

# Aktuelle Entwicklungen in der Geldpolitik

Andreas Schuler, Hauptverwaltung in Baden-Württemberg

Leutkirch, 31. März 2022



# Aktuelle Entwicklungen in der Geldpolitik

## Gliederung

### **1 Entwicklung der Geldpolitik seit 2008 – Ein Drama in fünf Akten**

Wie hat sich die Geldpolitik des Eurosystems in Reaktion auf die Finanzkrise seit 2008 verändert?

### **2 Der sechste Akt: Die Zukunft der Geldpolitik**

Wie könnte es in der Geldpolitik weitergehen und was ist zukünftig zu beachten?

### **3 Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum**

Was sind mögliche Risiken der geldpolitischen Maßnahmen?

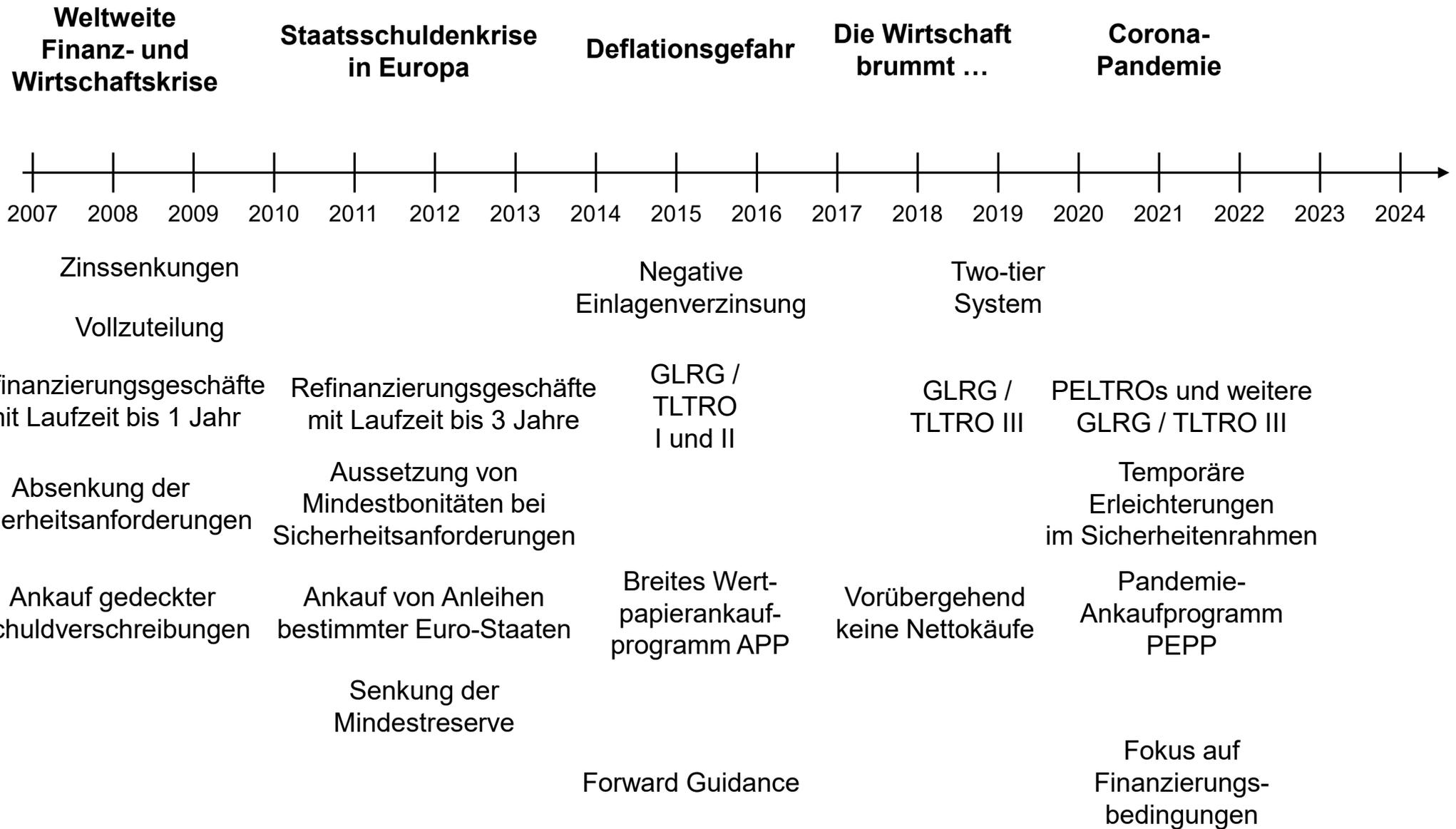
### **4 Zusammenfassung**

## **1 Entwicklung der Geldpolitik seit 2008 – Ein Drama in fünf Akten**

Wie hat sich die Geldpolitik des Eurosystems in Reaktion auf die Finanzkrise seit 2008 verändert?

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008

## Überblick

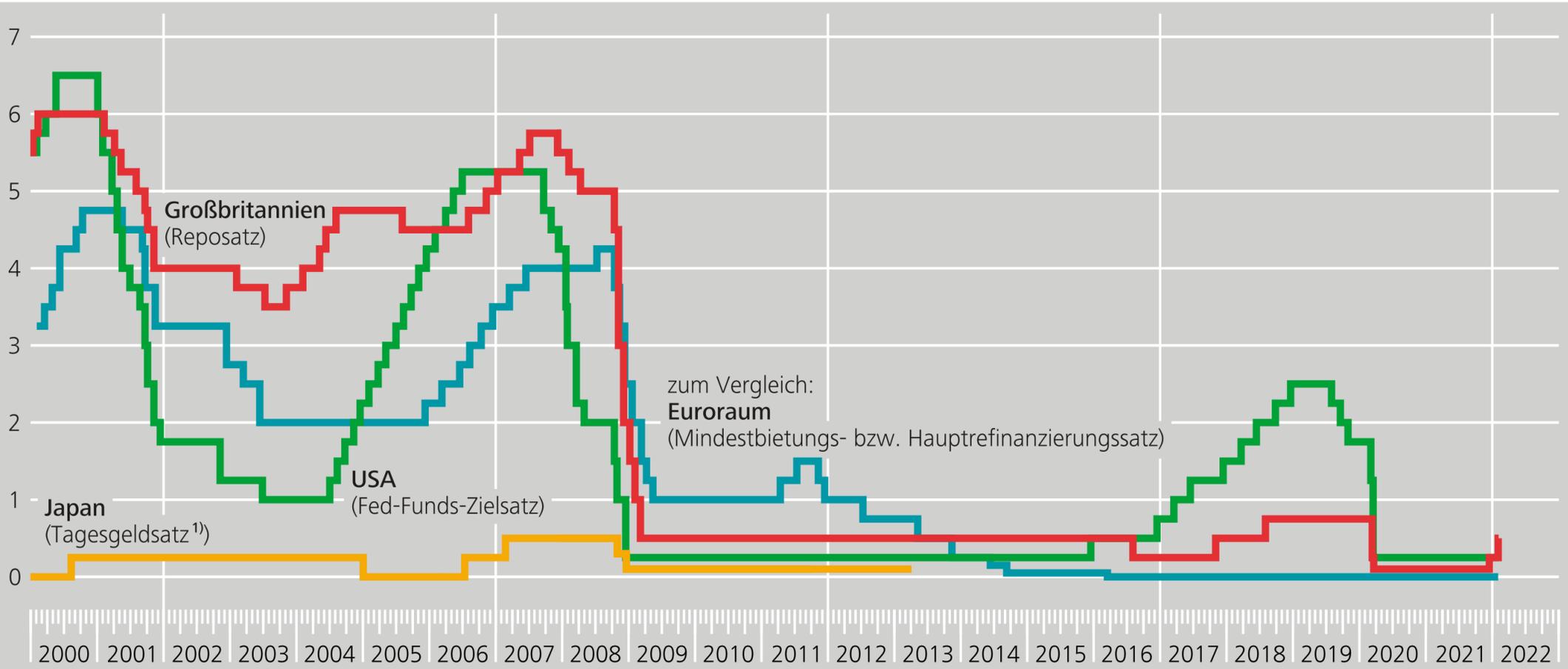


# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008

## Zinssenkungen

### Leitzinsen im internationalen Vergleich

in %



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

Deutsche Bundesbank

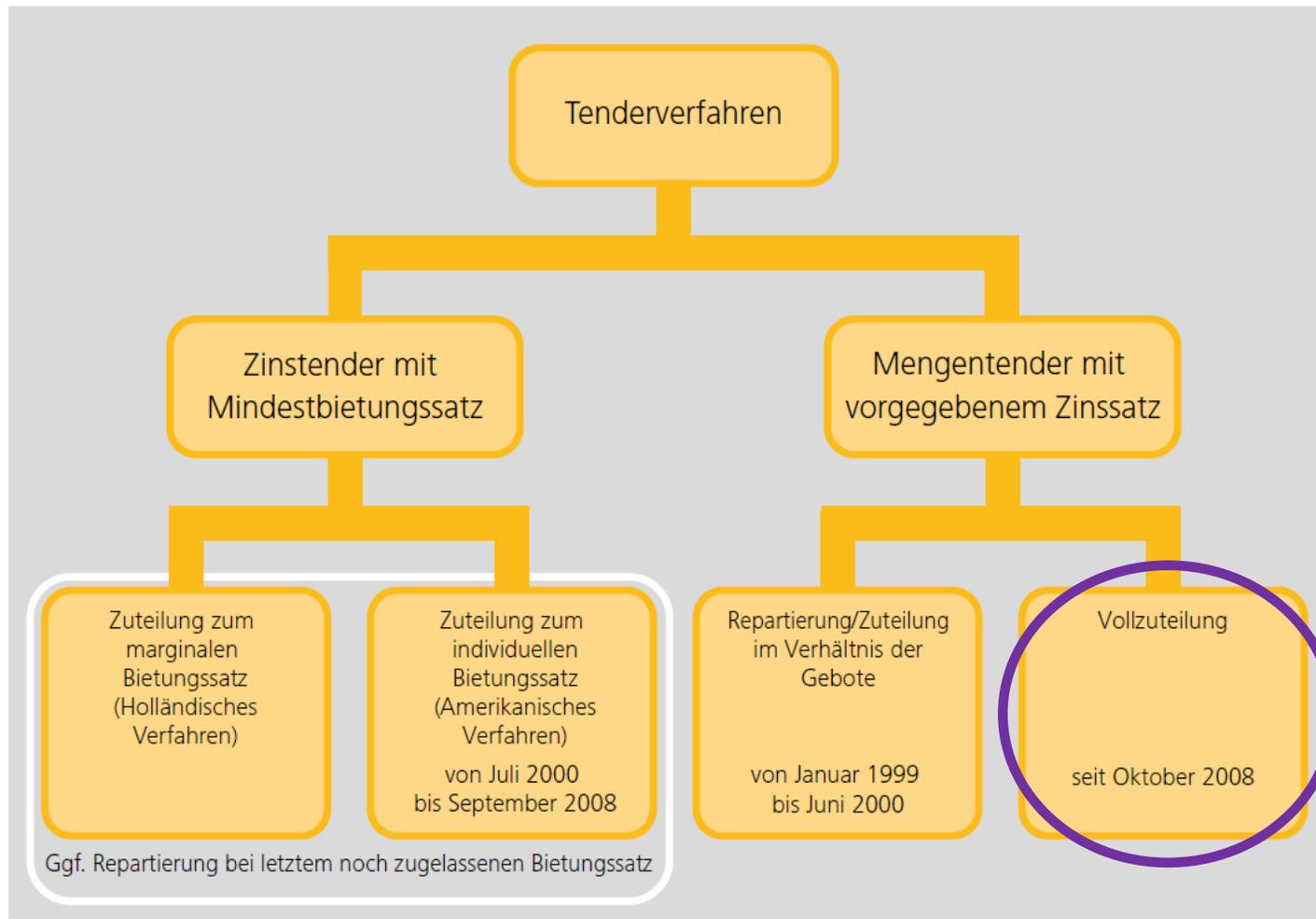
7 Feb 2022, 09:50:45, K1PR0024.Chart

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008

## Umstellung auf Mengentender mit vollständiger Zuteilung

Verfahrensweise bei Tendergeschäften

(hier: Hauptrefinanzierungsgeschäfte)

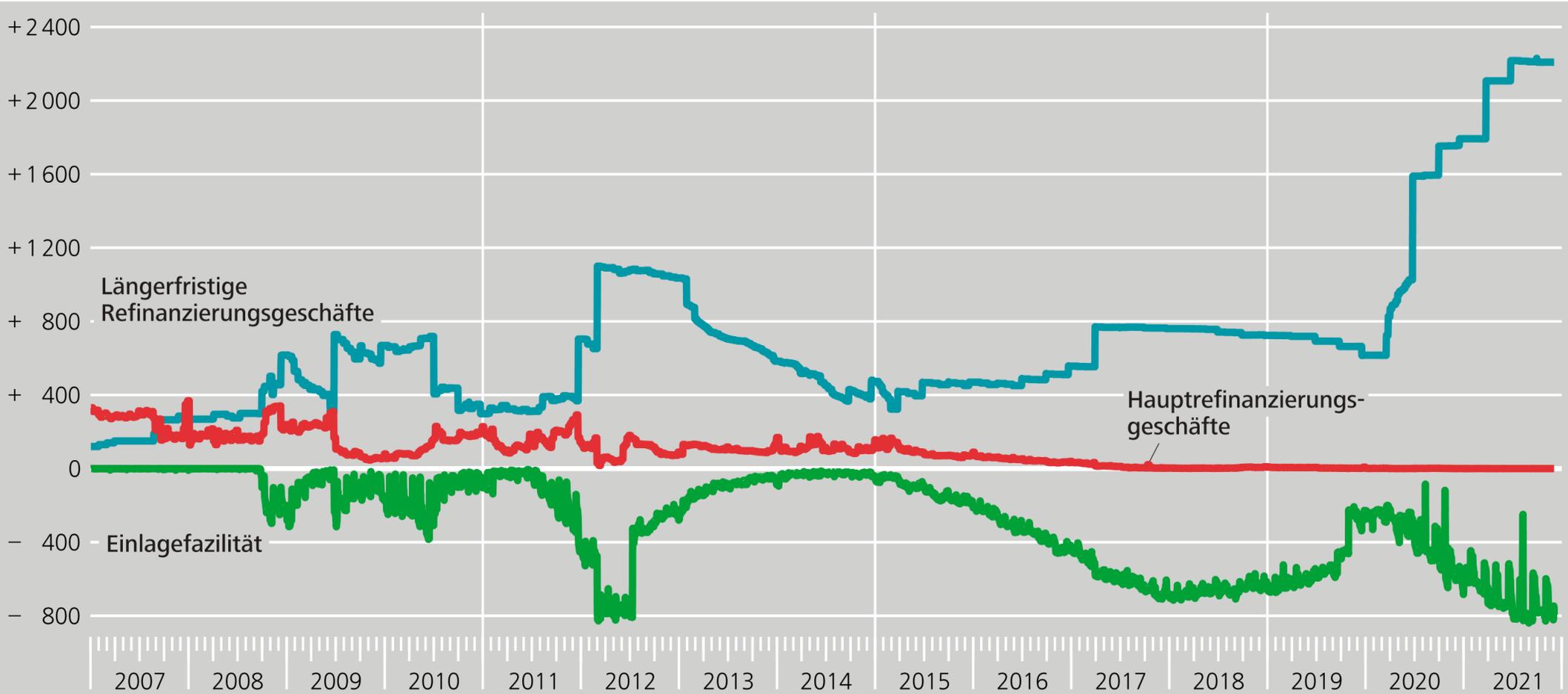


# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008

## Zunehmende Rolle längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte

### Volumen der Refinanzierungsgeschäfte und Inanspruchnahme der Einlagefazilität

Mrd €, Tageswerte



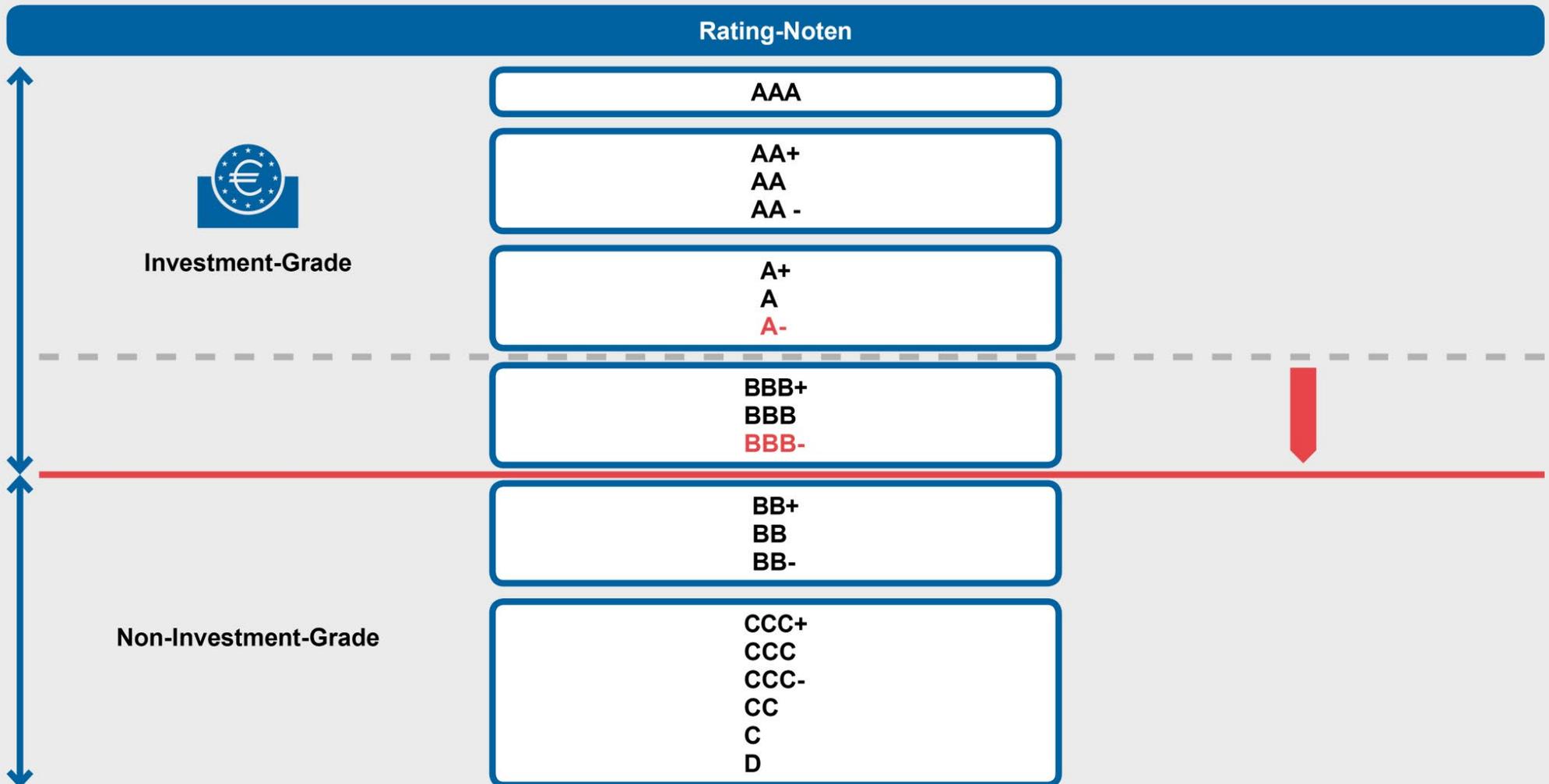
Quelle: EZB.

