

'... nach dem Corona-Schock': Aktuelle Herausforderungen der Geldpolitik

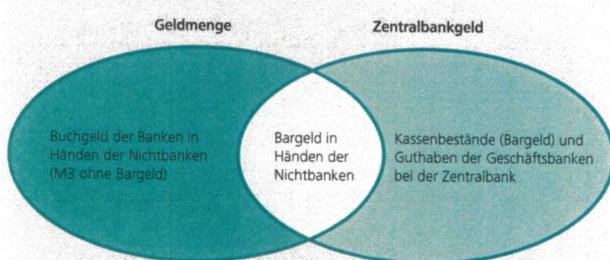
Kurz gefasst: Für moderne Volkswirtschaften ist stabiles Geld ein wichtiges öffentliches Gut. Dafür sorgen in der Regel Zentralbanken, im Euroraum das Eurosystem. In jüngerer Zeit war die Geldpolitik dabei ungewöhnlich stark gefordert: In Reaktion auf die große Finanzkrise ist sie auf einen besonderen Krisenmodus eingeschwenkt, der – zuletzt durch die Coronakrise verstärkt – immer noch andauert.

*"Geld allein macht nicht unglücklich"
(Peter Falk).*

Geld, Geldwirtschaft, Zentralbanken

Geld, im Alltag allgegenwärtig, ist für arbeitsteilige Volkswirtschaften essentiell. Als Zahlungsmittel, Wertaufbewahrungsmittel und Recheneinheit funktioniert es aber nur dann gut, wenn es wertstabil ist. Da es in seiner modernen Form als Papier- oder Buchgeld 'stoffwertlos' ist, beruht seine Akzeptanz ganz auf Vertrauen. Das bringt die Zentralbanken ins Spiel, deren Kernaufgabe es ist – im Euroraum wie auch anderswo –, die Wirtschaft so mit Geld zu versorgen, dass eine störungsfreie und (geldwert-)stabile Wirtschaftsentwicklung gesichert wird.

Geldmenge und Zentralbankgeld



Deutsche Bundesbank

Im zweistufigen Bankensystem moderner Volkswirtschaften schöpfen freilich auch Geschäftsbanken Geld, wenn sie Kredite vergeben. Dieses Buch- bzw. Giralgeldmacht sogar den Großteil der umlaufenden Geldmenge aus. Nur Zentralbanken können aber Zentralbankgeld (Bargeld sowie Sichteinlagen der Banken bei der Zentralbank) schaffen und so als alleinige Anbieter des gesetzlichen Zahlungsmittels mittels ihrer geldpolitischen Instrumente die Kreditvergabe der Geschäfts-

banken und damit die Liquiditätsversorgung insgesamt beeinflussen.

Geldpolitik im Euroraum

Die gemeinsame europäische Geldpolitik zeichnet sich durch einige Besonderheiten aus: institutionell durch die Struktur des Eurosystems als Verbund von Europäischer Zentralbank (EZB) und den nationalen Zentralbanken, darunter die Deutsche Bundesbank, sowie durch die Zuständigkeit für einen Mehr-Länder-Währungsraum; aufgabenbezogen durch das Mandat mit Preisstabilität als vorrangigem Ziel (konkretisiert als moderater Verbraucherpreisanstieg); operativ durch die – erst kürzlich neu verabschiedete – geldpolitische Strategie und den geldpolitischen Handlungsrahmen.

Dieser Handlungsrahmen umfasst eine Reihe von Instrumenten: Offenmarktgeschäfte in verschiedenen Formen, ständige Fazilitäten, Mindestreserven, seit einiger Zeit zudem krisenbedingte Sondermaßnahmen wie Wertpapierankaufprogramme. Mit dem geldpolitischen Instrumentarium steuert das Eurosystem die Konditionen am Geldmarkt, also kurzfristige Zinsen und Liquiditätsverhältnisse, und nimmt so in Einklang mit seinem übergeordneten Preisstabilitätsziel Einfluss auf die Marktzinssätze und damit auf die Kreditvergabe der Geschäftsbanken.

