

---

## Politik und Strategie der Europäischen Zentralbank

---

Prof. Volker Wieland, Ph.D.  
Sachverständigenrat und IMFS, Goethe Universität  
Frankfurt

Stiftung Marktwirtschaft Webinar  
11. Dezember 2020

20  
—  
21



## Übersicht

---

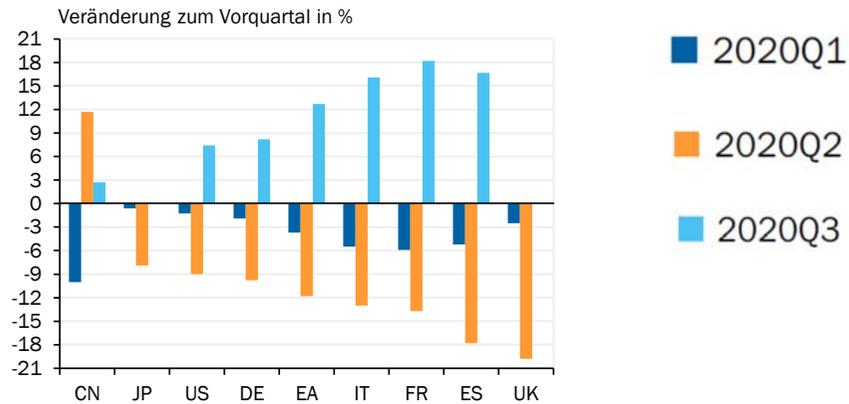
- I. Geldpolitik in der Corona-Krise
- II. Lagarde's Überprüfung der EZB-Strategie