Deutsche Bundesbank

6 Dez 2021, 15:38:06, K1PR0032.Chart

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008

## Absenkung der Anforderungen bei den Kreditsicherheiten



# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008

## Zwischenfazit: Geldmarktsteuerung vor der Krise

### Geldpolitische Refinanzierungsgeschäfte

- Zentrale Rolle kurzfristiger Geschäfte (HRG) ggü. längerfristigen (LRG) → Größter Teil der Zinsstrukturkurve marktbestimmt
- HRG als Tender mit begrenzter Zuteilung → Zentralbankliquidität knapp, Banken refinanzieren sich am Markt
- Amerikanisches Verfahren → Preisdifferenzierung

**Zinskorridor** von +/- 100 BP (Basispunkte) durch ständige Fazilitäten

→ Regier Interbankengeldmarkt leistet horizontalen Liquiditätsausgleich

**Sicherheitenrahmen**

→ Ratingschwelle A-

**Geschäftspartnerstatus**

→ Nur finanziell solide Banken

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008

## Zwischenfazit: Geldmarktsteuerung seit der Krise

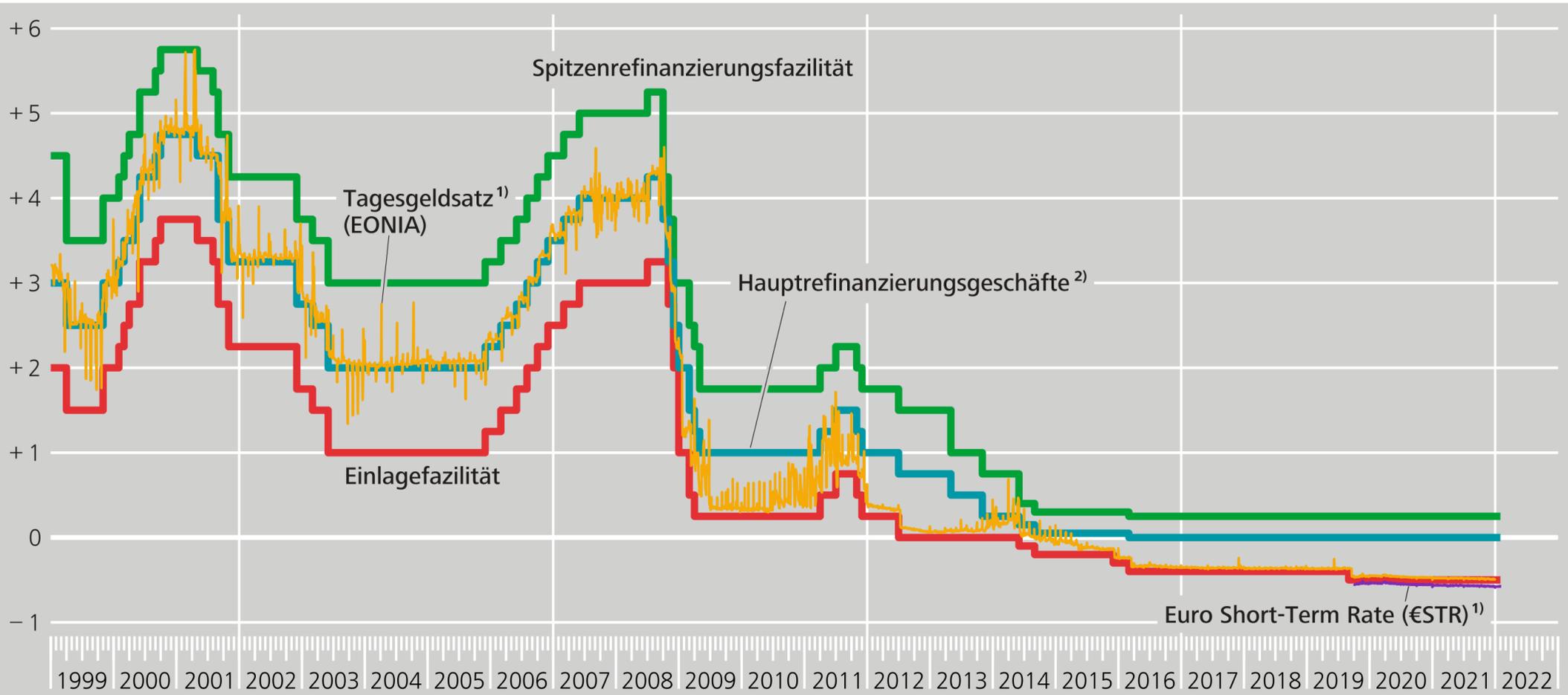
<b>Geldpolitische Refinanzierungsgeschäfte</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Zunehmendes Gewicht längerfristiger Geschäfte zu vorgegebenem Zins</li><li>• Vollzuteilung</li><li>• Zuteilung zum Festzins</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>→ Eurosystem bestimmt größeren Teil der Zinsstrukturkurve</li><li>→ Wachsende Überschussliquidität, Zentralbankkredit als Bankenrefinanzierung</li><li>→ Keine Preisdifferenzierung nach Bieter</li></ul>
<b>Zinskorridor</b> stark eingeeengt, Zinssatz der Einlagefazilität maßgebend	→ In Verbindung mit Vollzuteilung kaum noch Aktivität auf Interbankengeldmarkt
<b>Sicherheitenrahmen</b>	→ Ratingschwelle BBB- und weitere Ausnahmen
<b>Geschäftspartnerstatus</b>	→ Entgegenkommen bei mangelnder Solvenz der Banken, Emergency Liquidity Assistance (ELA, Notfallkredite) ausgeweitet

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008

## Geldmarktsteuerung vor und seit der Finanzkrise

### Notenbankzinsen und Geldmarktsatz

in %, Monatsendstände



**1** Tageswerte. **2** Festzinssatz beim Mengentender bzw. marginaler Zuteilungssatz beim Zinstender.

Deutsche Bundesbank

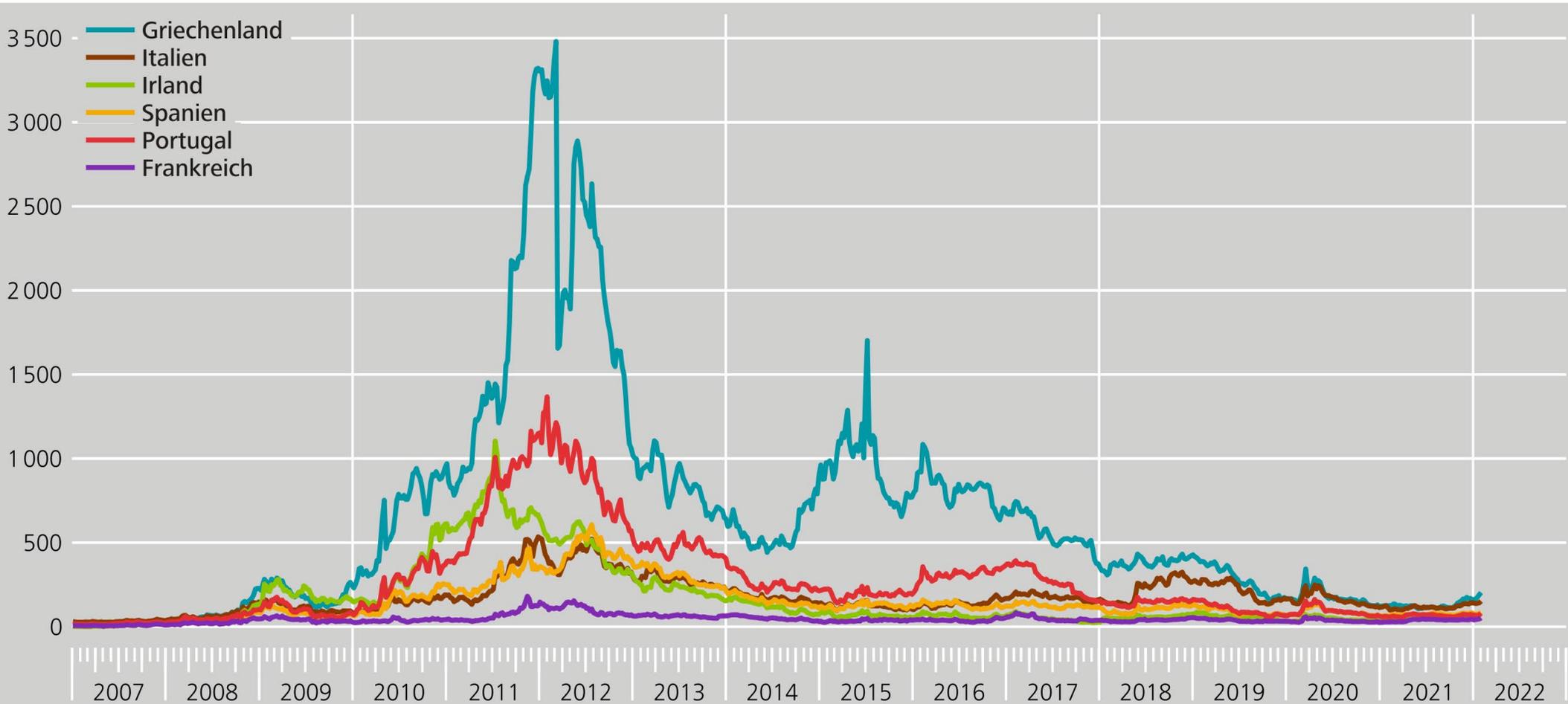
7 Feb 2022, 09:28:10, K1PR0004.Chart

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008

## Geldmarktsteuerung vor und seit der Finanzkrise

### Spread zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Basispunkte, Wochendurchschnitte



# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008

## Das „Outright Monetary Transactions“-Programm



**“Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough”**  
Mario Draghi

- **Ankündigung** im Juli 2012 durch EZB-Präsident Draghi
- **Beschluss** des EZB-Rats Anfang September. **Bundesbankpräsident** hat Bedenken, stimmte dagegen.
- Potenziell unbegrenzter **Aufkauf von Staatsanleihen bestimmter Euro-Staaten** am Sekundärmarkt
- **Begründung:** Sicherstellung der geldpolitischen Transmission
- **Voraussetzung:** Betreffender Staat unterwirft sich Auflagen im Rahmen eines EFSF-/ESM-Programms (Konditionalität)

© EZB

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008

Wertpapierankaufprogramme zwischen 2009 und 2012 im Überblick

Ankaufprogramm	Start	Ende
Covered Bond Purchase Programme 1 ( <b>CBPP1</b> )	07/2009	06/2010
Securities Markets Programme ( <b>SMP</b> )	05/2010	09/2012
Covered Bond Purchase Programme 2 ( <b>CBPP2</b> )	11/2011	10/2012
Outright Monetary Transactions ( <b>OMT</b> )	09/2012	offen

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008

## Wertpapierankaufprogramme zwischen 2009 und 2012 im Überblick

### 1) Covered Bond Purchase Programme 1 und 2 (CBPP1 und CBPP2)

- CBPP1: Stützung des Marktsegments der gedeckten Schuldverschreibungen, das für die Refinanzierung der Banken von großer Bedeutung ist und von der Finanzkrise besonders betroffen war
- CBPP2: Lockerung der Refinanzierungsbedingungen für Kreditinstitute und Unternehmen und Anhalten der Kreditinstitute zum Erhalt und zur Ausweitung der Kreditgewährung an Kunden

### 2) Securities Markets Programme (SMP)

- Ankauf von Anleihen bestimmter Euro-Staaten, um Störungen im geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken

### 3) Outright Monetary Transactions (OMT)

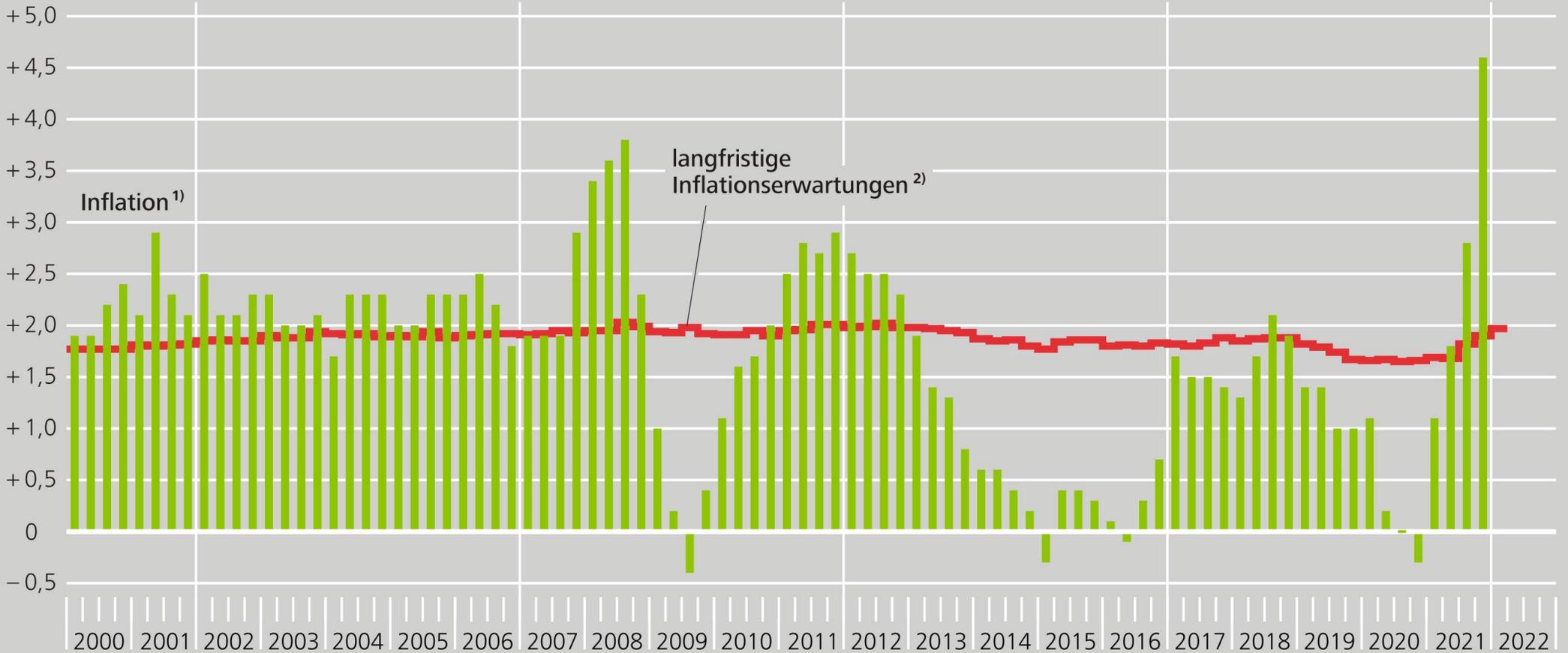
- EZB-Ratsentscheidung für einen zwar ESM-konditionierten, aber volumenmäßig prinzipiell unbegrenzten Ankauf von EWU-Staatspapieren durch das Eurosystem
- Bisher kein tatsächlicher Ankauf im Rahmen des OMT-Programms
- Sicherstellung eines angemessenen monetären Transmissionsmechanismus und der Einheitlichkeit der Geldpolitik

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008

## Angst vor Deflation im Euroraum ab 2013

### Inflation und langfristige Inflationserwartungen im Euroraum

in %



Quelle: EZB. **1** Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI), Vierteljahresdurchschnitte, Veränderung gegenüber Vorjahr. **2** Vierteljährliche Umfrageergebnisse des Survey of Professional Forecasters der EZB zur erwarteten Inflationsrate in 4 bis 5 Jahren.

