höhe der Überschussliquidität erscheint es fraglich, ob die bisher vorgesehenen Maßnahmen der EZB genügen, um eine Bilanzverkürzung in der von ihr prognostizierten und in Abbildung 2 dargestellten Größenordnung zu erreichen. Ebenso ist zu bezweifeln, ob der erst bis zum Jahr 2029 vorgesehene Bilanzabbau überhaupt ausreicht (und bis dahin trotz aller Widerstände umgesetzt wird), um die Inflationsrisiken nachhaltig zu minimieren und eine Rückkehr zum mittelfristigen Inflationsziel von zwei Prozent zu gewährleisten.

Abbildung 3: Überschüssige Geldmenge führt oft zu Inflation

Quelle: Borio et al. (2023), *Does money growth help explain the recent inflation surge?*, BIS Bulletin No. 67.

Anmerkungen: Länderspezifische, nicht-überlappende 10-Jahres-Durchschnittswerte. Das überschüssige Wachstum der Geldmenge ergibt sich aus der Differenz zwischen Geldmengenwachstum und realem BIP.



Handlungsempfehlungen zur effektiven Inflationsbekämpfung

Vor diesem Hintergrund sind trotz des derzeit nachlassenden Preisdrucks entschlossenere Maßnahmen notwendig, um **inflationären Entwicklungen den Nährboden zu entziehen**. Die seit Juli 2022 vorgenommenen Zinserhöhungen sind zwar ein wichtiger erster Schritt, reichen für sich genommen aber nicht aus. Vielmehr ist eine konsistente Gesamtstrategie, die neben einem forcierten Abbau von EZB-Bilanz und Überschussliquidität auch eine insgesamt restriktivere Liquiditätssteuerung vorsieht, unabdingbar. Hierzu sind folgende Maßnahmen erforderlich:

- Die EZB darf dem (politischen) **Druck nicht nachgeben**, die Zinsen zu frühzeitig wieder zu senken. Stattdessen sollten bei Bedarf weitere Erhöhungen folgen.
- Für einen **spürbaren Bilanzabbau** sind die Anleihebestände des Eurosystems in einem erheblichen Umfang zu reduzieren. Die derzeitige Praxis, die auslaufenden Anleihen im Rahmen des PEPP bis mindestens Ende 2024 zu reinvestieren und diese lediglich beim APP nicht wieder anzulegen, ist unzureichend. Stattdessen sollten **alle Anleiheportfolios** nach einem **klar definierten Abbaupfad deutlicher und schneller reduziert** werden.
- Eine **Erhöhung des Mindestreservesatzes** hätte den positiven Effekt, dass ein Teil der überschüssigen Liquidität gebunden wird.
- Eine **Abkehr vom Vollzuteilungsverfahren** würde dazu beitragen, dass sich die Liquiditätsbereitstellung wieder am tatsächlichen Bedarf des Bankensektors orientiert und das Entstehen überschüssiger Liquidität vermieden wird. Die im Rahmen der Finanzkrise im Jahr 2008 eingeführte Vollzuteilungspolitik kann in der Not Liquiditätsengpässe verhindern. Sie sollte aber **lediglich temporär** angewendet werden und **keinen Dauerzustand** darstellen.
- Darüber hinaus erfordern die massiv gestiegenen Anleiherenditen eine **entschlossene Haushaltskonsolidierung der Mitgliedstaaten**, um einen weiteren Anstieg der Staatsschuldenquoten zu verhindern. Für die **Unabhängigkeit der EZB** und die **Gewährleistung der Preisniveaustabilität** ist es zwingend erforderlich, dass die Geldpolitik **nicht von fiskalischen Motiven dominiert** wird. Andernfalls drohen eine weitere Schuldenvergemeinschaftung und Inflation. Zur **Sicherung der fiskalischen Nachhaltigkeit** in einer Währungsunion mit heterogenen Volkswirtschaften sind **einheitliche Fiskalregeln** unerlässlich. Entscheidend ist daher, dass die bestehenden EU-Fiskalregeln im laufenden Konsultationsprozess **nicht weiter verwässert** werden und ihre Einhaltung von der EU-Kommission konsequent und transparent überwacht wird.

Ansprechpartner: Dr. Jörg König und Tim Meyer

Stiftung Marktwirtschaft, Charlottenstr. 60, 10117 Berlin | www.stiftung-marktwirtschaft.de