

Stellungnahme

„Ihre Bundesbank hört zu“

**Überprüfung der geldpolitischen
Strategie des Euroraums**

Bundesverband der Deutschen Industrie e.V.



Inhaltsverzeichnis

Vorwort	3
Preisstabilität	3
Wirtschaftsentwicklung	5
Weitere Themen	7
Kommunikation	8
Über den BDI	9
Impressum	9
Ansprechpartner	9

Vorwort

1. Die deutsche Industrie begrüßt ausdrücklich den gesuchten Austausch der Bundesbank bzw. des Eurosystems mit den Zivilorganisationen. Die Überprüfung der geldpolitischen Strategie ist ein sehr wichtiges Thema, das eine vertiefte fachliche Auseinandersetzung mit den Vertretern der Wirtschaft nahelegt.

Preisstabilität

2. Die zentrale Aufgabe der Geldpolitik der EZB ist die Geldwertstabilität. Dieses Ziel ist seit vielen Jahren als eine Inflationsrate auf mittlere Sicht in der Nähe von, aber unter zwei Prozent definiert worden. Die realisierten Inflationsraten lagen im letzten Jahrzehnt in der Regel deutlich unter diesem Zielwert (1,2 Prozent seit 2008). Gleichwohl waren in den meisten Jahren die Inflationserwartungen der Märkte vergleichsweise stabil und orientierten sich mittelfristig am Zielwert. Dies ist angesichts der massiven makroökonomischen Schocks in den Jahren 2008-2014 (Globale Wirtschafts- und Finanzkrise, Staatsschuldenkrise) und seit 2019 (Pandemie-bedingte Rezession) ein Anzeichen für die Verankerung von Inflationserwartungen gewesen. In letzter Zeit hat sich die Verankerung jedoch abgeschwächt, was eine Vielzahl von Ursachen hat, die von der EZB bereits zutreffend analysiert worden sind.
3. Für Unternehmen ist eine positive, moderate Inflationsrate wesentlich, um bei steigenden Kosten (u.a. Löhne) Preise anpassen zu können. Wichtiger ist jedoch die Fähigkeit für die Notenbank, konjunkturell gegensteuern zu können. Eine Orientierung an einem Zwei-Prozent-Ziel wäre auch gerade angesichts der Notwendigkeit, auch zukünftig wirksam geldpolitisch auf Einbrüche der Nachfrage reagieren zu können, besonders bedeutsam.
4. Auch wenn die Lohn-Preis-Dynamik im Euroraum schwächer geworden ist und weitere strukturelle globale Trends (Rohstoffpreise, Wettbewerb auf Gütermärkten, Preissetzungsverhalten der Unternehmen) das Inflationsgeschehen im letzten Jahrzehnt gedämpft haben, ist eine Orientierung an einem symmetrischen Ziel für die Geldpolitik, z.B. beim Inflationsziel von zwei Prozent in der mittleren Frist, sinnvoll. Die EZB hat in jüngster Zeit z.B. in Reden und Interviews von Präsident Draghi, Präsidentin Lagarde und Interviews von Direktoriumsmitglied Lane betont, dass sie bereits seit längerem ein symmetrisches Ziel verfolgt. Dies ist angesichts der Zielformulierung in der Vergangenheit möglicherweise nicht im gesamten Euroraum so rezipiert worden. Sollte die Überprüfung der geldpolitischen Strategie zu einer Reformulierung des Ziels führen, sollte besonderes Augenmerk auf die Kommunikation der Veränderung gelegt werden. Dabei sollte auch näher erläutert werden, ob und wie lange ggf. eine temporär höhere Inflationsrate (mehr als zwei Prozent) akzeptiert werden kann, um durchschnittlich

das mittelfristige Ziel zu erreichen. Die Diskussion in den Vereinigten Staaten über die Interpretation der neuen Formulierung des geldpolitischen Ziels der Federal Reserve legt nahe, dass die Finanzmarktteilnehmer, Unternehmen und Verbraucher nicht ohne Weiteres verstehen, was dies bedeuten kann.