Deutsche Bundesbank

7 Feb 2022, 09:35:52, K1PR0009.Chart

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008

## Einführung der „Forward Guidance“

### 6. Juni 2013

*„Auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse hat der EZB-Rat heute beschlossen, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. [...] Vor diesem Hintergrund wird der akkommodierende geldpolitische Kurs so lange wie erforderlich beibehalten.“*

Quelle: Einleitende Bemerkungen zur Pressekonferenz nach der Sitzung des EZB-Rats am 6. Juni 2013

### 4. Juli 2013

*„Auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse hat der EZB-Rat heute beschlossen, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. [...] Mit Blick auf die Zukunft wird der akkommodierende geldpolitische Kurs so lange wie erforderlich beibehalten. Der EZB-Rat geht davon aus, dass die EZB-Leitzinsen für längere Zeit auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden.“*

Quelle: Einleitende Bemerkungen zur Pressekonferenz nach der Sitzung des EZB-Rats am 4. Juli 2013

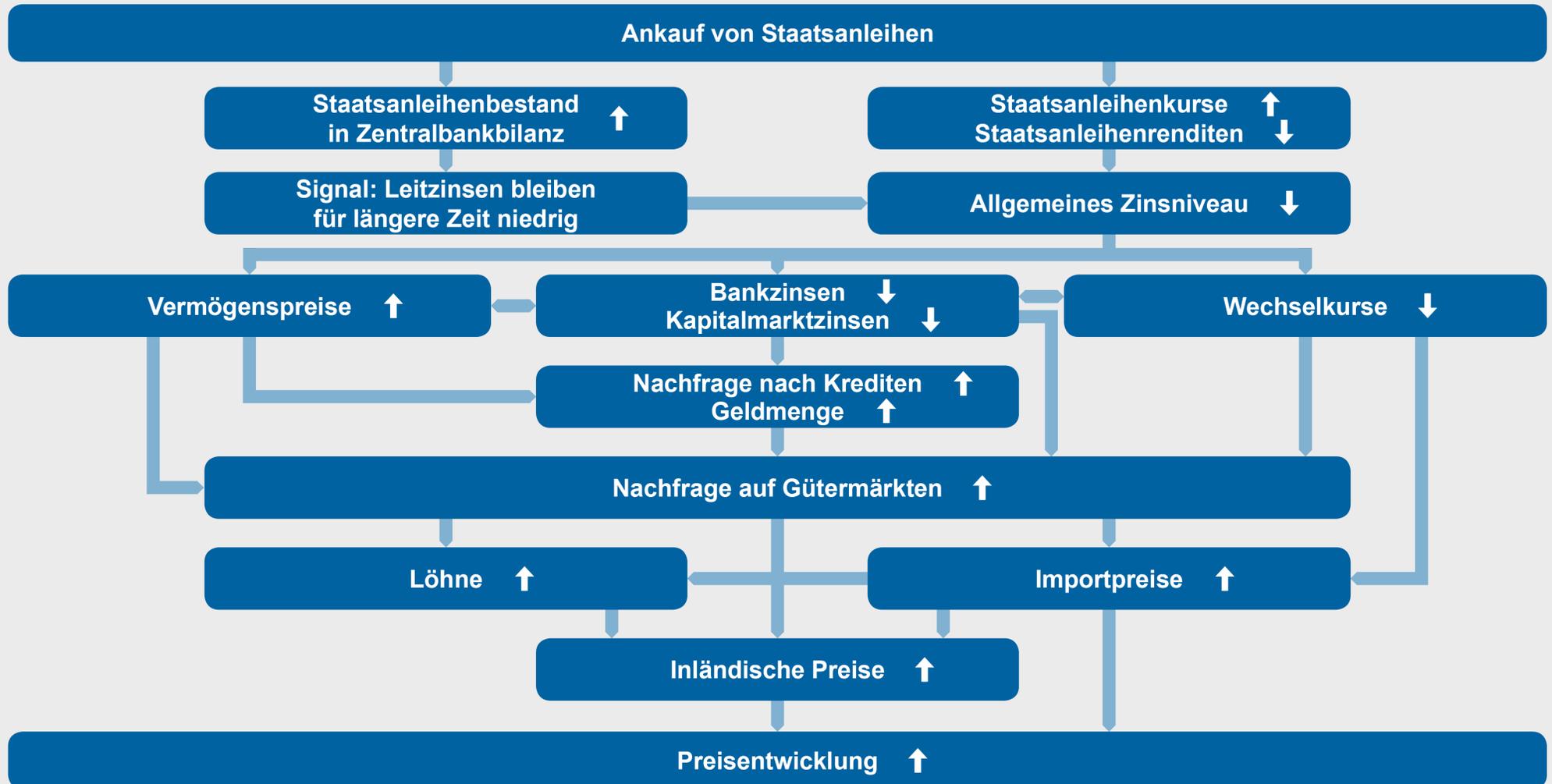
# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008

## Wertpapierankaufprogramme – Quantitative Easing

- Breit angelegter Ankauf von Vermögensgegenständen, insbesondere langlaufende Staatsanleihen durch die Zentralbank.
- Kommt zum Einsatz, wenn der **Leitzins bereits nahe oder unter null Prozent** liegt und die Geldpolitik somit nicht mehr über eine weitere Senkung des Leitzinses gelockert werden kann. Eine „konventionelle“ expansive Geldpolitik ist also nicht (mehr) wirksam.
- Durch den Ankauf der Wertpapiere wird **Zentralbankgeld geschaffen**, die Geldmenge also ausgeweitet - daher die Bezeichnung Quantitative Lockerung, als Gegensatz zu einer Lockerung über Senkung der Leitzinsen.
- Durch die verstärkten Ankäufe steigen die Kurse dieser Papiere, was ihre **Marktrenditen fallen** lässt. Das führt dann oft dazu, dass die langfristigen Zinsen ganz allgemein sinken – was wiederum die **Nachfrage** von Unternehmen und Konsumenten nach Krediten **beleben soll**.

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008

## Transmissionsmechanismus beim Quantitative Easing



# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008

## Überblick über die Wertpapierankaufprogramme bis 2019

Ankaufprogramm	Start	Ende
Covered Bond Purchase Programme 1 ( <b>CBPP1</b> )	07/2009	06/2010
Securities Markets Programme ( <b>SMP</b> )	05/2010	09/2012
Covered Bond Purchase Programme 2 ( <b>CBPP2</b> )	11/2011	10/2012
Outright Monetary Transactions ( <b>OMT</b> )	09/2012	offen
Covered Bond Purchase Programme 3 ( <b>CBPP3</b> )	10/2014	offen (zwischen 01/2019 und 10/2019 lediglich Reinvestition von Tilgungsbeträgen)
Asset-Backed Securities Purchase Programme ( <b>ABSPP</b> )	11/2014	
Public Sector Purchase Programme ( <b>PSPP</b> )	03/2015	
Corporate Sector Purchase Programme ( <b>CSPP</b> )	06/2016	

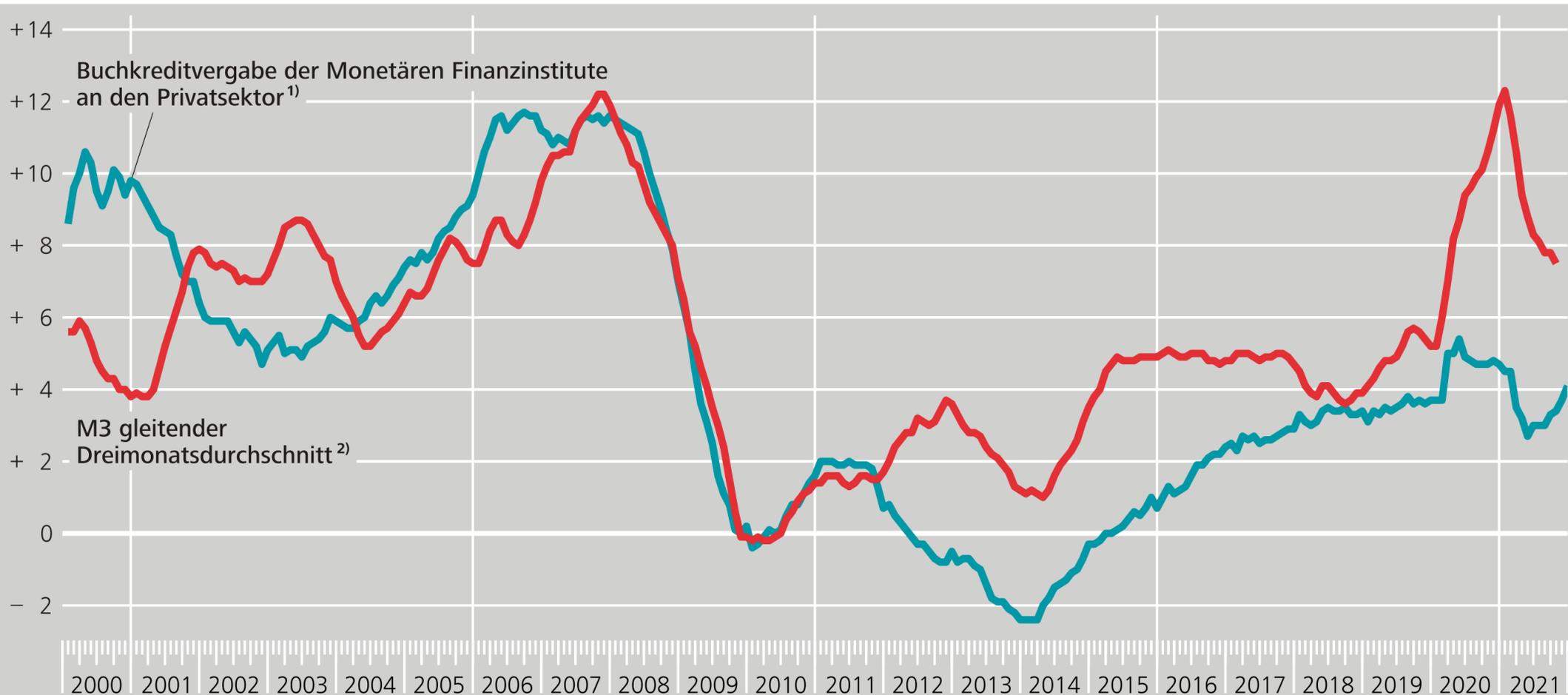
APP

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008

## Zunehmende Kreditvergabe an den Privatsektor

### Geldmenge M3 und Kreditvergabe im Euroraum

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, saisonbereinigt



Quelle: EZB. **1** Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. **2** Zentriert um den Berichtsmonat.

Deutsche Bundesbank

7 Feb 2022, 09:24:16, K1PR0027.Chart

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008

## Versuch einer Einordnung der Sondermaßnahmen bis 2019

Konventionelle Maßnahmen	Unkonventionelle Maßnahmen
Deutliche Zinssenkungen (seit 2008)	Negative Einlagenverzinsung (2014)
Senkung der Mindestreserve (2012)	
Notenbankkredite: Umstellung auf Mengentender (2008)	Notenbankkredite: <ul style="list-style-type: none"><li>• Vollzuteilung beim Mengentender (2008)</li><li>• Besonders langfristige Notenbankkredite bis 4 Jahre: GLRG-I (Mai 2014 – April 2016), GLRG-II (Juni 2016 – März 2017), GLRG-III (September 2019 – März 2021)</li></ul>
Besicherung: Absenkung der Sicherheitenanforderungen (2008)	Besicherung: Aussetzung der Mindestbonitätsschwelle für bestimmte Länder
	Ankauf von Wertpapieren privater Emittenten und von Staatsanleihen (SMP 2010, CBPP1 2009, CBPP2 2011, OMT-Ankündigung 2012, CBPP3 2014, ABSPP 2014, PSPP 2015, CSPP 2016)
	Forward Guidance

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008 – Corona-Pandemie

## Weltweite Rückgänge der Wirtschaftsleistung

### Reales BIP in ausgewählten großen Schwellenländern

4. Vj. 2019 = 100, saison- und kalenderbereinigt, log. Maßstab

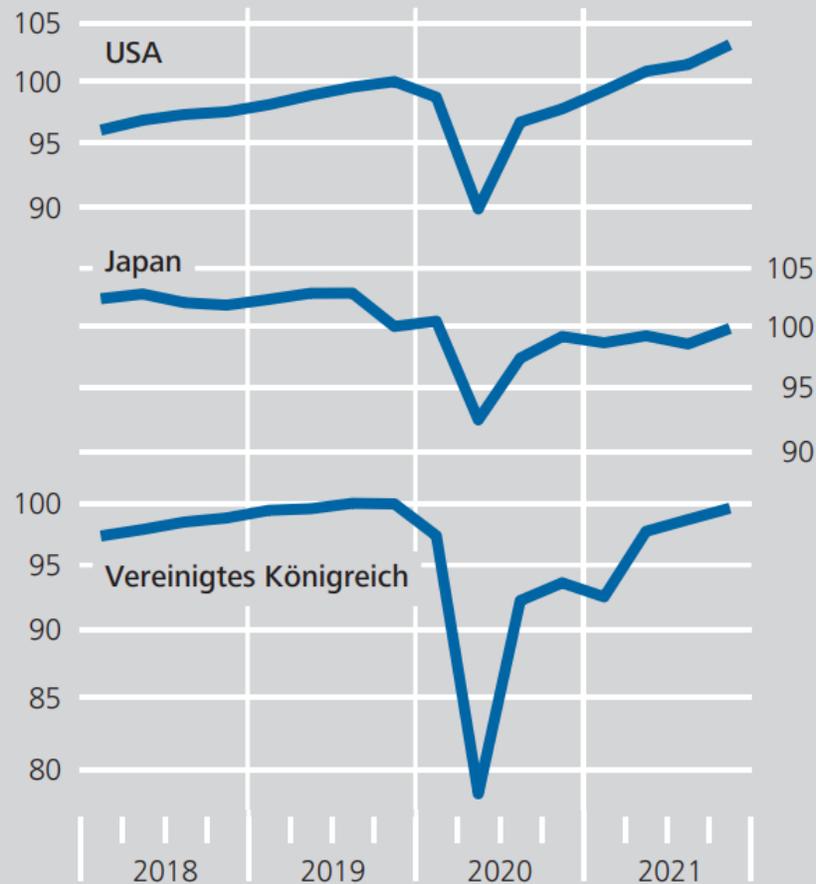


Quellen: National Bureau of Statistics of China, Central Statistics Office of India

Deutsche Bundesbank

### Reales BIP in ausgewählten Industrieländern

4. Vj. 2019 = 100, saison- und kalenderbereinigt, log. Maßstab



Quellen: Bureau of Economic Analysis, Cabinet Office of Japan, Office for National Statistics

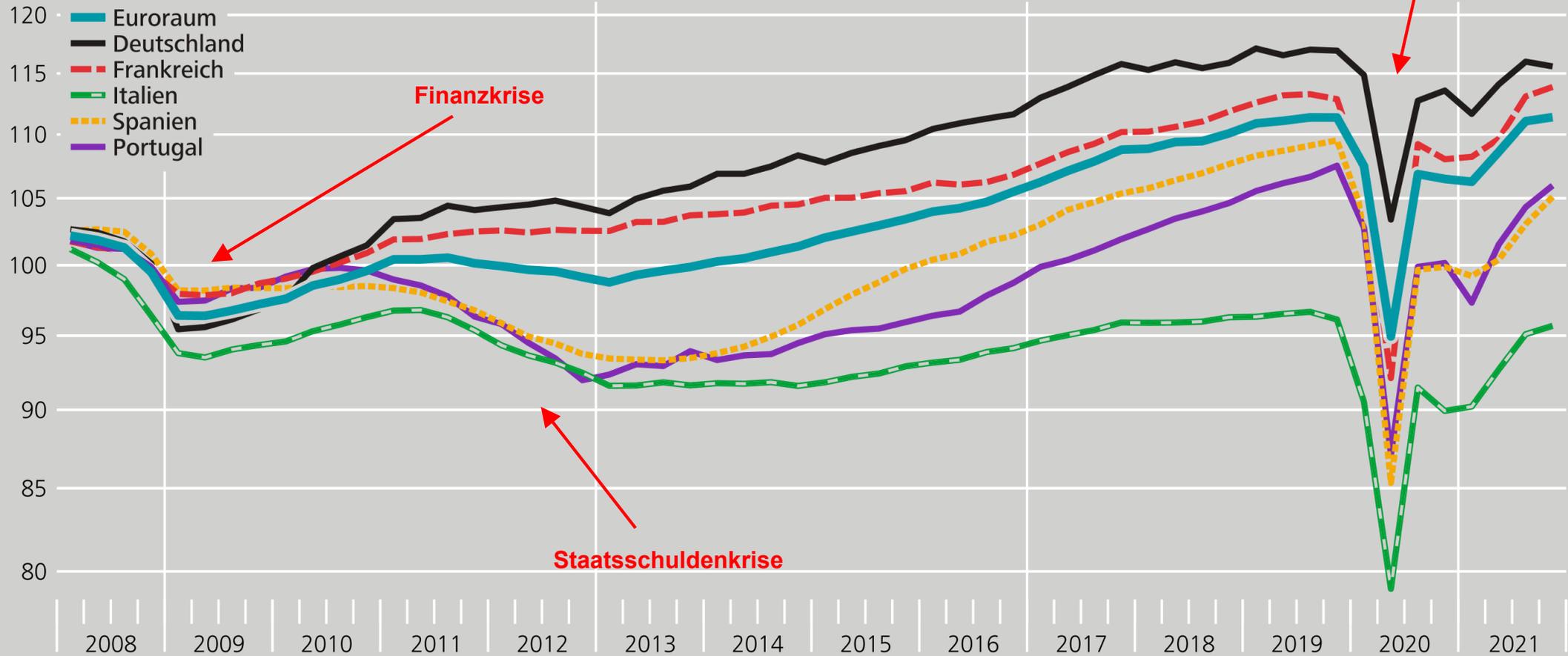
Deutsche Bundesbank

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008 – Corona-Pandemie

## Deutliche Einbrüche der Wirtschaftsleistung auch im Euroraum

### Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Euroraum

1. Vj. 2007 = 100, preis- und saisonbereinigt, log. Maßstab



Quelle: Eurostat.

Weitere aktuelle Informationen in den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank im Februar, Mai, August und November.