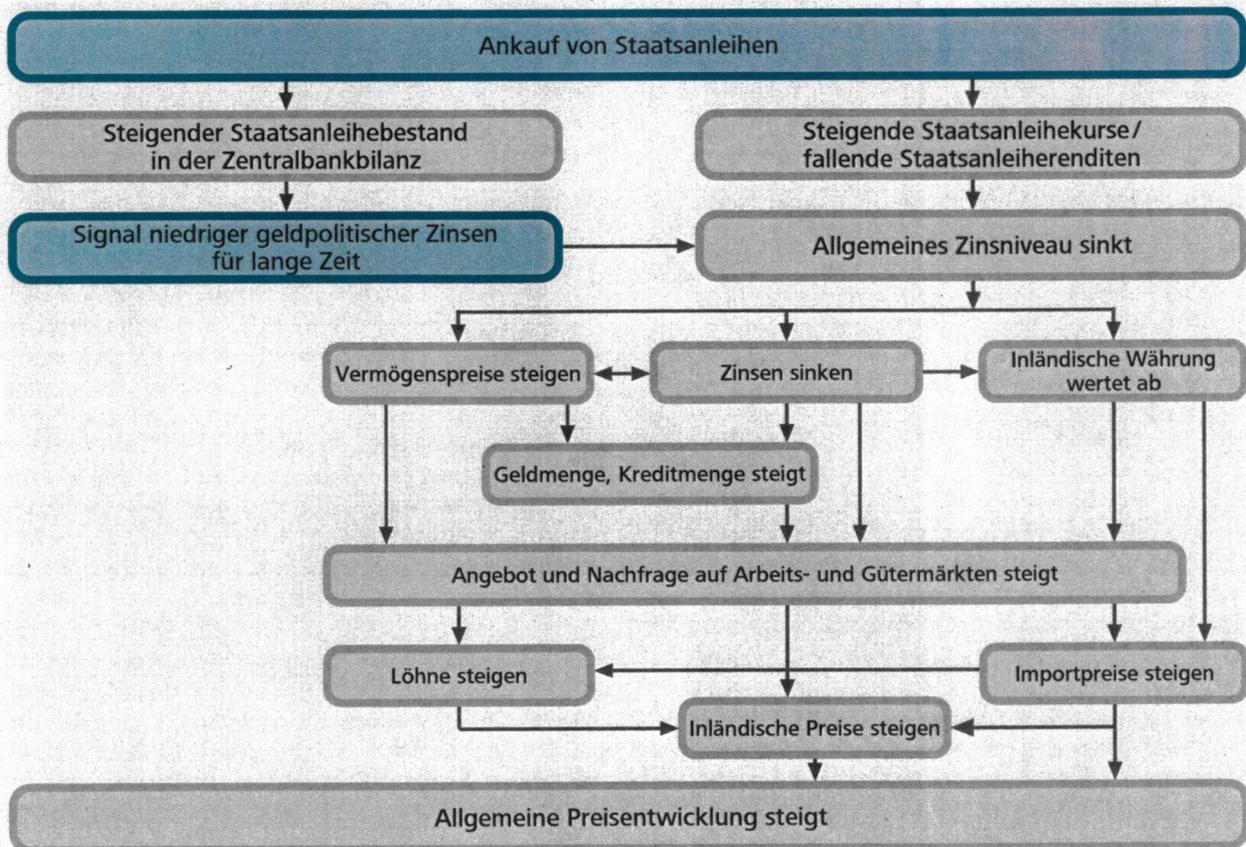
Transmission geldpolitischer Impulse

(schematische und stark vereinfachte Darstellung)



Deutsche Bundesbank

Transmissionsprozess^{*)}



* Die blauen Felder markieren einen aktiven Eingriff der Notenbank in den Transmissionsprozess. Das Schaubild abstrahiert aus Gründen der Übersichtlichkeit von etwaigen Rückkopplungseffekten.