Extra: Geld- und Fiskalpolitik und das Bundesverfassungsgericht

## I. Geldpolitik in der Corona-Krise

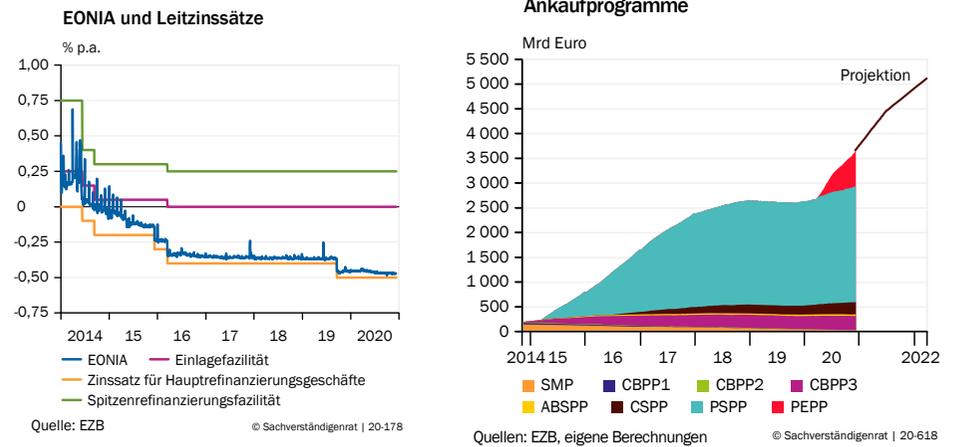
---

## Wirtschaftliche Entwicklung im Vergleich großer Volkswirtschaften



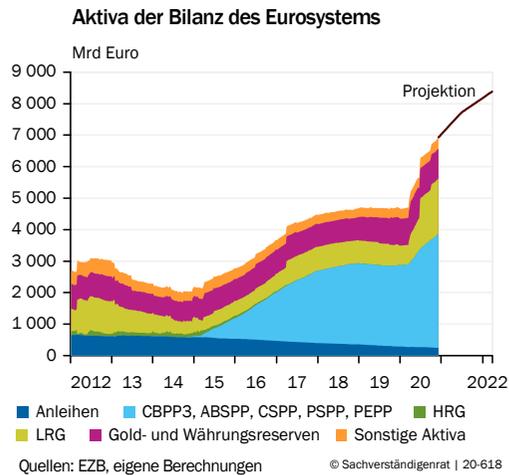
5

## Reaktion der EZB: Negativer Notenbankzins unverändert, aber großes Anleihekaufprogramm aufgelegt



6

## Geldpolitische Stützungsprogramme weiten Zentralbankbilanz erheblich aus...



### Günstige Liquidität für Banken

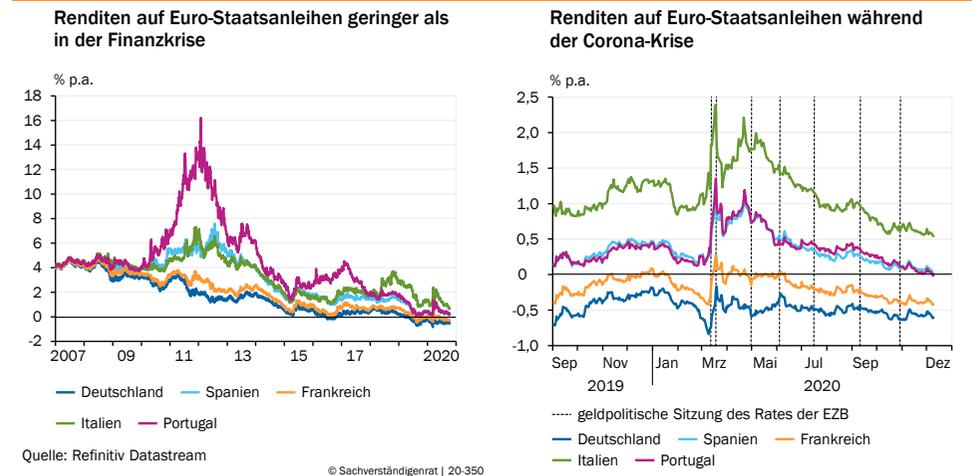
- Zusätzliche längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRG)
- Günstigere Konditionen bei 3-jährigen GLRG-Geschäften (TLTRO):
  - Zinssenkung um 25 BP auf -1%
  - 548,5 Mrd € zusätzliche Liquidität

### Wertpapierkäufe:

- Liquide Märkte für Staats- und Unternehmensanleihen

7

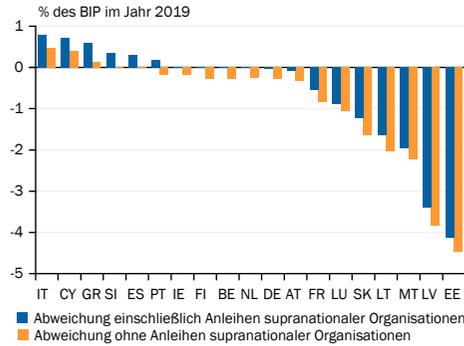
## Reaktion der Finanzmärkte geringer als zur Finanzkrise – PEPP-Ankündigung bringt Beruhigung