Deutsche Bundesbank

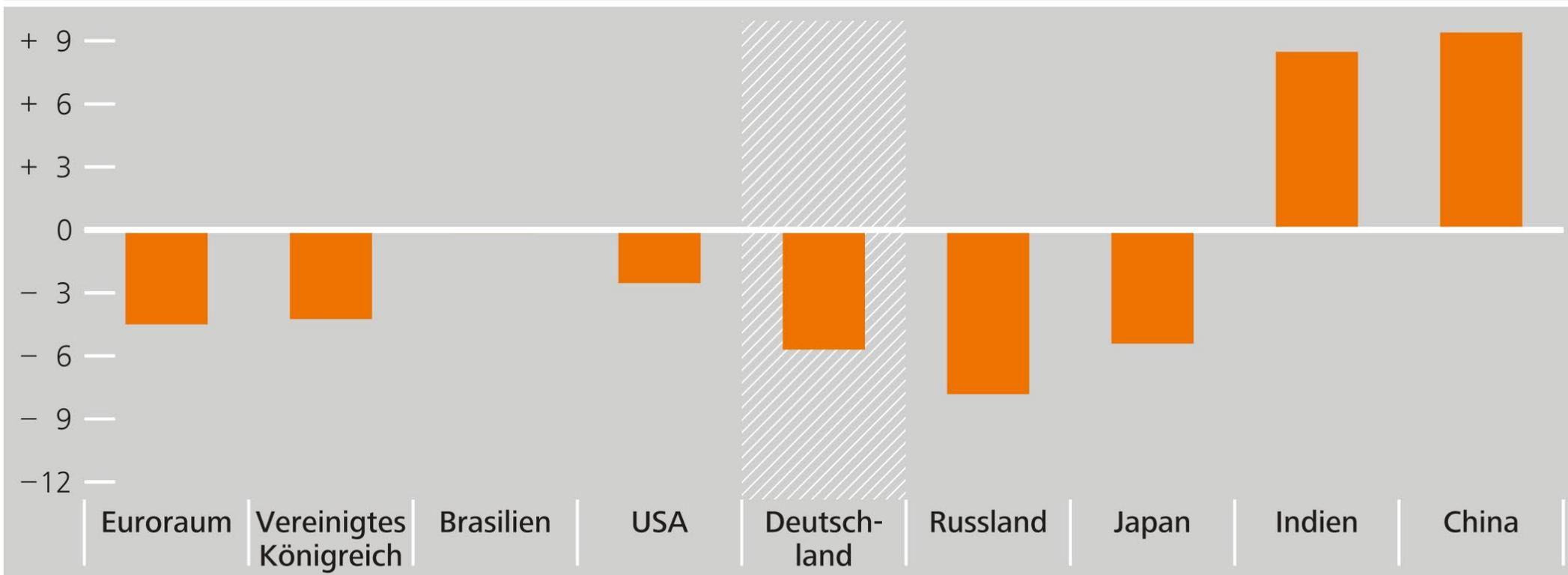
7 Mrz 2022, ÖB2PR0003.Chart

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008 – Corona-Pandemie

## Vergleich zur Finanzkrise

### Reales Bruttoinlandsprodukt 2009

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



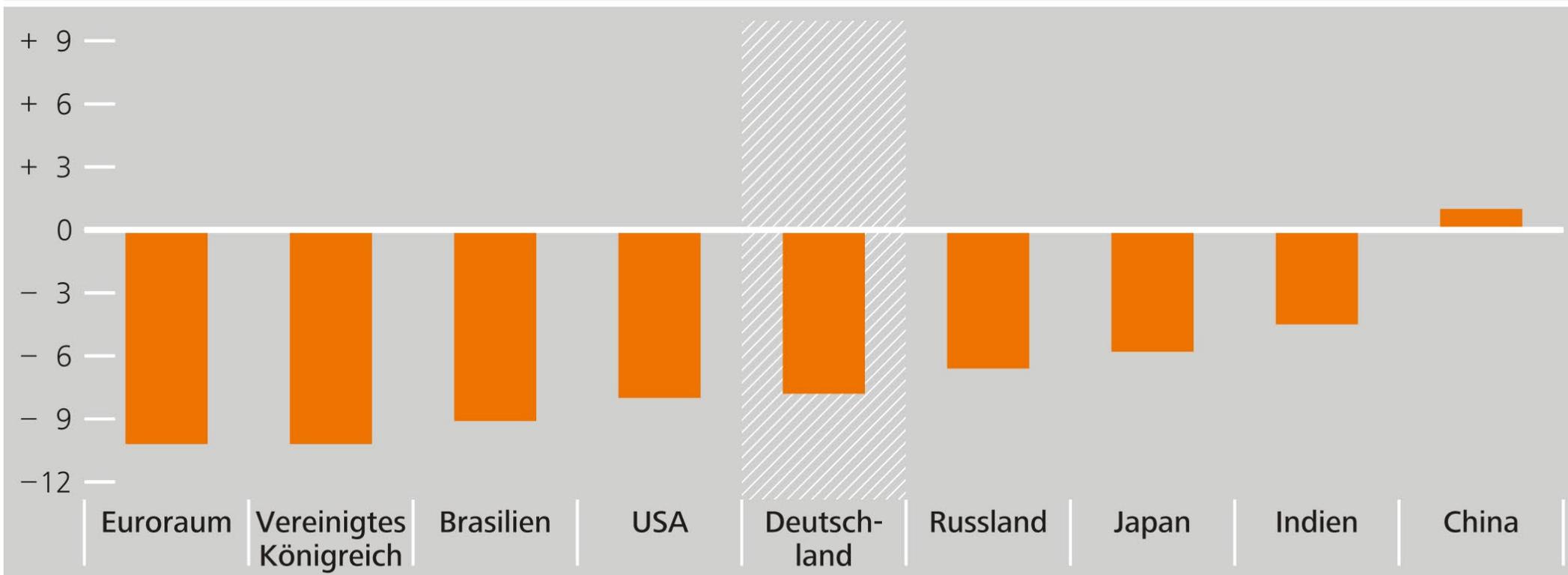
Deutsche Bundesbank

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008 – Corona-Pandemie

## Vergleich zur Finanzkrise

### Reales Bruttoinlandsprodukt 2020

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



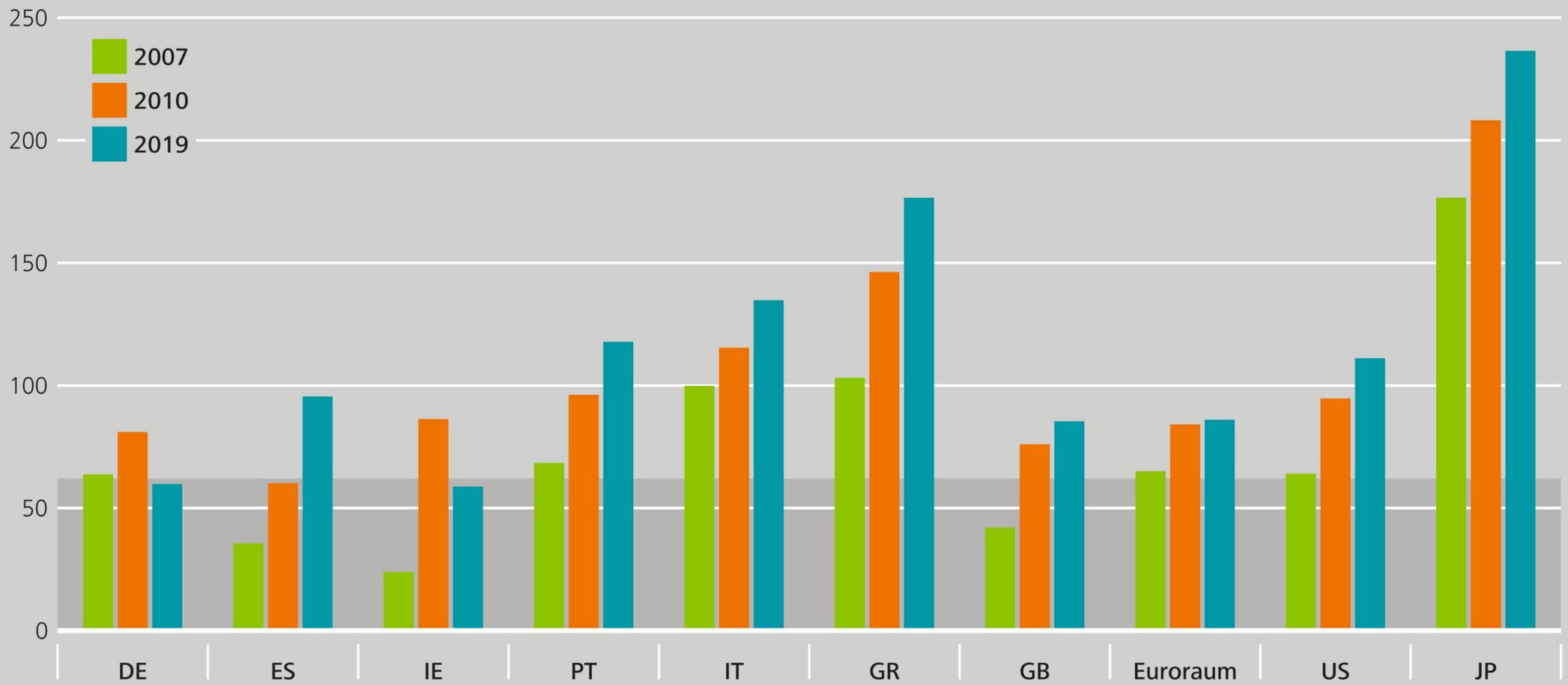
Deutsche Bundesbank

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008 – Corona-Pandemie

## Staatsschuldenquoten vor Corona

### Gesamtverschuldung wichtiger Industrieländer

in % des BIP



Quelle: EU-Kommission.

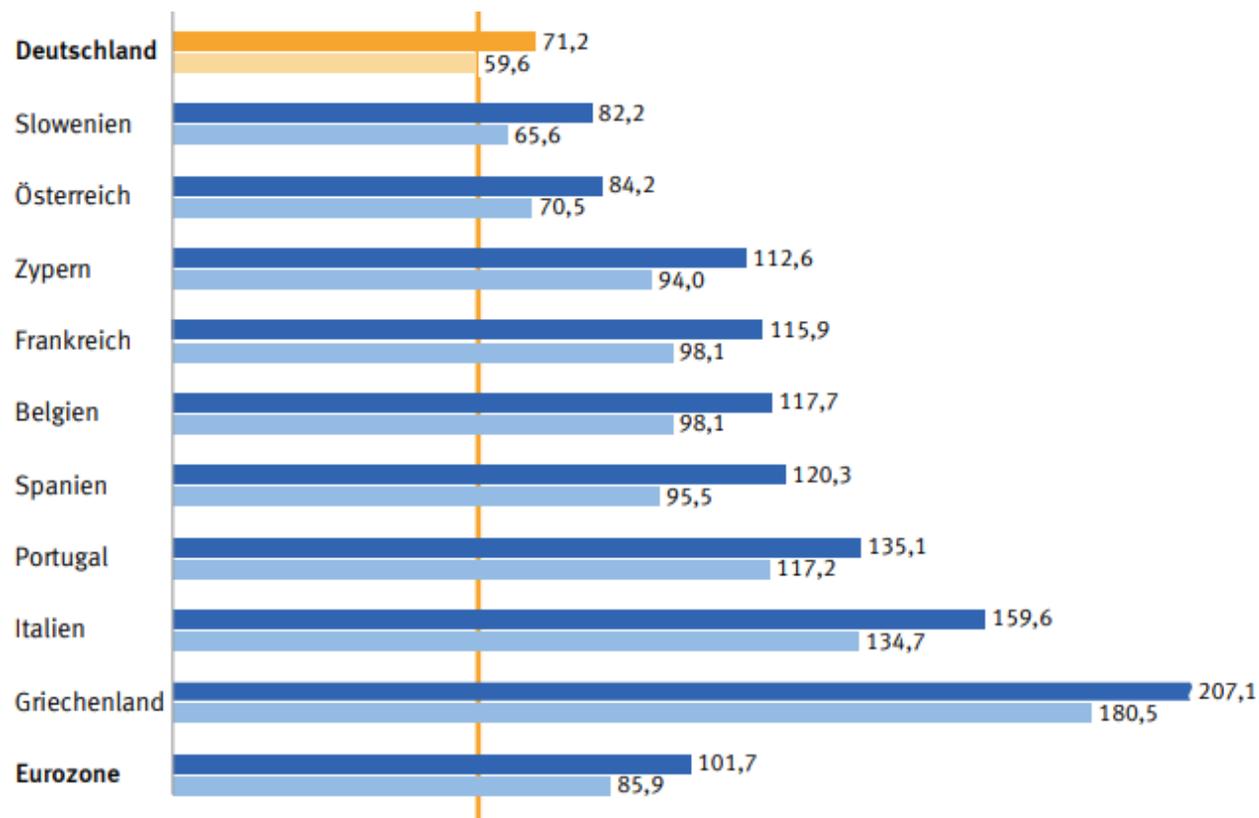
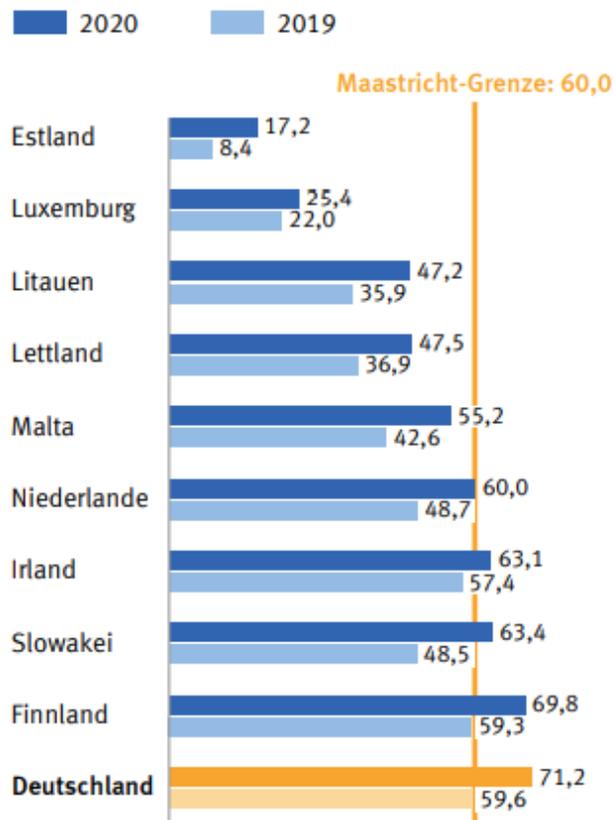
Deutsche Bundesbank

14 Sep 2020, 11:48:48, ÖB2PR0009.Chart

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008 – Corona-Pandemie

## Lage in der EWU: Öffentlicher Schuldenstand 2019 und 2020

Bruttoschuldenstand des Staates in % des BIP in der Eurozone

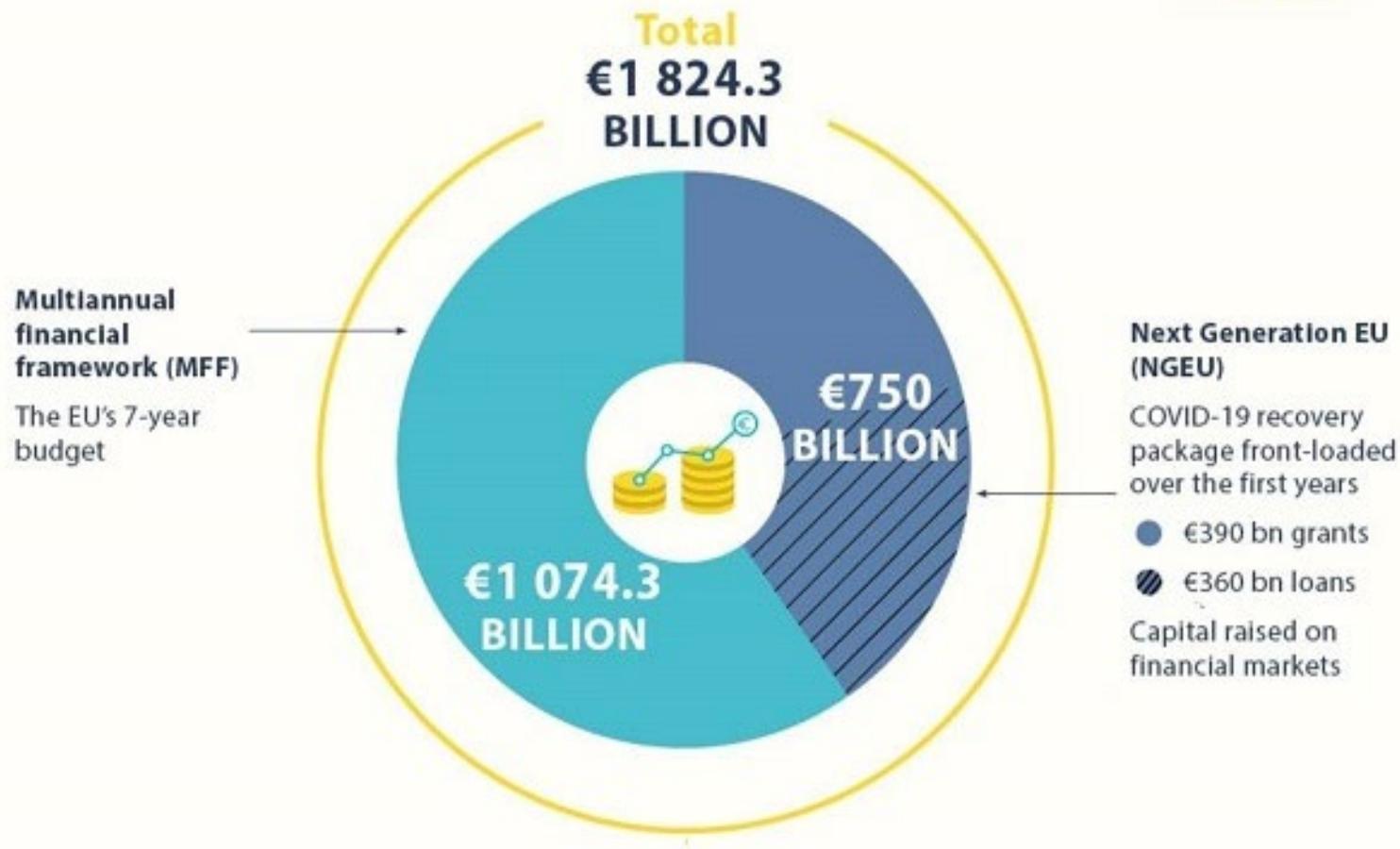


Quelle: Europäische Kommission, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen Prognose Herbst 2020.