5. Im Zweifel gehen von einer deflationären Preisentwicklung die größeren Gefahren aus. Die Aussicht auf sinkende Preise in der Zukunft dürfte die wirtschaftlichen Aktivitäten der Unternehmen tendenziell eher einschränken, zumal erfahrungsgemäß Löhne nicht abgesenkt werden. In einem inflationären Umfeld haben Unternehmen dagegen die Möglichkeit, ihre Preise nach oben anzupassen. Gleichzeitig sind in einem inflationären Umfeld die geldpolitischen Instrumente einer Zentralbank wirksamer. Deflation und Inflation sind keine exogenen Größen. Unternehmen bestimmen diese durch Festsetzung von Produktpreisen und Nominallöhnen mit.
6. Für die Industrie ist aufgrund der Kostenstruktur die (Preis)entwicklung folgender Größen von Bedeutung: Material- und Rohstoffpreise, Energie, Personalkosten, Kosten für Lohnarbeiten und Leiharbeitnehmer. Bei internationaler Verflechtung außerhalb des Euroraumes kommt sowohl beschaffungs- als auch absatzseitig noch der Wechselkurs hinzu.
7. Eine Einbeziehung von Häuserpreisen in die für die Zielsetzung der Geldpolitik relevante Inflationsmessung ist aus unserer Sicht nicht zielführend. Die seitens der EZB breit diskutierte Option einer Einbeziehung und deren empirische Abschätzung würden ohnehin kein anderes Bild ergeben. Ein großer Teil der Kosten für das selbstgenutzte Wohneigentum, wie Heizung, Entsorgung, Gebühren, etc., wird bereits im Konsumentenpreisindex berücksichtigt. Weitere laufende Kosten wären Zinszahlungen für das Wohneigentum, die ebenfalls zu betrachten wären. Sollte die Preisentwicklung von Wohneigentum in den Verbraucherpreisindex integriert werden, müssten konsequenterweise Preise für alle anderen Vermögensarten (u.a. Wertpapiere) ebenfalls Berücksichtigung finden. Für diese unterschiedlichen Vermögenswerte bestehen eigenständige Indizes. Außerdem ist Wohneigentum kein homogenes Gut und damit kein solider Indikator für die Entwicklung eines allgemeinen Preisniveaus. Zudem liegen relevante Daten nicht in der gewünschten Qualität für alle 19 Staaten des Euro-Währungsraums vor.
8. Zielführend könnte auch eine breitere Diskussion darüber sein, ob die Messung der Potenzialwachstumsrate in der Vergangenheit zufriedenstellend verlaufen ist. Aufgrund der hohen Bedeutung der Messung der Outputlücke, einer wahrscheinlichen Unterschätzung derselben im Euroraum und in den Vereinigten Staaten und möglicher Veränderungen auf dem Arbeitsmarkt, die zu einer Veränderung der gleichgewichtigen Arbeitslosigkeit, die mit einer nicht ansteigenden Inflationsrate kompatibel ist, geführt haben dürfte, ist es sehr wahrscheinlich im letzten Jahrzehnt zu einer insgesamt zu restriktiven geldpolitischen Ausrichtung in vielen OECD-Volkswirtschaften

gekommen sein. Präsidentin Lagarde hat in ihrer Grundsatzrede zum Thema angedeutet, dass zukünftig einige dieser Faktoren möglicherweise in die gegenteilige Richtung wirken könnten. Eine gründliche Überprüfung des Sachverhalts ist gerade in den nächsten Jahren angesichts der Pandemiebedingten Dämpfung der Wirtschaftsaktivität, möglicherweise auch des Wachstumspotenzials, und der Preisentwicklung besonders notwendig, um die Geldpolitik mittelfristig richtig auszurichten, die geldpolitischen Instrumente richtig zu kalibrieren und tatsächlich einen höheren Erfolg in der Geldpolitik zu erzielen, der wiederum die Glaubwürdigkeit der EZB stärken würde.

Wirtschaftsentwicklung

9. In den nächsten Quartalen wird insbesondere der dämpfende Effekt der Pandemie durch eine stärkere Expansion der Geldpolitik kompensiert werden müssen, um eine zu deutliche, zu anhaltende Zielverfehlung zu vermeiden und die Inflationserwartungen wieder anzuheben. Insofern sind die besonderen Kaufprogramme notwendig und sollten bei einer anziehenden Beeinträchtigung der wirtschaftlichen Entwicklung und der Inflation im Zuge einer zweiten Pandemiewelle, die in vielen Staaten des Euroraums bereits Realität geworden ist, entsprechend angepasst werden.
10. Aufgrund der langfristigen Trends am Kapitalmarkt, des wahrscheinlich bereits erfolgten und allmählich sich fortsetzenden Absinkens des natürlichen Zinssatzes und der Probleme der Zinspolitik am "lower zero bound" ist eine klare Zielformulierung eines symmetrischen Ziels noch wichtiger für die Verankerung von Inflationserwartungen in der mittleren Frist geworden. Eine genaue öffentliche Erklärung der praktischen Konsequenzen für die Geldpolitik ist zielführend, um diese Modifikation breit verständlich zu machen. De facto würde eine Reformulierung der Zielsetzung zu einer neuen Quantifizierung des Ziels durch Marktteilnehmer führen.
11. Dies gilt darüber hinaus auch für die Erweiterung des geldpolitischen Instrumentariums, das mit Zinsentscheidungen, Refinanzierungsprogrammen für das Bankensystem, Wertpapierkaufprogrammen, der Orientierung der Markterwartungen ("forward guidance") und weiteren Elementen (Swap-Programme für Dollarliquidität, Sicherheitenrahmen) in den letzten Jahren bereits deutlich und angemessen erweitert wurde, zuletzt durch die besonderen Kaufprogramme zur Bekämpfung der monetären Folgen der Pandemie. Dem Fachpublikum sind zwar Schätzungen der Wirkung der Geldpolitik auf Wachstum und Inflation durchaus bekannt, die sich in den letzten Jahren auf knapp einen halben Prozentpunkt pro Jahr für das Wachstum und auf etwas niedrigere Werte für die Inflationsrate belaufen, der breiteren Öffentlichkeit erschließt sich jedoch die kumulierte Wirkung unterschiedlicher Instrumente auf diese gesamtwirtschaftlichen Größen nicht so leicht wie in