8

## Bisher moderate Abweichungen vom Kapitalschlüssel

### Ankäufe von Staatsanleihen im Rahmen des PEPP und ihre Abweichung zum Kapitalschlüssel des jeweiligen Mitgliedstaats



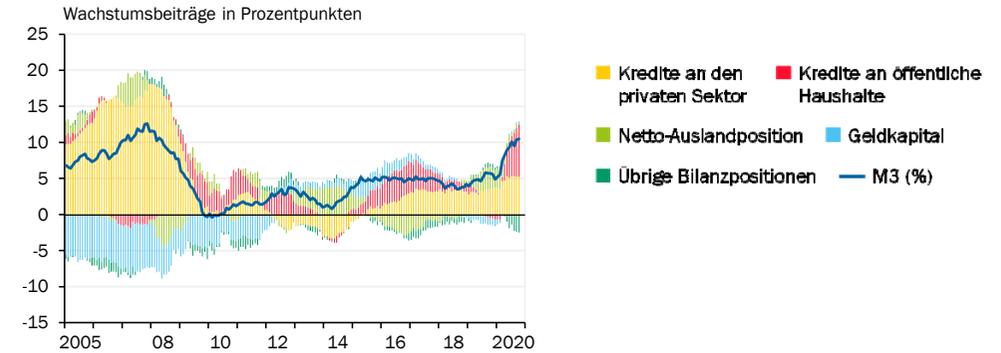
Quellen: Eurostat, EZB, eigene Berechnungen © Sachverständigenrat | 20-205

- 90,18% der PEPP-Käufe sind Staatsanleihen (Stand September)
  - bisher 4,3% des Euro-Raum BIP 2019
  - bis Juni 2021 14,2% des BIP
  - Ungefähr Anstieg Schuldenquote
- Ankäufe orientieren sich am Kapitalschlüssel, Ausgestaltung flexibel
  - Abweichungen vom Kapitalschlüssel in % des BIP bisher moderat

9

## Wachstum der Geldmenge stark beschleunigt – Insbesondere durch Kredite an öffentliche Haushalte

### Kredite an öffentliche Haushalte beschleunigen M3-Wachstum im Euro-Raum



10

## II. Lagarde's Überprüfung der EZB-Strategie

11

## Strategieüberprüfung der U.S. FOMC als Vorbild? „Average-Inflation Targeting“

27. August 2020:

The Committee judges that the level of the federal funds rate consistent with maximum employment and price stability over the longer run has declined relative to its historical average.

Therefore, the federal funds rate is likely to be constrained by its effective lower bound more frequently than in the past.

... downward risks to employment and inflation have increased.

.... to anchor longer-term inflation expectations .., the Committee seeks to achieve inflation that averages 2 percent over time,

.... following periods when inflation has been running persistently below 2 percent, appropriate monetary policy will likely aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time.

12

## Bestimmungsfaktoren des Gleichgewichtszinses am Geldmarkt

- Wohin tendiert der kurzfristige Zins am Geldmarkt in der langen Frist?

Nominalzins im langfristigen Gleichgewicht

= realer Gleichgewichtszins + Inflationsrate im langfristigen Gleichgewicht

$$= r^* + \pi^*$$

- Bestimmungsfaktoren  $\pi^*$ :

Mandat der Notenbank ist Preisstabilität. Die EZB hat als Zielmaß den harmonisierten Verbraucherpreisindex gewählt. Quantitatives Ziel ist, unter aber nahe 2%, also  $\pi^* = 1,7/1,8\%$ . Laut Draghi 2019, 1,9%.

Schätzung Bletzinger-Wieland (2017) auf der Basis einer Zinsreaktionsfunktion: 1,74%.

13

## Der Geldmarktzins und die lange Frist

- Und  $r^*$ ? Einfach mal Notenbanker fragen, was sie glauben → FOMC survey, USA!

Percent

Variable	Median <sup>1</sup>				
	2020	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9
June projection	-6.5	5.0	3.5		1.8
Unemployment rate	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1
June projection	9.3	6.5	5.5		4.1
PCE inflation	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0
June projection	0.8	1.6	1.7		2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	1.5	1.7	1.8	2.0	
June projection	1.0	1.5	1.7		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5
June projection	0.1	0.1	0.1		2.5