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008 – Corona-Pandemie

## EU-Haushalt 2021-2027

### Overall budget 2021-2027



Quelle: EU-Kommission 8/2020

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008 – Corona-Pandemie

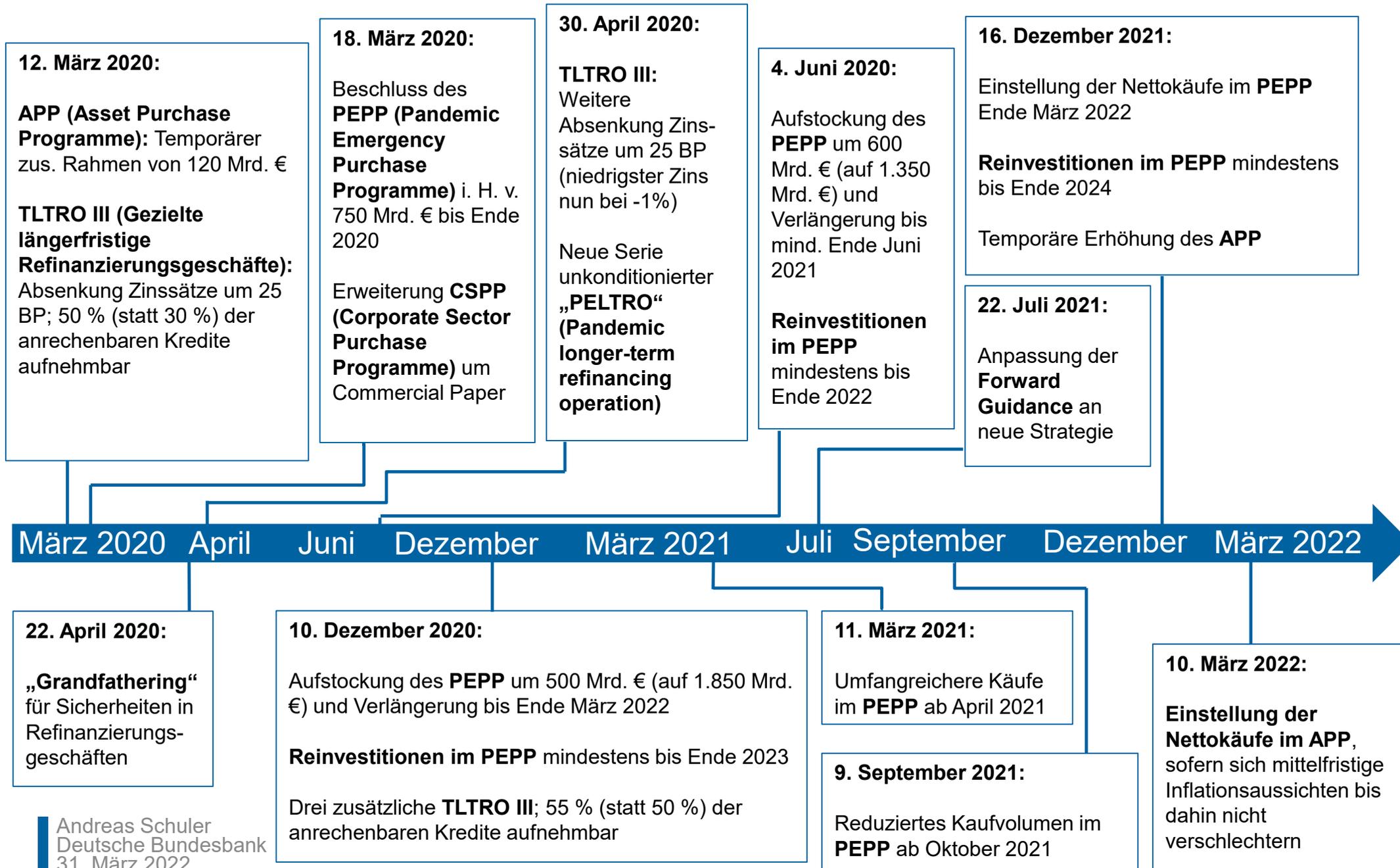
## Konjunktureller Impuls der EU – „Next Generation EU“



Quelle: Europäische Kommission

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008 – Corona-Pandemie

## Wichtige geldpolitische Beschlüsse des Eurosystems seit März 2020

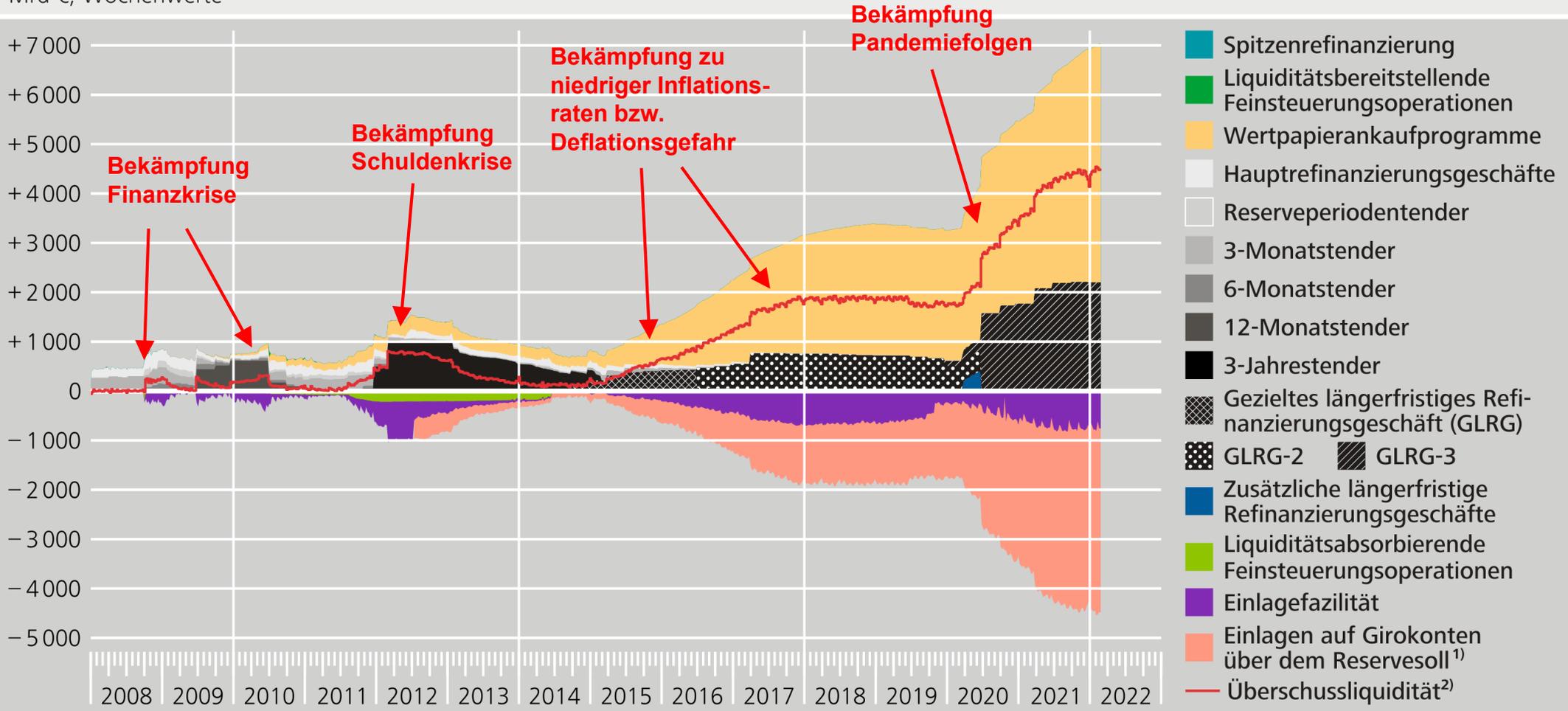


# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008 – Corona-Pandemie

## Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte und Ankaufprogramme

### Liquiditätssteuerung des Eurosystems (mit Ankaufprogrammen)

Mrd €, Wochenwerte



Quelle: EZB. **1** Erst ab 11. Juli 2012 dargestellt. **2** Zentralbankguthaben minus Reservesoll plus Einlagefazilität.

Deutsche Bundesbank

7 Mrz 2022, 10:12:41, K1PR0002B.Chart

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008 – Corona-Pandemie

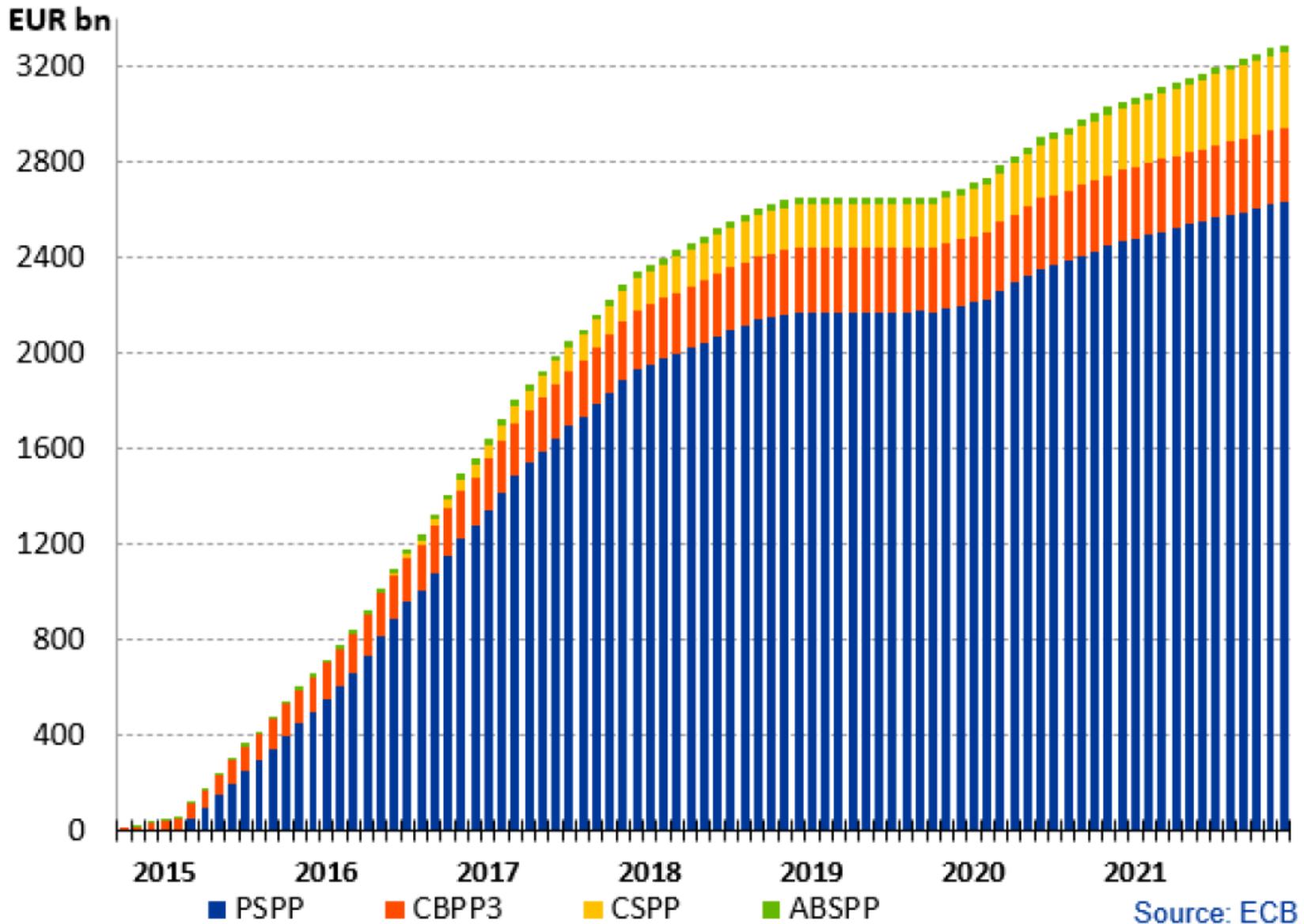
## Überblick über die Wertpapierankaufprogramme

Ankaufprogramm	Start	Ende
Covered Bond Purchase Programme 1 ( <b>CBPP1</b> )	07/2009	06/2010
Securities Markets Programme ( <b>SMP</b> )	05/2010	09/2012
Covered Bond Purchase Programme 2 ( <b>CBPP2</b> )	11/2011	10/2012
Outright Monetary Transactions ( <b>OMT</b> )	09/2012	offen
Covered Bond Purchase Programme 3 ( <b>CBPP3</b> )	10/2014	offen (zwischen 01/2019 und 10/2019 lediglich Reinvestition von Tilgungsbeträgen)
Asset-Backed Securities Purchase Programme ( <b>ABSPP</b> )	11/2014	
Public Sector Purchase Programme ( <b>PSPP</b> )	03/2015	
Corporate Sector Purchase Programme ( <b>CSPP</b> )	06/2016	
Pandemic Emergency Purchase Programme ( <b>PEPP</b> )	03/2020	03/2022

} **APP**

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008 – Corona-Pandemie

## Gesamtbestand und Aufteilung im APP



# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008 – Corona-Pandemie

## APP vs. PEPP

### Mindestbonität

- Kauf von Anleihen von Ländern und Institutionen, die eine bestimmte Kreditwürdigkeit aufweisen.
- Gilt beim APP, aber nicht beim PEPP.
- Im PEPP damit auch Kauf von griechischen Anleihen möglich.

### Kapitalschlüssel

- Kauf der Anleihen gemäß des Anteils, den die Euro-Länder entsprechend ihrer Wirtschaftsleistung an der EZB halten.
- Beim PEPP sind Abweichungen möglich.

### Ankaufobergrenze

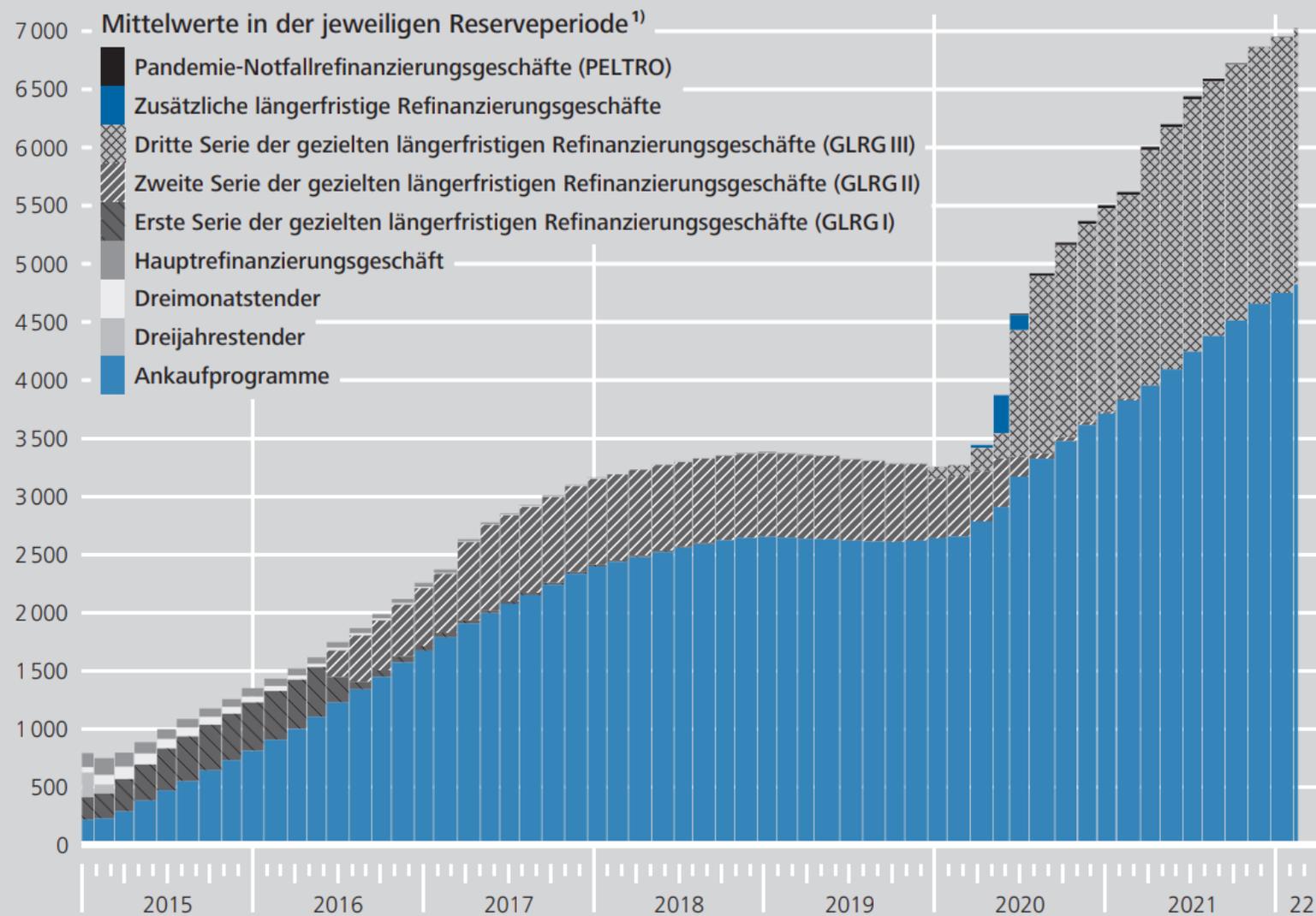
- Es darf maximal ein Drittel des emittierten Volumens je Anleihe und Emittent gekauft werden.
- Beim PEPP außer Kraft gesetzt.