Deutsche Bundesbank

Direkten Zugriff auf ihre Zielvariable, die Preisentwicklung, hat die Geldpolitik jedoch nicht. Vielmehr zielt sie darauf, dass ihre vor allem am Finanzsystem ansetzenden Impulse über die Banken und Finanzmärkte in die Volkswirtschaft durchwirken. Weil diese Transmission geldpolitischer Impulse nur mittelbar über mehrere Wirkungsketten erfolgt, kann die Zielerreichung langwierig und mit Unsicherheit behaftet sein.

Zeitenwende Finanzkrise

Die ersten Jahre nach dem Start der Währungsunion verliefen geldpolitisch vergleichsweise ruhig. Zwar ist die Erreichung geldpolitischer Ziele auch in normalen Zeiten nicht trivial, doch stand die Geldpolitik damals vor herkömmlichen Herausforderungen, welche die Konjunktur mit sich bringt. So bewegte sich der Leitzins in gewohnter Bandbreite, und die Bereitstellung von Zentralbankgeld erfolgte über die gängigen Refinanzierungsgeschäfte. Das Eurosystem war dabei – frei-

lich unterstützt durch global stabile Preise – durchaus erfolgreich. So hielt sich die Inflation im Euroraum in engen Grenzen, sogar in engeren als in Deutschland zu Zeiten der D-Mark.

Auf den ruhigen Anfang folgten turbulente Zeiten. Im Gefolge der großen Finanzkrise 2007/08 sahen sich die Zentralbanken auf der ganzen Welt zu intensiver geldpolitischer Lockerung veranlasst. Auch das Eurosystem schwenkte auf einen Krisenmodus ein: zinspolitisch mit starken Leitzinssenkungen als makroökonomische Stütze; liquiditätspolitisch mit vielfältig erleichterter Refinanzierung der Banken. Die Geldpolitik erhielt zudem immer mehr unkonventionelle Elemente wie die Vollzuteilungspolitik, bei der sich die Banken so viel Zentralbankgeld leihen können, wie sie wollen, solange sie über ausreichend refinanzierungsfähige Sicherheiten verfügen.

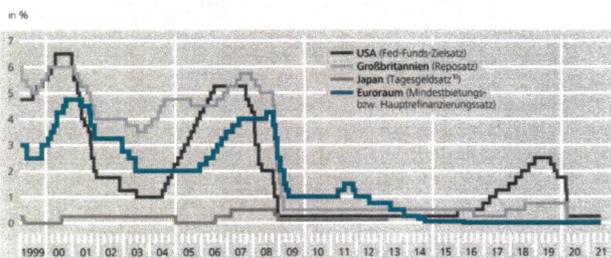
Leitzinsatz und Verbraucherpreise im Euroraum



Quellen: EZB und Eurostat. 1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI), Veränderung gegenüber Vorjahr
Deutsche Bundesbank

25. Mai 2021

Notenbankzinsen



Quelle: jeweilige Zentralbank. 1 Bis 18. März 2001 Tagesgeldsatz. Zwischen 19. März 2001 und 8. März 2006 Bestimmung des Tagesgeldsatzes indirekt über das Niveau der Zentralbankguthaben als operative Zielgröße. Danach Rückkehr zu Tagesgeldsatz. Ab 4. April 2013 Rückkehr zur Geldbasissteuerung.
Deutsche Bundesbank

In der Gesamtschau durchlief die Geldpolitik des Eurosystems damit einen Paradigmenwechsel. Auf den Punkt gebracht: Sorgte die Geldpolitik vor der Krise für knappe Liquiditätsverhältnisse, dient sie seitdem als stete Refinanzierungsquelle. Das trug zur Stabilisierung des Finanzsystems und der Volkswirtschaft bei. Auf Dauer aber verzerrt eine sehr lange sehr lockere Geldpolitik die Anreize in der Volkswirtschaft. Insofern war das Umschwenken auf den Krisenmodus stets auch mit der Frage nach dem Beginn der geldpolitischen Normalisierung verbunden.