→  $\pi^* = 2\%$

→  $i^* = 2,5\%$

$$r^* = i^* - \pi^* = 0,5\%$$

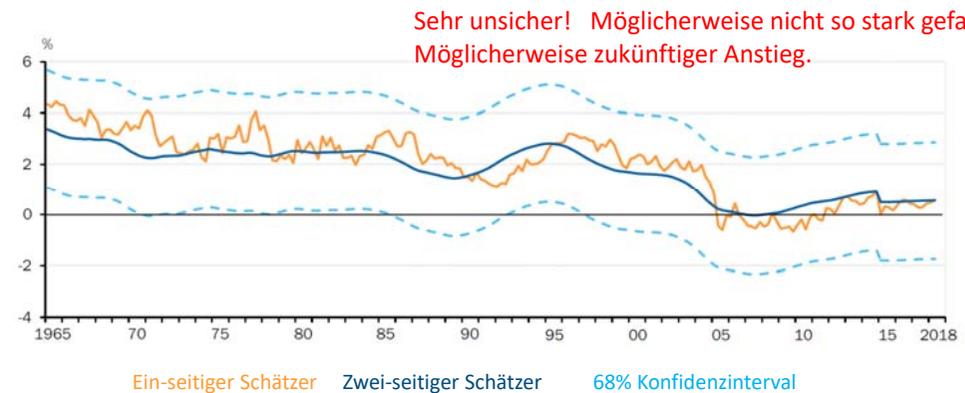
14

## Aspekte der Überprüfung (Lagarde 30. September).

- “The first is how to **formulate the inflation aim**”
- “The second issue is the **horizon over which price stability should be achieved**, “
  - “We also need to reflect on our two pillar approach”
- “third issue is the **measure of inflation** that lies behind our inflation aim”
- “Estimates for the **natural rate in the euro area** have dropped from between 0.6% and 2.2% on average from 1999 to 2011, to between -1.3% and 0.5% thereafter”
- if natural rates remain low and inflation stays subdued – meaning central banks have to continue to **resort frequently to balance sheet policies** to deliver on their mandates.

15

## Eigene Schätzwerte mit einer Variante dieser Methodik in Beyer-Wieland, hier für Deutschland.



Beyer und Wieland (2019, ): Laubach-Williams /Garnier-Wilhelmsen methodology

16

## EZB: Inflation erreicht Zielrate der Notenbank nicht

President Lagarde, September 30, ECB Watchers Conference:

“Most importantly, the last decade has been defined by a **persistent decline in inflation** among advanced economies. In the euro area, annual inflation **averaged 2.3% from 1999** to the eve of the great financial crisis in August **2008**, but only **1.2% from then until the end of 2019**.

We need to thoroughly analyse the **forces that are driving inflation dynamics** today, and consider whether and how we should **adjust our policy strategy** in response.”

17

## Inflationsdurchschnitte – 3 Perioden: Dekade vor Finanzkrise, zweifache Rezession, Erholung

Inflationsmaße % Wachstumsrate	1999 Q1 - 2009 Q1 Bis Tiefpunkt Finanzkrisenrezession	2009 Q2 - 2013 Q1 Zweifache Rezession	2013 Q2 – 2020 Q1 Erholungsphase
HVPI: Harmonisierter Index der Verbraucherpreise im Euro-Raum	<b>2.2</b>	<b>1.8</b>	<b>0.9</b>
BIP Deflator: Preise aller im Euro Raum <b>produzierter</b> Güter & Dienstleistungen	<b>2.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>
Importpreisdeflator: Preise der <b>importierten</b> Güter & Dienstleistungen	<b>1.6</b>	<b>2.1</b>	<b>-0.3</b>

18

## Inländische Preisinflation erreichte 1.7% im Jahr 2019

Growth rates of HICP and GDP deflator in the euro area



Sources: ECB, Eurostat

© Sachverständigenrat | 20-416

- HVPI & BIP deflator sehr ähnlich von 1998 bis 2007.
- HVPI in Rezession sehr viel variabler.
- BIP deflator steigt in der Erholungsphase.

**Bletzinger-Wieland**  
EZB ziel geschätzt mit  
Reaktionsfunktion:  
**1.74%**

19

## Strategiefragen: Was beeinflusst die Wahrscheinlichkeit, dass die Politik auf die Zinsuntergrenze trifft?

Untergrenze für den Nominalzins, weil Bargeld einen Nominalzins von Null bietet, und Banken den Negativzins nicht an Kunden weiterreichen.