# Entwicklung der Geldpolitik seit 2008 – Corona-Pandemie

## Liquidität im Eurosystem (Stand: Februar 2022)

### Ausstehende Liquidität nach Offenmarktoperationen im Euroraum

Mrd €

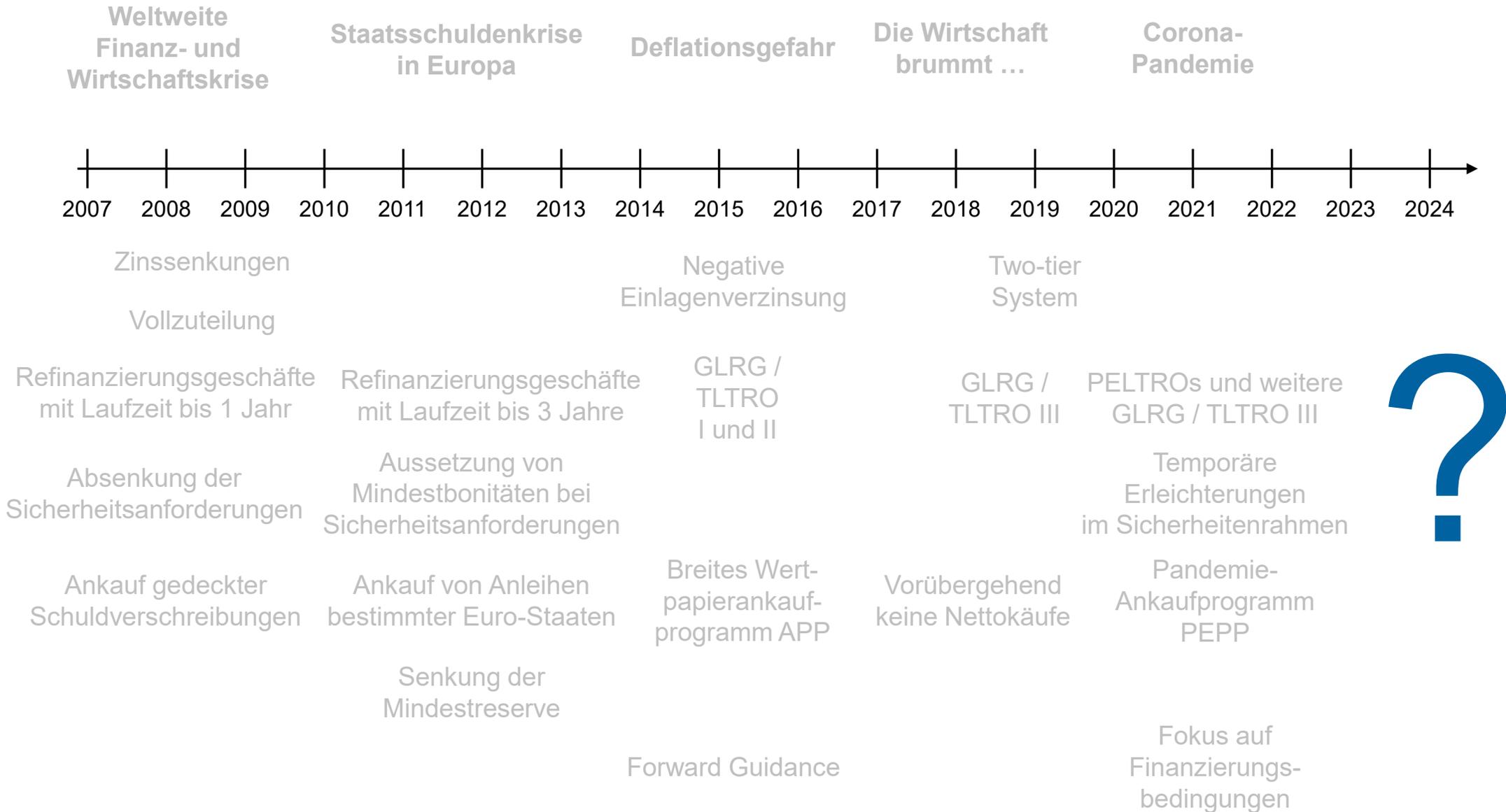


## **2 Der sechste Akt: Die Zukunft der Geldpolitik**

Wie könnte es in der Geldpolitik weitergehen und was ist zukünftig zu beachten?

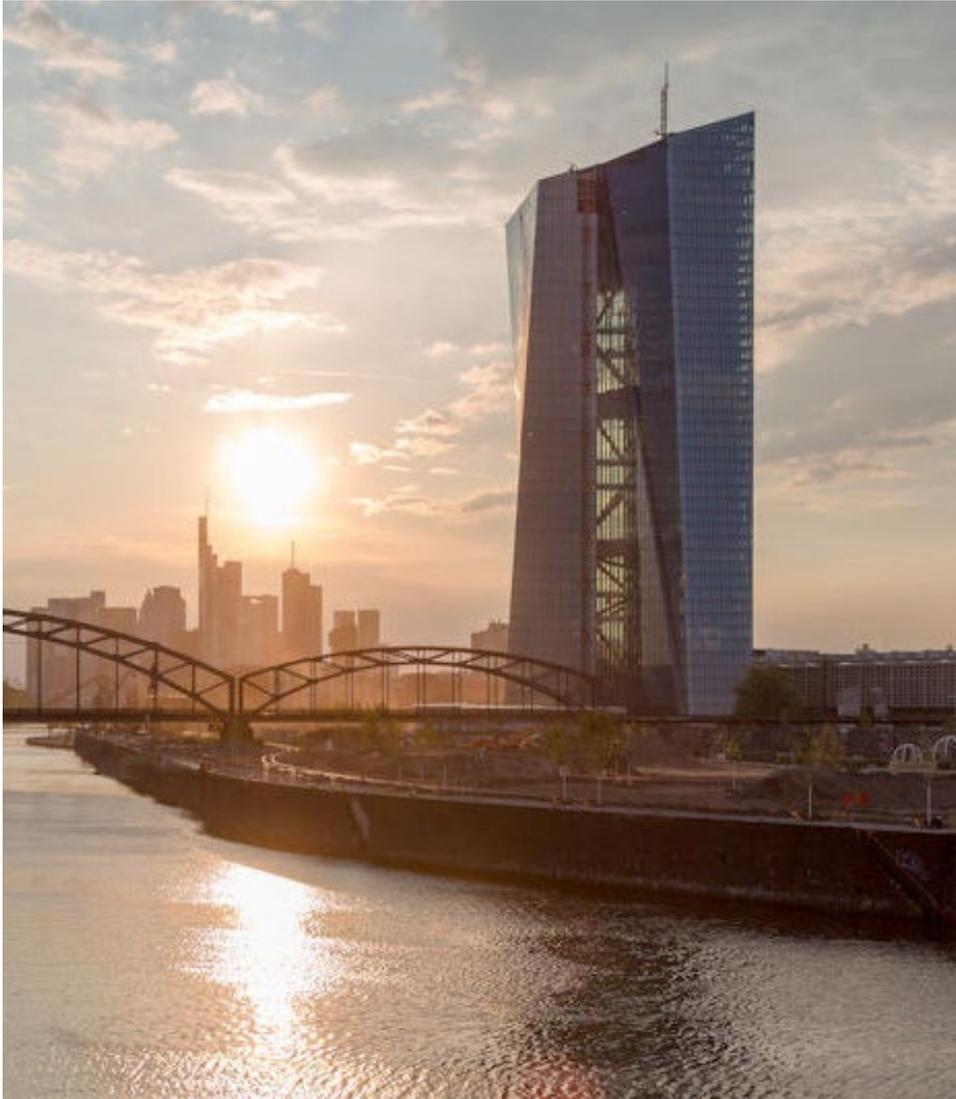
# Der sechste Akt: Die Zukunft der Geldpolitik

## Aktuelle Entwicklungen und Überlegungen



# Der sechste Akt: Die Zukunft der Geldpolitik

Überarbeitete geldpolitische Strategie der EZB vom 8. Juli 2021



- **Kernelement:** Symmetrisches mittelfristiges Inflationsziel von 2 %
- Bekenntnis zum **Einsatz kraftvoller Maßnahmen**, wenn Zinssätze nahe der effektiven Untergrenze liegen und Gefahr negativer Abweichungen vom Inflationsziel besteht
- HVPI bleibt weiterhin geeignete Messgröße für Preisentwicklung → zukünftig Berücksichtigung von **selbst genutztem Wohneigentum**
- Vorübergehende Zielabweichungen möglich, aber Geldpolitik ist **vorwärtsgerichtet** und berücksichtigt keine Zielverfehlungen in der Vergangenheit
- Berücksichtigung der Auswirkungen des **Klimawandels** im Rahmen des geldpolitischen Mandats

# Der sechste Akt: Die Zukunft der Geldpolitik

## Kommt die Inflation in den kommenden Jahren zurück?

### Pro

- Erwartete **Preiserhöhungen in bestimmten Branchen** (z.B. Gastwirtschaft, Freizeit, Tourismus), wegen hoher Nachfrage und um Verluste aus der Lockdown-Zeit auszugleichen
- **Verknappung des Arbeitsangebots** in entwickelten Ländern und in China führt zu höheren Löhnen und damit steigenden Preisen
- Gleichzeitig höhere Nachfrage durch **Renteneintritt bevölkerungsstarker Jahrgänge**
- Aktuell bereits hohe Nachfrage nach Industriegütern und deshalb **zuletzt starker Anstieg der Einkaufspreise**
- **Energieknappheit** führt zu langfristig höheren Rohstoffpreisen

### Contra

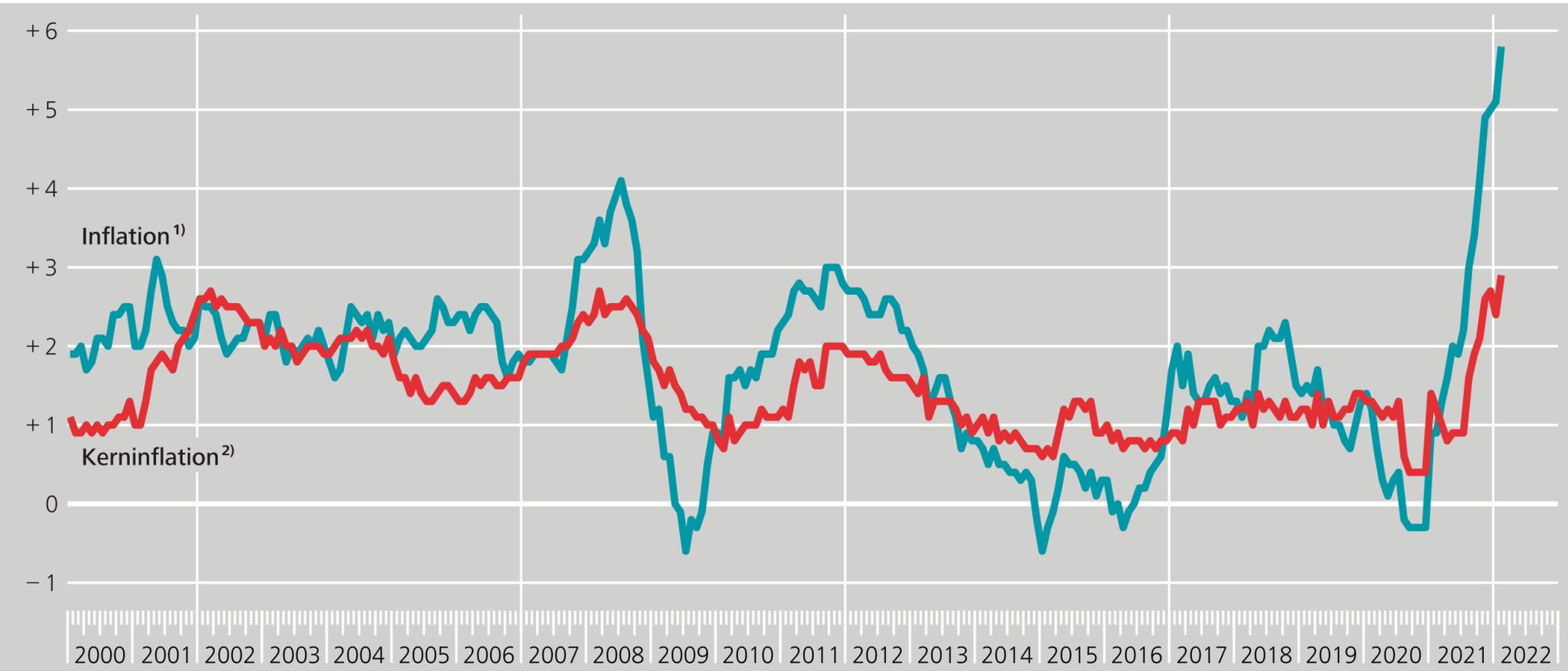
- Viele lediglich **temporäre Effekte** (z.B. Auslaufen der MwSt-Senkung und CO<sub>2</sub>-Bepreisung)
- Lohnerhöhungen wegen **hoher Unsicherheit** und möglicher Insolvenzwelle nicht durchsetzbar
- **Digitalisierung** wirkt inflationsdämpfend
- Aktuelle **Unterauslastung der Produktionskapazitäten** lässt keine nennenswerten Preissteigerungen zu

# Der sechste Akt: Die Zukunft der Geldpolitik

## Kommt die Inflation in den kommenden Jahren zurück?

### Inflation und Kerninflation im Eurosystem

in %



**1** Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI), Veränderung gegenüber Vorjahr. **2** HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, Veränderung gegenüber Vorjahr.

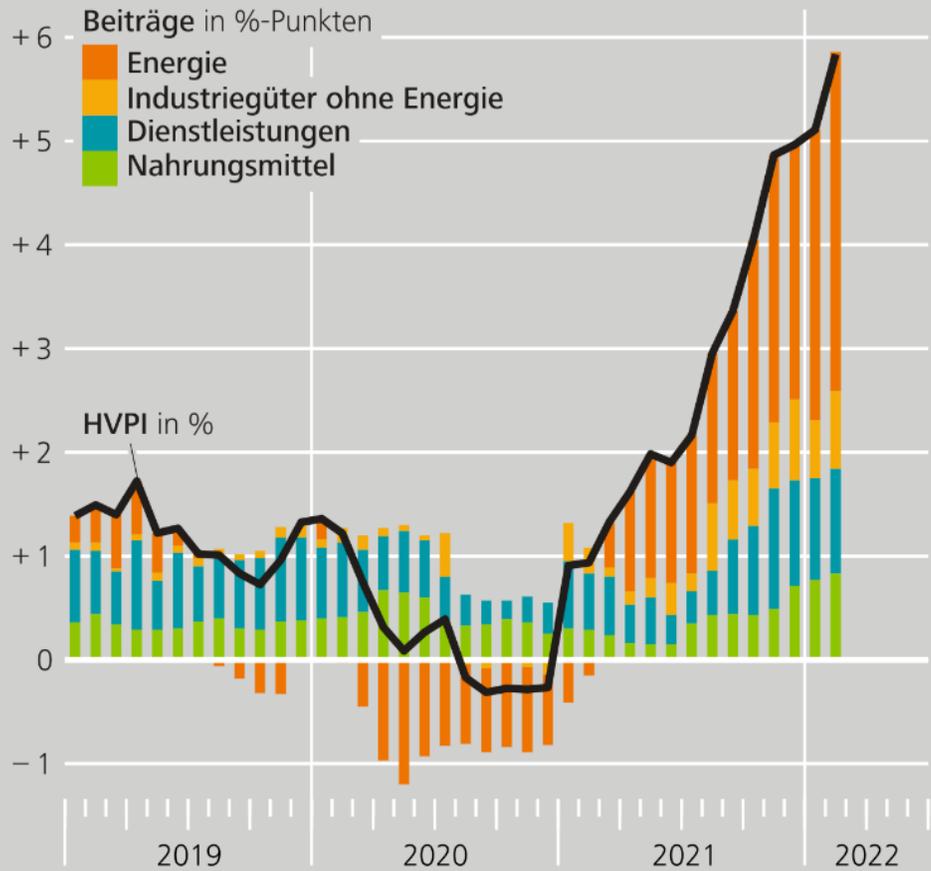
Deutsche Bundesbank

7 Mrz 2022, 09:44:26, K1PR0005.Chart

# Der sechste Akt: Die Zukunft der Geldpolitik

## Kommt die Inflation in den kommenden Jahren zurück?

### Beiträge zur Teuerung (HVPI) im Euroraum

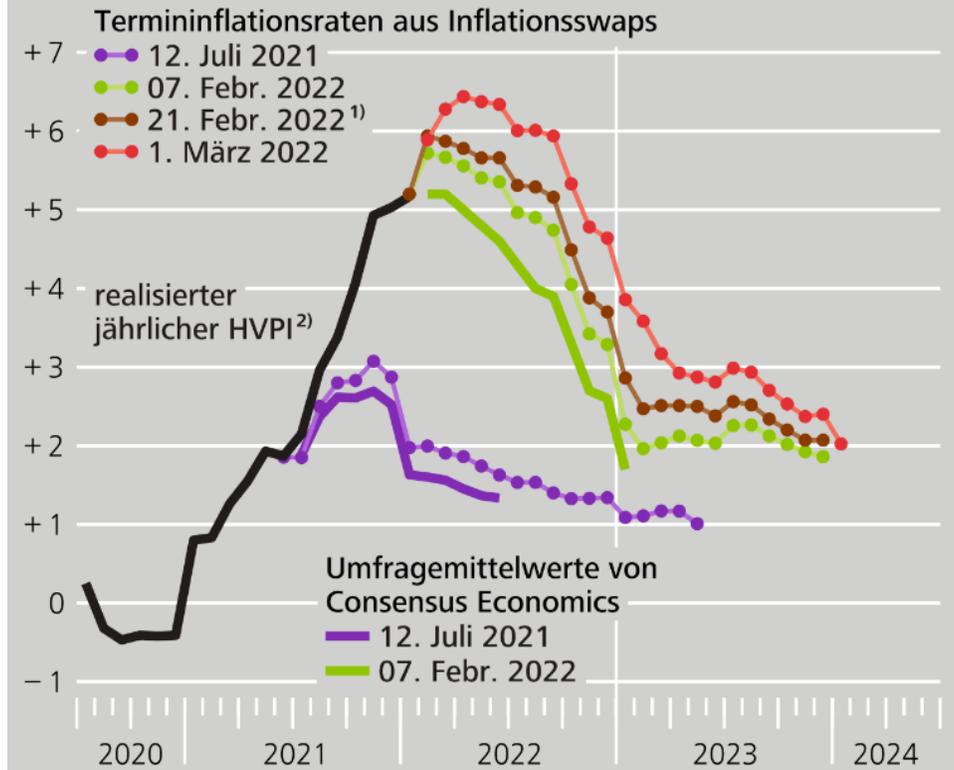


Quellen: Eurostat und EZB.  
Deutsche Bundesbank

7 Mrz 2022, 07:34:47, Vo3PR0471A.Chart

### Kurzfristige HVPI-Pfade für den Euroraum

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Fenics Market Data, Consensus Economics, Eurostat und eigene Berechnungen. **1** Am Montag 21. Febr. 2022 erkannte Russland die „Volksrepubliken Donezk und Luhansk“ auf ukrainischem Staatsgebiet als unabhängig an. **2** HVPI ohne Tabak.