einer Welt mit leicht nachvollziehbaren Leitzinsentscheidungen als dominantem Instrument. Dies zeigt, dass die Wirksamkeit der nicht-konventionellen Geldpolitik zwar sichergestellt worden ist, diese aber möglicherweise bei Marktteilnehmern, politischen Institutionen, Bürgern und der öffentlichen Meinung nicht ausreichend nachvollzogen werden konnte. Dies allein hat möglicherweise zu einer kontroversen Diskussion in manchen Mitgliedstaaten beigetragen.

12. Für die Finanzierung des nicht-finanziellen Unternehmenssektors sind insbesondere die Refinanzierungsprogramme für Banken (TLTRO I - III, PELTROs) sowie - in geringerem Umfang - die Kaufprogramme für Staatsanleihen und private Aktiva (Unternehmensanleihen, ABS, CP) zielführend gewesen. Die TLTRO-Programme sind sehr gut angenommen worden und haben eine günstige Refinanzierung für die Kreditinstitute sichergestellt. Die Kaufprogramme haben ebenfalls die Refinanzierung vor allem nicht-finanzieller Unternehmen entsprechend günstiger gestalten und temporär auch Panikreaktionen und illiquide Situationen am Finanzmarkt rasch korrigieren können.
13. Ein letzter entscheidender Punkt betrifft die gesamte Ausrichtung der makroökonomischen Politik im Euroraum. Auf die Pandemie haben die Regierungen und Parlamente der Mitgliedstaaten des Währungsraums mit einer Vielzahl von fiskalischen Instrumenten zur Stützung der Einkommen der privaten Haushalte, zur Erhaltung der Liquidität und Solvenz tragfähiger Unternehmen, zur Stabilisierung der Konsum- und Investitionsausgaben der Wirtschaft in der kurzen Frist und zur Stärkung des Wachstumspotenzials durch Technologieförderung und andere Ansätze in der mittleren Frist reagiert. Anders als in der Globalen Finanz- und Wirtschaftskrise von 2008 und den Folgejahren erfolgte die Reaktion rasch, substanziell und im Großen und Ganzen angemessen kalibriert. In Ergänzung dazu hat die Europäische Union erste Beschlüsse gefasst, über NextGeneration EU gemeinschaftlich finanzierte Zuschüsse (und ggf. Kredite) für nationale Wiederaufbauprogramme zu leisten, die es den stark betroffenen Mitgliedstaaten erlauben sollen, stärker fiskalisch gegenzusteuern. Diese expansive Fiskalpolitik ist angemessen und wird nur im Zuge der Erholung allmählich schwächer dosiert werden können. Diese Ausrichtung hat unter anderem auch die Geldpolitik erleichtert, weil die aggregierte Nachfrage erheblich gestützt worden ist. Die EZB selbst hat wiederum erheblich dazu beigetragen, die Finanzierung der Wirtschaftsaktivität und die Stabilität der Finanzmärkte sicherzustellen. Zudem hat und wird sie weiterhin auf die Finanzierungsbedingungen im Euroraum einwirken, auch in Zeiten einer deutlicheren realen handelsgewichteten Abwertung des US-Dollars und einer spiegelbildlichen Aufwertung des Euro. Es ist unseres Erachtens sehr wesentlich, dass diese in der Frühphase der Pandemiebekämpfung letztlich gelungene Nutzung der makroökonomischen Politik durch Mitgliedstaaten, EU und EZB auch zukünftig angemessen fortgeführt wird, um die weiteren Verluste an Produktion und Beschäftigung so gering wie möglich zu halten, die Erholung zu

unterstützen und die Rückkehr auf den Wachstumspfad zu ermöglichen. Auf diese wirtschaftspolitischen Erfordernisse wird bei der derzeit aufgeschobenen Überprüfung der "Economic governance" der EU und des Euroraums in nächster Zeit zu achten sein.