Realer Gleichgewichtszins ↓ ⇒ Zinsuntergrenze wirkt häufiger beschränkend

Inflationsziel ↑ ⇒ Langfristig mehr Abstand von Zinsuntergrenze, aber wenn an der Grenze dann ist der Weg zum Ziel weiter, und Politik müsste weiter lockern.

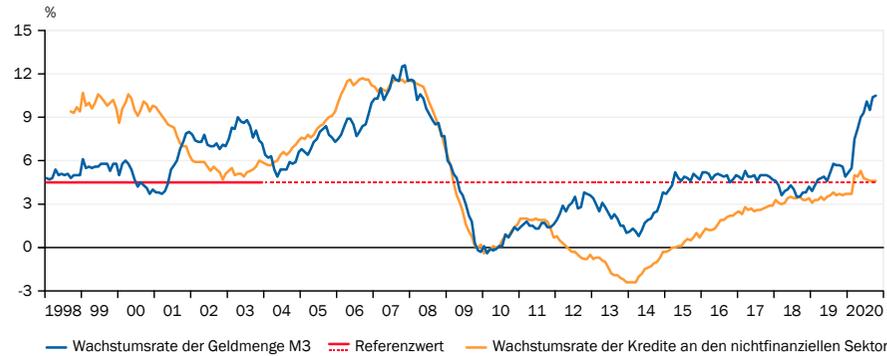
Zinsuntergrenze ↓ ⇒ Mehr Zinssenkungsspielraum

Inflationsmessung ↑ ⇒ Zinspolitik weniger beschränkt.

20

## Rückbesinnung: Was lief schief vor der Finanzkrise

Wachstumsrate der Geldmenge M3 und Kreditwachstum



Quelle: EZB

© Sachverständigenrat | 20-286

21

## Extra: Geld- und Fiskalpolitik und das Bundesverfassungsgericht

22



## Konflikt der Gerichte

Verfassungsbeschwerden bei BVerfG: PSPP keine Geldpolitik. Monetäre Staatsfinanzierung. BVerfG legt Europäischen Gerichtshof Fragen vor.

**11. Dez 2018:** EUGH vorläufiges Urteil. PSPP = Geldpolitik. Offensichtlich angemessen und verhältnismäßig. Keine monetäre Staatsfinanzierung.

**30/31. Juli 2019:** BVerfG öffentliche Anhörung

**5. Mai 2020:** BVerfG Urteil: PSPP Urteil des EUGH „ultra vires“. EZB und EUGH überschreiten ihr Mandat. Begründung: Nicht überprüfbar ob ausreichende Verhältnismäßigkeitsprüfung. Aber keine monetäre Staatsfinanzierung.

**Mai:** EUGH betont sein Urteil ist abschliessend. EU Kommissionspräsidentin von der Leyen droht mit Vertragsverletzungsverfahren.

24

## Argument des BVerfG

---

Ein Programm zum Ankauf von Staatsanleihen wie das PSPP, das erhebliche wirtschaftspolitische Auswirkungen hat, setzt insbesondere voraus, dass das währungspolitische Ziel und die wirtschaftspolitischen Auswirkungen jeweils benannt, gewichtet und gegeneinander abgewogen werden.

Die unbedingte Verfolgung des mit dem PSPP angestrebten währungspolitischen Ziels, eine Inflationsrate von unter, aber nahe 2 % zu erreichen, unter Ausblendung der mit dem Programm verbundenen wirtschaftspolitischen Auswirkungen, missachtet daher offensichtlich den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit.

Die erforderliche Abwägung ...ergibt sich nicht aus den verfahrensgegenständlichen Beschlüssen. Sie verstoßen deshalb gegen Art. 5 Abs. 1 Satz 2 und Abs. 4 EUV und sind von der währungspolitischen Kompetenz der EZB nicht gedeckt.