Deutsche Bundesbank

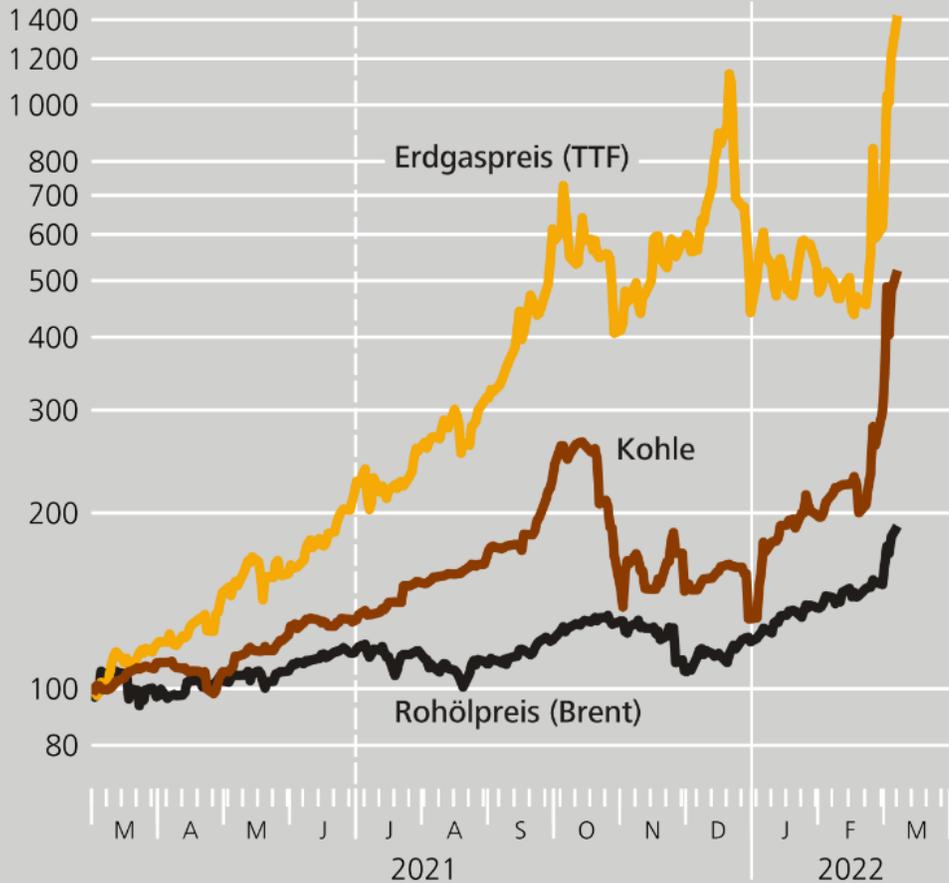
3 Mrz 2022, 10:48:07, Vo4PR0282A.Chart

# Der sechste Akt: Die Zukunft der Geldpolitik

## Kommt die Inflation in den kommenden Jahren zurück?

### Rohstoffpreise (Energie)

Anfang März 2021 = 100, Tageswerte, log. Maßstab



Quellen: Haver Analytics, ICE, Financial Times und eigene Berechnungen.  
Deutsche Bundesbank

8 Mrz 2022, 10:15:06, Vo5PR0112N.Chart

### Ausgewählte Nichtenergierohstoffnotierungen

Anfang März 2021 = 100, Tageswerte, log. Maßstab



Quellen: Haver Analytics, London Metal Exchange, Chicago Mercantile Exchange und Financial Times.

Deutsche Bundesbank

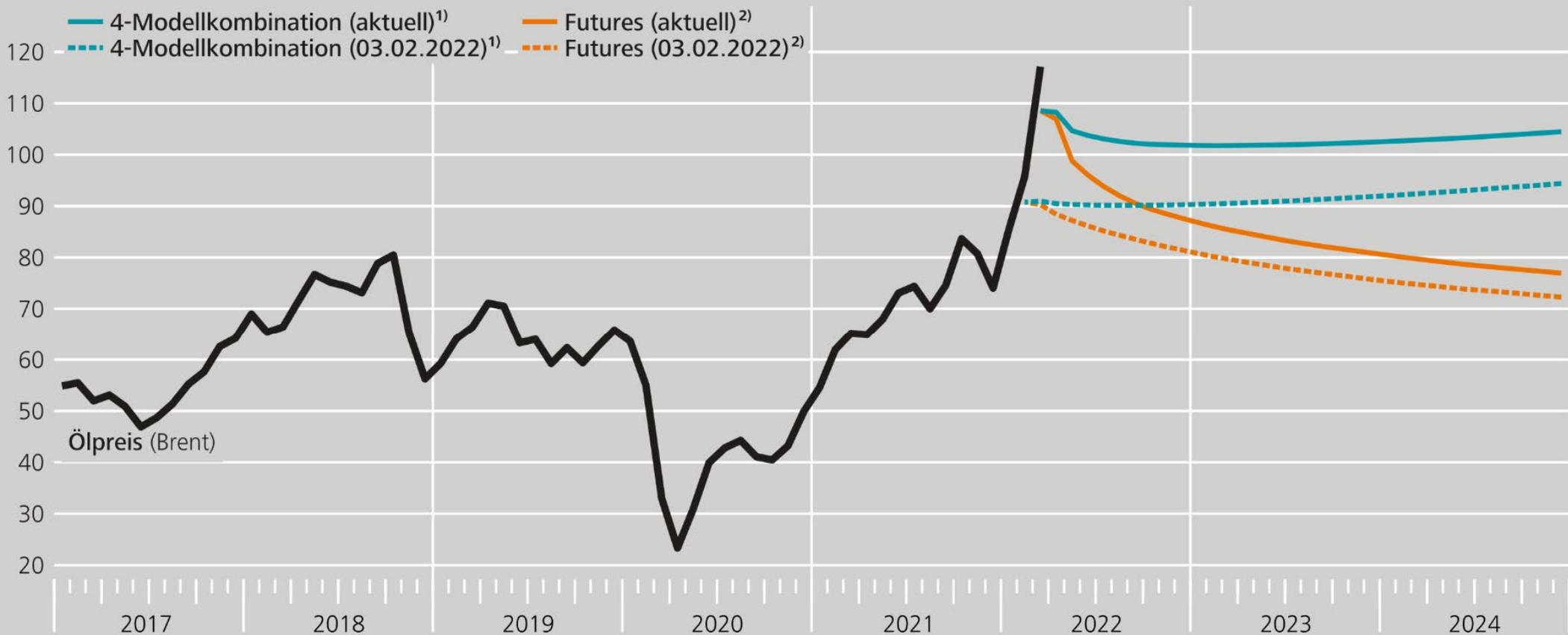
8 Mrz 2022, 11:06:39, Vo5PR1303.Chart

# Der sechste Akt: Die Zukunft der Geldpolitik

## Kommt die Inflation in den kommenden Jahren zurück?

### Prognostizierter Ölpreisfad

US-Dollar pro Fass



Quellen: Bloomberg, Haver Analytics, IHS Datainsight und eigene Berechnungen. **1** Prognose auf Basis der 4-Modellkombination der EZB: (1) Terminnotierungen, (2) Risiko-adjustierte Terminnotierungen, (3) BVAR-Modell und (4) DSGE-Modell. **2** Prognose auf Basis von Terminnotierungen. Projektion abgeschlossen am 4. März 2022.

Deutsche Bundesbank

4 Mrz 2022, 14:40:37, Vo5PR1227A.Chart

# Der sechste Akt: Die Zukunft der Geldpolitik

## Einordnung des Status Quo

*„Die Regierungen werden nach der Pandemie deutlich höhere Staatsschulden aufweisen und könnten versucht sein, die Geldpolitik dazu zu drängen, die Zinsen niedrig zu halten anstatt auf die Bremse zu treten.“*

The Economist (2020), Inflation. Tomorrow's problem. Why it isn't worth worrying about inflation until economies have recovered from the pandemic, 6. Juni 2020, S. 9-10

# Der sechste Akt: Die Zukunft der Geldpolitik

## Einordnung des Status Quo

Durch die **krisenbedingten Maßnahmen der Geldpolitik** – auch während der Corona-Pandemie – wurde „**Zeit gekauft**“, um notwendige strukturelle Reformen durchzuführen ...

- ... bei einzelnen **Banken** und nationalen Bankensystemen,
- ... bei der Regulierung der europäischen (und globalen) **Finanzbranche**,
- ... in den **öffentlichen Haushalten** einiger EWU-Staaten und
- ... mit Blick auf die Wettbewerbsfähigkeit und **ordnungspolitische Grundsatzentscheidungen** in einigen EWU-Staaten.

# Der sechste Akt: Die Zukunft der Geldpolitik

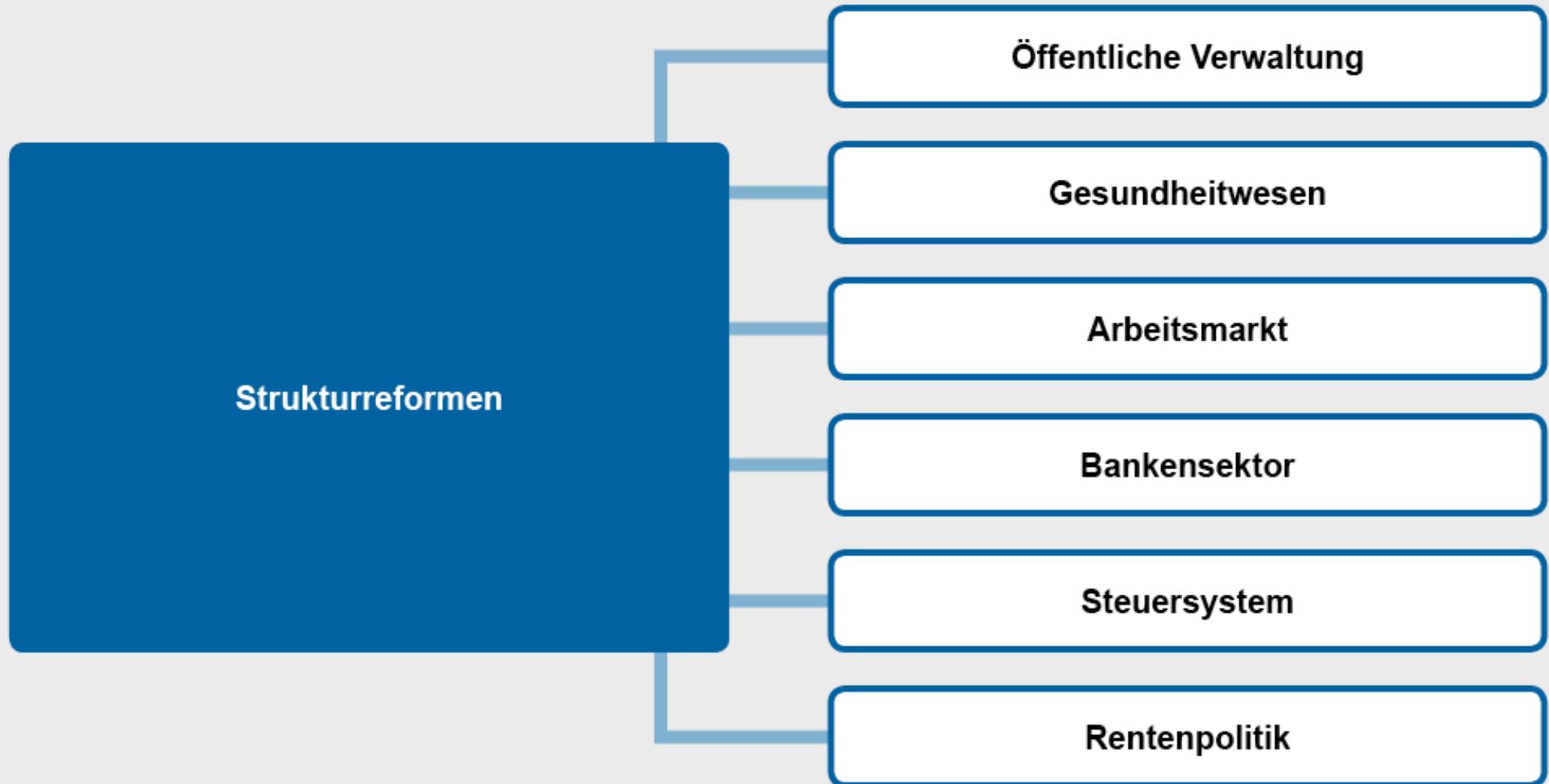
## Einordnung des Status Quo

Allerdings bestehen **langfristige – nicht zuletzt auch ordnungspolitische – Risiken** wegen:

- **adverser Anreizeffekte** aufgrund der zunehmenden gemeinschaftlichen Haftung (ohne entsprechende Kontrollrechte) und sehr weitgehender, „unkonventioneller“ Notenbankmaßnahmen
- der **Vermischung von Geld- und Fiskalpolitik**, damit evtl. verminderter Glaubwürdigkeit der Notenbanken
- potentiell zunehmendem **politischen Druck** auf die geldpolitischen Entscheidungen
- faktisch zunehmendem „**Eigen**“-**Druck** zugunsten fortdauernder bzw. zusätzlicher Rettungsmaßnahmen aufgrund zunehmender Vermögensrisiken bei Regierungen und Notenbanken
- **Gefahr von Vermögenspreisblasen** und einer Schwächung der Widerstandsfähigkeit des Bankensystems

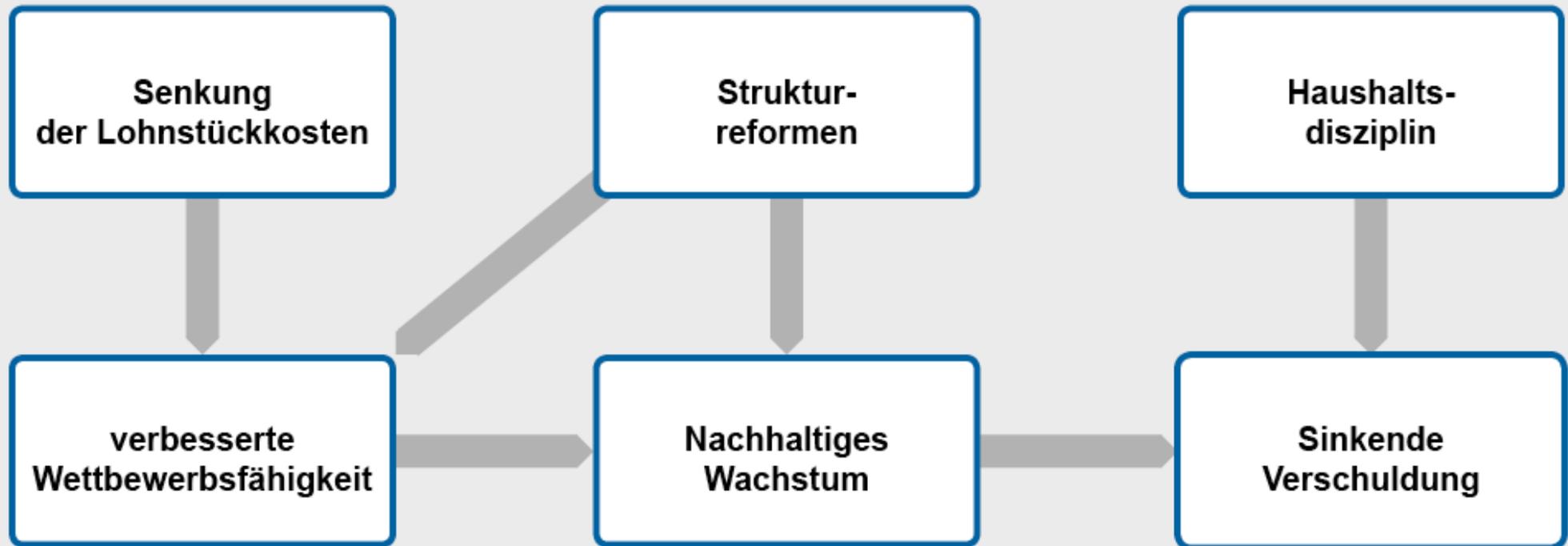
# Der sechste Akt: Die Zukunft der Geldpolitik

## Notwendigkeit von Strukturreformen



# Der sechste Akt: Die Zukunft der Geldpolitik

## Wege aus der Krise



# Der sechste Akt: Die Zukunft der Geldpolitik

Ziel: Einklang von Handeln und Haften

## „Fiskalunion“

Übertragung fiskalpolitischer  
Kompetenzen auf  
die europäische Ebene.  
Gemeinschaftliche Entscheidung,  
gemeinschaftliche Haftung.

## „Maastricht 2.0“

Rückkehr zum geltenden  
Ordnungsrahmen mit Härtung der  
entscheidenden Schwachstellen.  
Nationale Entscheidung,  
nationale Haftung.

# Der sechste Akt: Die Zukunft der Geldpolitik

## Rückbesinnung auf stabilitätspolitische Grundwahrheiten

### Notenbanken

- **Um geldpolitische Glaubwürdigkeit zu erhalten und Vermögensrisiken zu begrenzen:**
  - Rücknahme der liquiditätssteigernden Sondermaßnahmen
  - Rückkehr zu strikter Trennung von Geld- und Fiskalpolitik

### Regierungen

- **Um finanzpolitische Risiken für die Währungsunion zu begrenzen:**
  - Konsequente Konsolidierung der Staatshaushalte
  - Strukturelle Reformen in wettbewerbsschwachen / stark verschuldeten Ländern
- **Um zunehmende Umverteilung von Risiken zwischen den EWU-Ländern zu begrenzen:**
  - Abbau des Missverhältnisses zwischen zunehmender Vergemeinschaftung der Risiken und unzureichenden Eingriffsrechten in die nationalen Finanzpolitiken notwendig
  - Aktuelle Reformdiskussion/Reformen mit Blick auf EWF, Eurozonen-Haushalt etc. geht teils in die genau entgegengesetzte Richtung!