Corona-Schock: neue Herausforderung

Einer Rückführung der Sondermaßnahmen stand aber jahrelang vor allem die hartnäckig unterhalb der Zielgröße verharrende Inflationsrate entgegen. Und zuletzt kam die Coronakrise hinzu. Darauf reagierten – die Hilfspakete der Regierungen flankierend – auch die Zentralbanken abermals schnell und stark. Das Eurosystem etwa

- stockte seine Wertpapierankäufe auf (durch Erweiterung des bestehenden Ankaufprogramms APP sowie durch Auflegen des speziellen Pandemie-Notfall-Ankaufprogramms PEPP),
- erleichterte erneut die Refinanzierung der Kreditinstitute mit noch günstigeren Konditionen v.a. für die langfristigen Geschäfte,

- und hielt schließlich die Leitzinsen weiter niedrig und ergänzte einen entsprechenden Zinsausblick (das wohlgerneht auf historisch niedrigem Niveau mit einem Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte von null und einem sogar negativen Einlagensatz).

Die Geldpolitik versuchte damit – ansetzend an Bankensystem, Finanzmärkten und Zinsniveau – wie schon im Nachgang der Finanzkrise, die Finanzierungsbedingungen der Volkswirtschaft so zu beeinflussen, wie sie es mit Blick auf die jeweilige Wirtschaftslage und ihr Preisstabilitätsziel für angebracht hält. Dabei wurde in der Coronakrise das schon in der Finanzkrise erweiterte Instrumentarium weiter ausgereizt.

Möglichkeiten und Grenzen

Wieviel kann mit dieser *nochmaligen* Lockerung angesichts eines zuvor schon sehr expansiven Kurses letztlich erreicht werden? Gibt es auch geldpolitisch einen 'abnehmenden Grenzertrag'?

Die Volkswirtschaft komplett aus der Krise herauszuführen, vermag eine gelockerte Geldpolitik allein sicher nicht; da war und ist die allgemeine Wirtschaftspolitik gefordert. Die Geldpolitik vermag aber vergleichsweise günstige Finanzierungsbedingungen zu sichern helfen. Wie schon im Zusammenhang mit der Finanzkrise wirkt das zwar nicht als 'Kur', aber als 'Schmerzmittel'.

Freilich mit möglichen Nebenwirkungen, z.B. Risiken für die Finanzstabilität (durch Jagd nach Rendite und Blasenbildung auf den Vermögensmärkten) oder eine abnehmende Bereitschaft für nötige Reformen. Im speziellen Zusammenhang der Staatsanleihenkäufe des Eurosystems ist zudem das Risiko einer Verwischung der Grenze zwischen der Geld- und Fiskalpolitik und einer sog. fiskalischen Dominanz (sozusagen die Indienstnahme der Geldpolitik für die Fiskalpolitik) zu bedenken. Dies wiegt besonders schwer in einer Währungsunion, deren Mitgliedstaaten fiskalpolitisch weitgehend souverän sind. Setzen die Akteure darauf, dass am Ende die Zentralbank die Tragfähigkeit der Staatsschulden sichert, häufen sie womöglich zusätzliche Schulden an und verstärken so den Druck auf die Geldpolitik.

... am aktuellen Rand?

Nach wie vor prägt das Pandemiegeschehen die Lage. Gemessen an der schlimmsten Phase der Coronakrise hat sich die Wirtschaft am aktuellen Rand [Sommer 2021] aber stabilisiert. Aus Notenbanksicht stehen dabei zwei jüngere Tendenzen besonders im Fokus,

nämlich ein – jeweils von zuvor sehr niedrigem Niveau aus – moderates Wiederanziehen der Inflation und der Anleihenrenditen. Eindeutig ist die geldpolitische Botschaft nicht: So dürfte etwa die Inflation kurzfristig sogar den Zielwert übersteigen. Doch da es dem Eurosystem um Preisstabilität in der mittleren Frist geht, legt ein temporärer Schub keine grundsätzliche Kursänderung nahe; immerhin haben sich aber die Deflationssorgen zerstreut. Und bezüglich des Renditeanstiegs ist entscheidend, ob dies eine verfrühte Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen oder als letztlich willkommene Begleiterscheinung eines verbesserten Wirtschaftsausblicks anzeigt. Ersteres legte geldpolitisch weiteres 'Gas geben' nahe, letzteres rechtfertigte ein 'Heruntergehen vom Gas'.