25

## Argument des BVerfG

---

Das PSPP verbessert die Refinanzierungsbedingungen der Mitgliedstaaten, weil sich diese zu deutlich günstigeren Konditionen Kredite am Kapitalmarkt verschaffen können; es wirkt sich daher erheblich auf die fiskalpolitischen Rahmenbedingungen in den Mitgliedstaaten aus. Es kann insbesondere dieselbe Wirkung haben wie Finanzhilfen nach Art. 12 ff. des ESM-Vertrags.

... Schließlich begibt sich das Eurosystem mit zunehmender Laufzeit des Programms und steigendem Gesamtvolumen in eine erhöhte Abhängigkeit von der Politik der Mitgliedstaaten, weil es das PSPP immer weniger ohne Gefährdung der Stabilität der Währungsunion beenden und rückabwickeln kann.

26

## Hintergrundmaterial

---

27

28

March 2020      April 2020      June 2020      July and August 2020

<b>Asset purchases</b>	<b>APP expanded temporarily</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• additional €120 billion in 2020, while continuing ongoing monthly purchases of €20 billion and reinvestments</li> <li>• NFC commercial paper made eligible</li> </ul>	
	<b>PEPP launched</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• €750 billion envelope until at least December 2020</li> <li>• flexible allocation across time, assets, countries</li> <li>• wider eligibility than APP</li> </ul>	<b>PEPP expanded</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• increase by €600 billion to €1,350 billion and extension by six months until at least June 2021</li> <li>• reinvestments at least until end of 2022</li> </ul>

<b>Lending programmes</b>	<b>TLTRO III conditions eased</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• borrowing rate -25 to -75 bps (June 2020 to June 2021), depending on lending performance</li> <li>• borrowing allowances raised, etc.</li> </ul>	<b>TLTRO III conditions eased further</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• borrowing rate -50 to -100 bps (June 2020 to June 2021), depending on lending performance</li> <li>• further easing of terms and conditions</li> </ul>
	<b>Additional LTROs</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• facilitating switch into TLTRO III</li> </ul>	<b>PELTROs introduced</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• interest rate of -25 bps</li> <li>• seven operations from May 2020 maturing by September 2021</li> </ul>
		<b>Collateral requirements eased temporarily</b>

<b>Swap repo lines</b>	<b>EUR swap lines reactivated</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• with the central bank of Denmark</li> </ul>	<b>EUR swap lines set up</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• with central banks of Croatia and Bulgaria</li> </ul>	<b>EUREP repo facility and EUR repo line set up</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• new Eurosystem repo facility to provide euro liquidity to non-euro area central banks (EUREP)</li> </ul>	<b>EUR repo lines set up</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• with central banks of Albania, Hungary, Serbia, Republic of North Macedonia and San Marino</li> </ul>
	<b>USD swap lines reactivated</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• with Federal Reserve and other major central banks, USD provision through liquidity swap line</li> <li>• daily seven-day and weekly 84-day operations</li> </ul>		<b>Frequency of 7-day USD operations reduced</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• to three per week</li> </ul>	<b>Frequency of 7-day USD operations reduced</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• to one per week as of 1 September</li> </ul>

<b>Supervisory measures</b>	<b>Temporary capital, liquidity and operational relief</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• facilitating use of capital and liquidity buffers</li> <li>• flexible prudential treatment of loans backed by public support measures and mitigation of procyclicality in accounting</li> <li>• recommendation against dividend payments</li> </ul>	<b>Temporary reduction in capital requirements for market risk</b>	<b>Further guidance</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• guidance against dividend payments and for moderation in remuneration</li> <li>• clarification on restoration of capital/liquidity buffers and supervisory expectations on addressing debtor stress</li> </ul>
-----------------------------	---	--	---