14. Letzterer dürfte Pandemie-bedingt mit gewissen Einbußen durch Insolvenzen, Arbeitslosigkeit, temporär geschwächten technischen Fortschritt und andere Faktoren geschwächt sein. Insofern besteht gerade auf Ebene der Mitgliedstaaten und der EU die Notwendigkeit, das Tempo struktureller Reformen zur Stärkung von Produktivität und Wachstum mittelfristig zu erhöhen. Einige der nationalen und EU-weiten Maßnahmen zielen genau darauf ab, es bleibt jedoch noch viel zu tun, wie die regelmäßige Evaluierung nationaler Reformbemühungen im Rahmen des Europäischen Semesters nahelegt.
15. In Deutschland scheint darüber hinaus eine breitere Debatte zur Erklärung gesamtwirtschaftlicher Zusammenhänge erforderlich zu sein, in der weit verbreitete Irrtümer in der öffentlichen Meinung, die Notenbank bestimme generell die Renditen am Kapitalmarkt und sei im Besonderen verantwortlich für eine geringe Rendite auf bestimmte Formen der Einlagen im Bankensystem, korrigiert werden müsste. Noch weniger angemessen wäre eine Betrachtung von in engeren Sinn geldpolitischen Entscheidungen auf die Einkommens- und Vermögensverteilung, die zweifellos mittelbar vorhanden sind, nicht aber Gegenstand der Geldpolitik selbst sein können (Tinberger-Prinzip).

Weitere Themen

16. Der Kampf gegen den Klimawandel bzw. die Gestaltung von Anpassungsmaßnahmen wird zurecht als gesamtgesellschaftliche Aufgabe bezeichnet. Auch die EZB wird hierbei eine Rolle übernehmen müssen. Die Definition dieser Rolle gilt es an ihrer zentralen Aufgabe, der Geldwertstabilität, zu orientieren. Demzufolge sollte analysiert werden, welche möglichen Auswirkungen der Klimawandel auf den Erhalt der Geldwertstabilität hat und wie diese neuen Risiken abgebildet und begrenzt werden können. Hierbei sollte die EZB ihrem bisherigen Ansatz der Marktneutralität treu bleiben und von gestalterischem Handeln absehen. Letzteres sollte nur politischen Institutionen vorbehalten bleiben. Dies bedeutet auch, dass im Rahmen der Diskussion um die Zentralbankfähigkeit von Finanzinstrumenten keine pauschale Bevorzugung von "grünen" Titeln erfolgen sollte, zumal der Rechtsrahmen für die Definition noch im Entstehen ist.
17. Wir begrüßen die Entscheidung des Eurosystems sich mit einer möglichen Einführung eines digitalen Euros stärker auseinanderzusetzen. Für die Industrie ist hierbei wichtig, dass sowohl Chancen als auch Risiken ausreichend beleuchtet werden. Zudem sollte im Rahmen der Analyse auch die

europäische Wettbewerbssituation im Vergleich zu anderen großen Währungsräumen eine wichtige Rolle spielen.

Kommunikation

18. Die EZB hat in der vergangenen Zeit sichtbar an einer Verbesserung ihrer Kommunikation mit Dritten gearbeitet. Als Industrie möchten wir sie ermutigen, diesen Pfad weiter zu beschreiten und ihre Anstrengungen noch zu verstärken. Im Hinblick auf die sich mittlerweile etablierten Kaufprogramme für private Aktiva regen wir an, in einen intensiveren fachlichen Austausch mit Nicht-Finanzunternehmen zu treten und hierfür eine ständige Kontaktgruppe einzurichten.

Über den BDI

Der BDI transportiert die Interessen der deutschen Industrie an die politisch Verantwortlichen. Damit unterstützt er die Unternehmen im globalen Wettbewerb. Er verfügt über ein weit verzweigtes Netzwerk in Deutschland und Europa, auf allen wichtigen Märkten und in internationalen Organisationen. Der BDI sorgt für die politische Flankierung internationaler Markterschließung. Und er bietet Informationen und wirtschaftspolitische Beratung für alle industrierelevanten Themen. Der BDI ist die Spitzenorganisation der deutschen Industrie und der industrienahen Dienstleister. Er spricht für 40 Branchenverbände und mehr als 100.000 Unternehmen mit rund 8 Mio. Beschäftigten. Die Mitgliedschaft ist freiwillig. 15 Landesvertretungen vertreten die Interessen der Wirtschaft auf regionaler Ebene.

Impressum

Bundesverband der Deutschen Industrie e.V. (BDI)
Breite Straße 29, 10178 Berlin
www.bdi.eu
T: +49 30 2028-0

Ansprechpartner

Dr. Klaus Günter Deutsch
Abteilungsleiter
T: +493020281591
K.Deutsch@bdi.eu

BDI-Dokumentennummer: ..