Angesichts eines mittelfristig verhaltenen Preisausblicks dürfte die Geldpolitik des Eurosystems auf absehbare Zeit insgesamt locker bleiben. Von dieser *allgemeinen* Ausrichtung zu unterscheiden sind aber die unmittelbaren *coronabedingten* Maßnahmen. Voraussetzung für deren Rücknahme wäre, dass erstens alle nennenswerten Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie entfallen sein sollten, die das Wirtschaftsleben einschränken, und zweitens die wirtschaftliche Erholung gefestigt sein sollte. Denn die Wirtschaft im Euroraum müsste dann ohne die Unterstützung durch die geldpolitischen Notfallmaßnahmen auf Kurs bleiben.

Fazit

Alles in allem steht die aktuelle Geldpolitik im Euroraum noch ganz im Zeichen der Coronakrise, die das Eurosystem – anknüpfend an den schon zuvor sehr expansiven Kurs – zur nochmaligen Lockerung veranlasst hat.

Die Schlüsselfrage ist, wie lange das Motto 'außergewöhnliche Zeiten verlangen außergewöhnliche Maßnahmen' noch trägt. Sollten sich aktuelle optimistische Konjunkturausblicke bestätigen, dürften über kurz oder lang die Zeiten nicht mehr so außergewöhnlich sein; dann könnte auch die Geldpolitik wieder ein Stück gewöhnlicher werden. Diese Zeiten beginnen aber wahrscheinlich eher schleichend als mit einem Paukenschlag.

Jenseits akuter Herausforderungen muss sich die Geldpolitik auch mit längerfristigen Veränderungen auseinandersetzen. So bringt etwa das Umfeld aus niedrigen Zinsen und niedriger Inflation in den letzten Jahren, das schon länger andauernde Zins- und Inflationstrends reflektiert, andere Probleme als früher mit sich. Nicht zuletzt solche Veränderungen waren Anlass der eingehenden

Überprüfung der Strategie des Eurosystems in den letzten 18 Monaten. Weiterhin ist ökologische Nachhaltigkeit in den Fokus gerückt, denn zunehmende Umweltprobleme oder intensiver Klimaschutz können auch Zentralbanktätigkeitsfelder berühren (z.B. durch Effekte auf den Inflationspfad). Schließlich werden im Zuge finanztechnischer Fortschritte und zunehmender Digitalisierung sog. Kryptowährungen und digitales Zentralbankgeld verstärkt debattiert. Auf solche strukturellen Entwicklungen passend zum Mandat und in Einklang mit dem besonderen Status als unabhängige Zentralbank angemessen zu reagieren, ist die anspruchsvolle Aufgabe des Eurosystems jenseits des Tagesgeschäfts.

Literatur/Quellenhinweise:

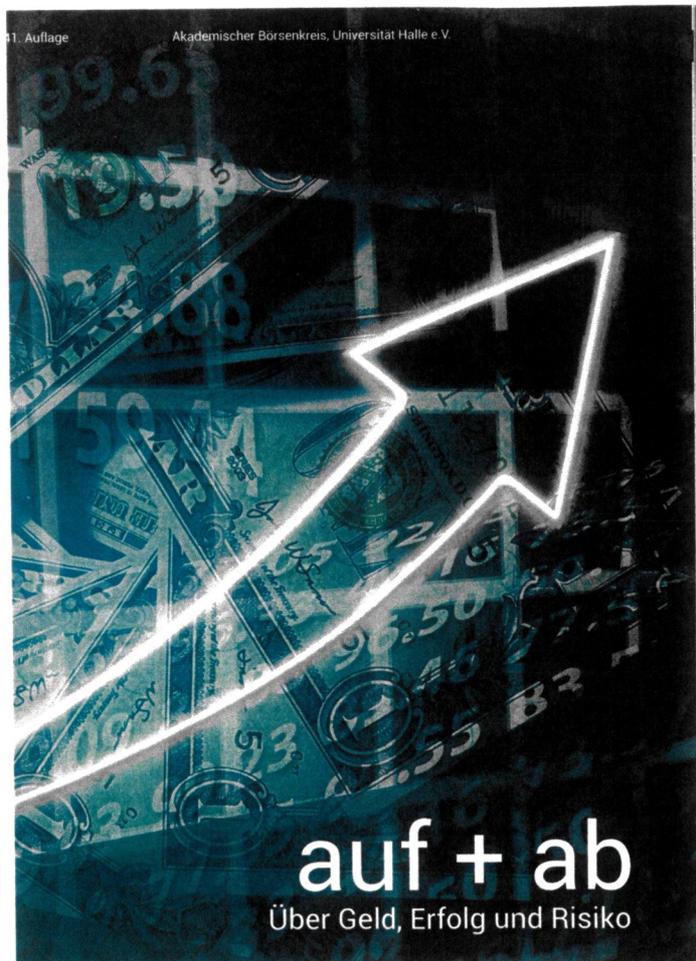
- Elementar in die Geldpolitik ein führt z. B. das (Schüler-)Buch Geld und Geldpolitik der Deutschen Bundesbank (v.a. Kap. 6); für ein aktuelles Lehrbuch zur monetären Ökonomik insgesamt vgl. z.B. Gischer, H. et al.: Geld, Kredit und Banken, 4., akt. u. erw. Aufl., Berlin: SpringerGabler 2020 (zur Geldpolitik v. a. Kap. 14-18).
- Die Lage am aktuellen Rand behandeln i.d.R. die Reden der Zentralbankgouverneure; vgl. z.B. "Wirtschaft und Geldpolitik auf dem Weg aus dem Krisenmodus?", Keynote anlässlich des Frankfurt Euro Finance Summit von BBK.-Präsident Jens Weidmann am 28.06.2021. [<https://www.bundesbank.de/de/presse/reden>]
- Unmittelbare und detailreiche Informationsquelle für die europäische Geldpolitik sind die Internetauftritte von EZB (www.ecb.org) und den jeweiligen nationalen Zentralbanken der Euro-Länder, u.a. der Bundesbank (www.bundesbank.de).

Die hier geäußerten Ansichten spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der Deutschen Bundesbank oder des Eurosystems wider.



Diplom-Volkswirt Dirk Gerlach

Jahrgang 1962; Studium der Volkswirtschaftslehre und der Soziologie in Marburg/Lahn; seit 1994 bei der Deutschen Bundesbank, tätig als Leiter des Stabs des Präsidenten der Hauptverwaltung in Bremen, Niedersachsen und Sachsen-Anhalt. Die Hauptverwaltung ist der regionale Arm der Bundesbank und erledigt zusammen mit den ihr zugeordneten fünf Filialen (u.a. in Magdeburg) die dezentral angesiedelten Notenbankaufgaben.



Impressum

Herausgeber

Akademischer Börsenkreis, Universität Halle e.V./Nr. 41/Auflage 2021

Leitung

Sarah Franke

Redaktion

Dirk Gerlach

Christopher Kulawik

Prof. Dr. Jörg Laitenberger

Johannes Tappert

Dr. Dr. Rainer Zitelmann

Mitarbeit

Benjamin Bost

Druck

Techniker Krankenkasse

Anfragen

Akademischer Börsenkreis, Universität Halle e.V.

Große Steinstraße 73 - 06108 Halle

Tel. 0345/5522925 - Email: info@boersenkreis-halle.de

www.boersenkreis-halle.de

Haftung

Den Artikeln, Grafiken und Empfehlungen liegen Informationen zu Grunde, die unsere Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit kann die Redaktion nicht übernehmen.