# Der sechste Akt: Die Zukunft der Geldpolitik

## Aus Fehlern die richtigen Lehren ziehen

- **Übermäßige staatliche Verschuldung birgt Stabilitätsrisiken.**
  - Widerstände bei Entprivilegierung von Staatsanleihen noch nicht überwunden.
  - Geordnete Gläubigerbeteiligung bei unsoliden Staatsfinanzen (durch Schuldenrestrukturierungsmechanismus) weiter nicht gewährleistet.
- **Fiskalisches Regelwerk ist zu komplex und wird zu lax angewendet.**
  - EU-Kommission ist zu sehr auf Feinsteuerung aus.
  - Regelbindung und damit Abschirmung der Geldpolitik kaum gewährleistet.
- **Bankenunion sollte Banken-Staaten-Nexus spürbar schwächen.**
  - Dazu u.a. nötig: Stärkung der Kapitalanforderungen und Bail-in-Regeln.
- **Europäische Einlagensicherung nur sinnvoll nach Abbau von:**
  - Risiken in den Bankbilanzen (bspw. notleidende Kredite),
  - Einfluss von Staaten auf Banken sowie
  - privilegierter regulatorischer Behandlung von Staatsanleihen in Bankbilanzen.

# Der sechste Akt: Die Zukunft der Geldpolitik

## Aus Fehlern die richtigen Lehren ziehen

- Die Vorkehrungen zum Schutz der gemeinsamen Währung gegen Krisen waren unzureichend, insbesondere wurde den **wirtschaftlichen und finanziellen Fehlentwicklungen** in einzelnen Ländern zu wenig Beachtung geschenkt und das Finanzsystem stellte eine „offene Flanke“ dar.
- Mittlerweile wurden erhebliche Fortschritte gemacht, u.a. durch den **Euro-Rettungsschirm ESM**, die **Bankenunion** mit gemeinsamer Aufsicht und Abwicklung sowie einen gewissen Abbau von Ungleichgewichten.
- Weitere Reformschritte sind nötig, um den Euroraum **dauerhaft krisenfest** zu machen. So sind etwa die Staatsschulden teilweise weiterhin sehr hoch, Staaten und Banken eng verflochten und auch die Probleme im Bankensystem sind nicht vollständig bereinigt.
- Zudem ist zu beachten, dass **Handeln und Haften wieder klarer in eine Hand gelegt werden**. Wer nach Risikoteilung und Gemeinschaftshaftung ruft, muss auch bereit sein, nationale Handlungsfreiheit aufzugeben.

### **3 Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum**

Was sind mögliche Risiken der geldpolitischen Maßnahmen?

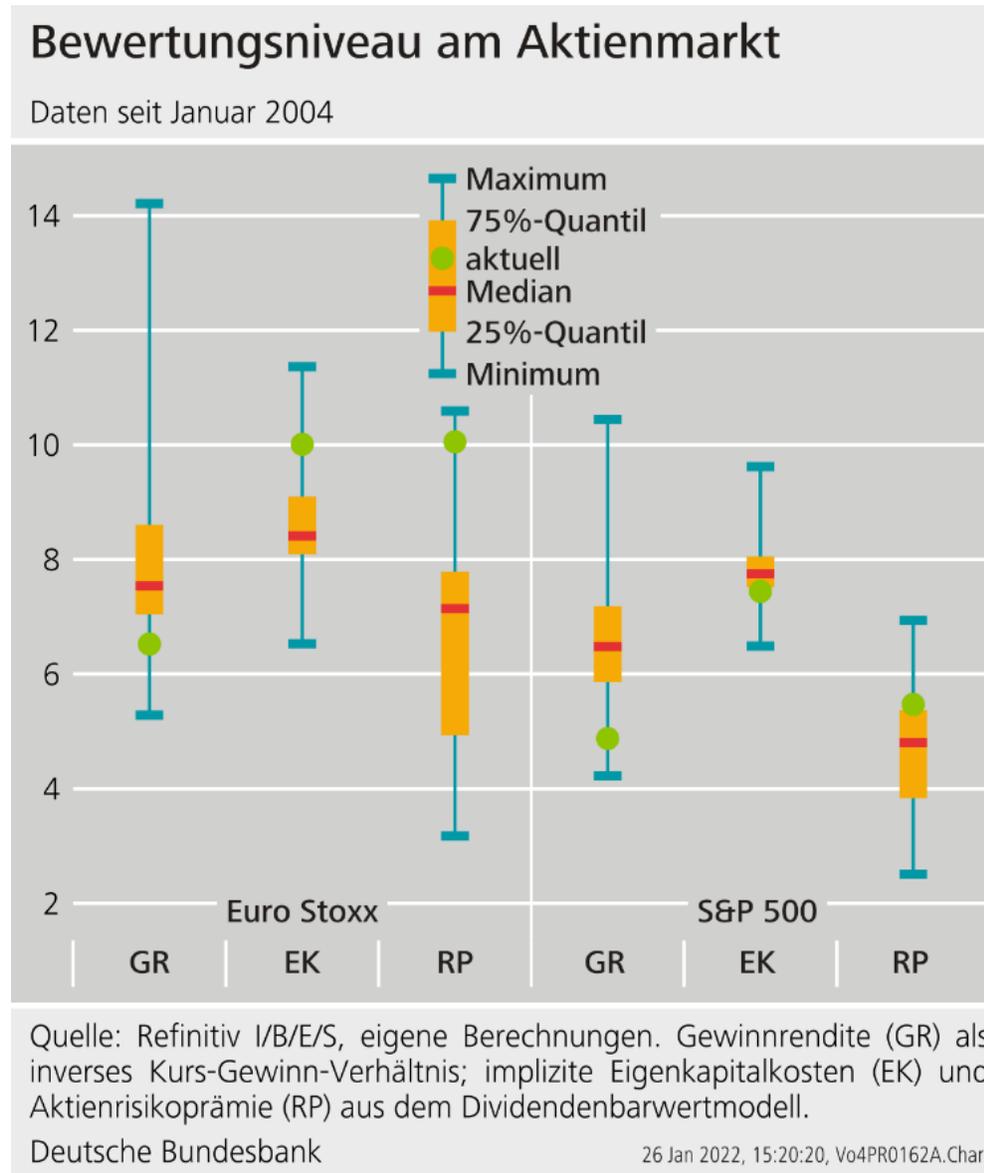
# Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum

## Auswahl von Kritikpunkten an Niedrigzinsen und Ankaufprogrammen

- 1) Risiken für die **Finanzstabilität** !?
- 2) **Ertragsprobleme** bei Banken und Versicherungen !?
- 3) **Signalfunktion** der Preise und Zinsen beeinträchtigt !?
- 4) Behinderung des **Strukturwandels** !?
- 5) **Tragfähigkeitsillusion** bei öffentlichen Schulden !?
- 6) Vermischung von **Geld- und Fiskalpolitik** !?
- 7) **Handelspolitische** Spannungen !?
- 8) **Umverteilung der Risiken** zwischen Ländern !?
- 9) Belastung der **Spareinlagen** und der privaten Altersvorsorge !?

# Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum

## Risiken für die Finanzstabilität – Preisblase an Aktienmärkten !?



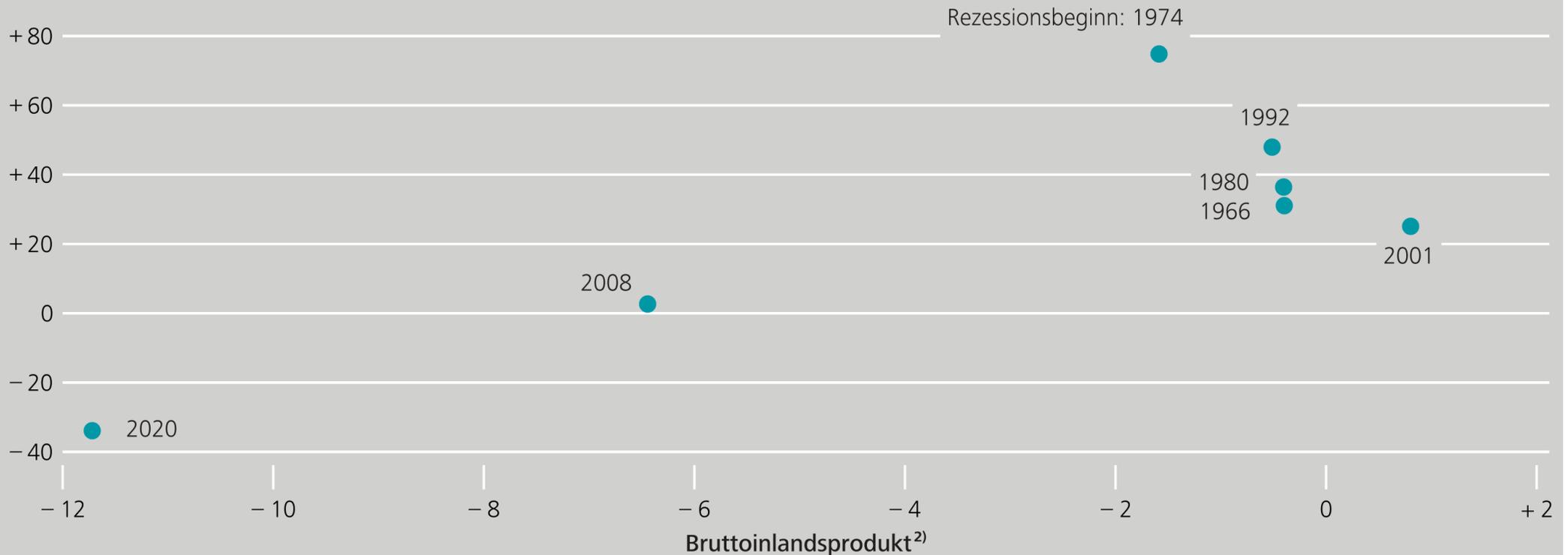
# Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum

## Risiken für die Finanzstabilität – Unterschätzung von Risiken !?

### Deutsches Bruttoinlandsprodukt und Unternehmensinsolvenzen in Rezessionen<sup>\*)</sup>

Veränderungen in %

Unternehmensinsolvenzen  
in Deutschland<sup>1)</sup>



Quelle: Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen. \* Gemäß Rezessionsdatierung des Sachverständigenrats. **1** Veränderung der kumulierten Insolvenzen in den 6 Quartalen nach Rezessionsbeginn im Vergleich zu einem Zeitraum von 6 Quartalen vor der Rezession. **2** Veränderung vom Tiefpunkt relativ zum Hochpunkt.

Deutsche Bundesbank

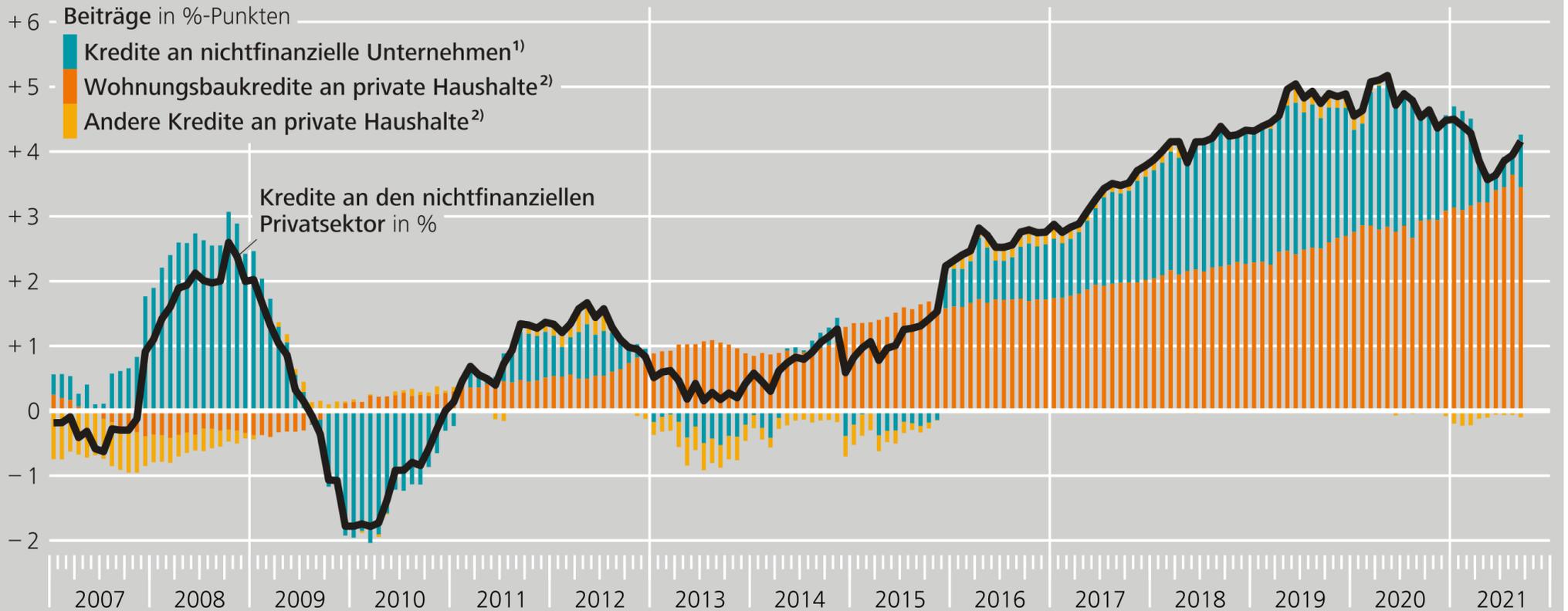
15 Nov 2021, 07:03:45, F1PR0362.Chart

# Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum

## Risiken für die Finanzstabilität – Unterschätzung von Risiken !?

### Beiträge zur Veränderung der Kredite deutscher Banken an den inländischen nichtfinanziellen Privatsektor<sup>\*)</sup>

Veränderung gegenüber Vorjahr, monatlich



\* Nominale Buch- und Wechselkredite inländischer Monetärer Finanzinstitute (ohne Zentralbank). **1** Einschl. Schuldverschreibungen. **2** Einschl. Organisationen ohne Erwerbszweck.

Deutsche Bundesbank

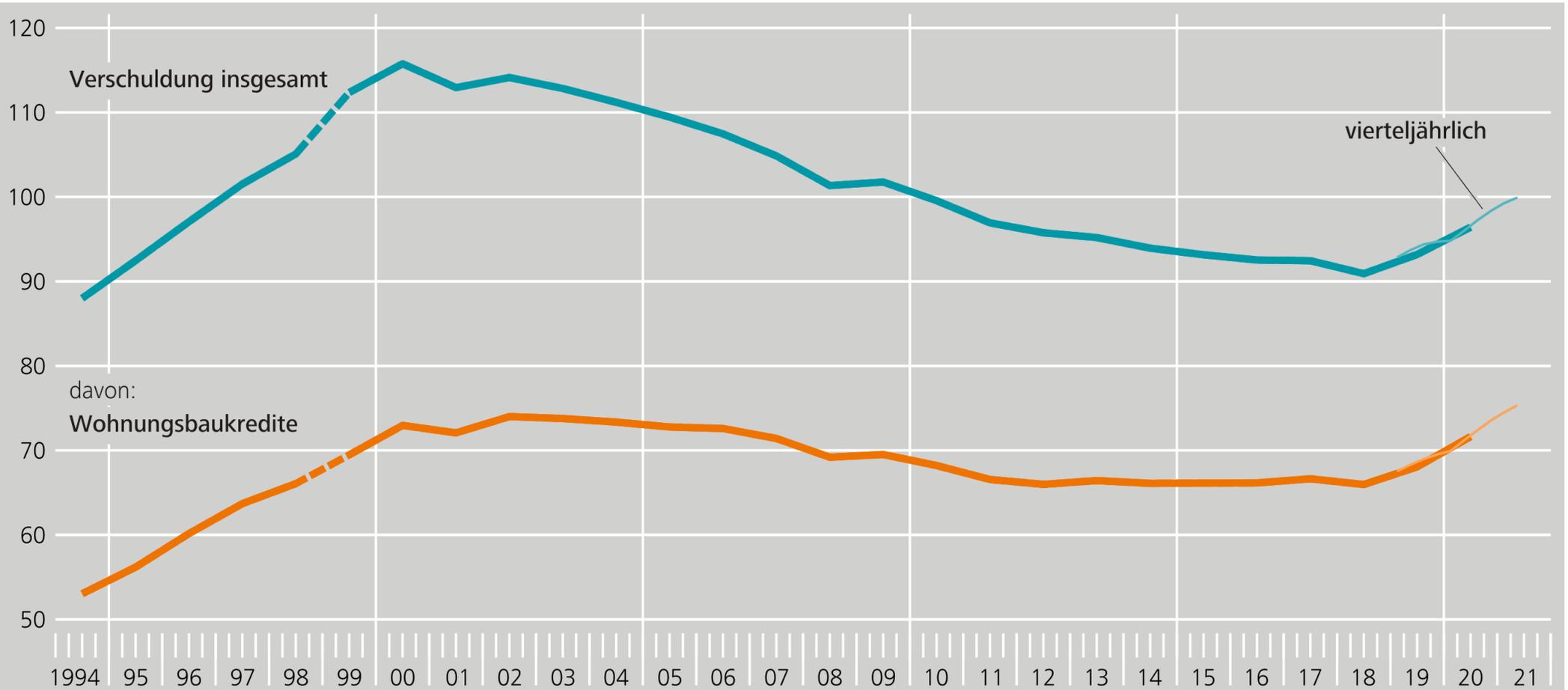
10 Nov 2021, 12:13:58, F1PR0267A.Chart

# Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum

## Risiken für die Finanzstabilität – Unterschätzung von Risiken !?

### Verschuldung der privaten Haushalte in Deutschland<sup>\*)</sup>

in % des verfügbaren Einkommens



\* Kredite an private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck. Bis 1998 gemäß ESVG 1995; ab 1999 gemäß ESVG 2010.

Deutsche Bundesbank

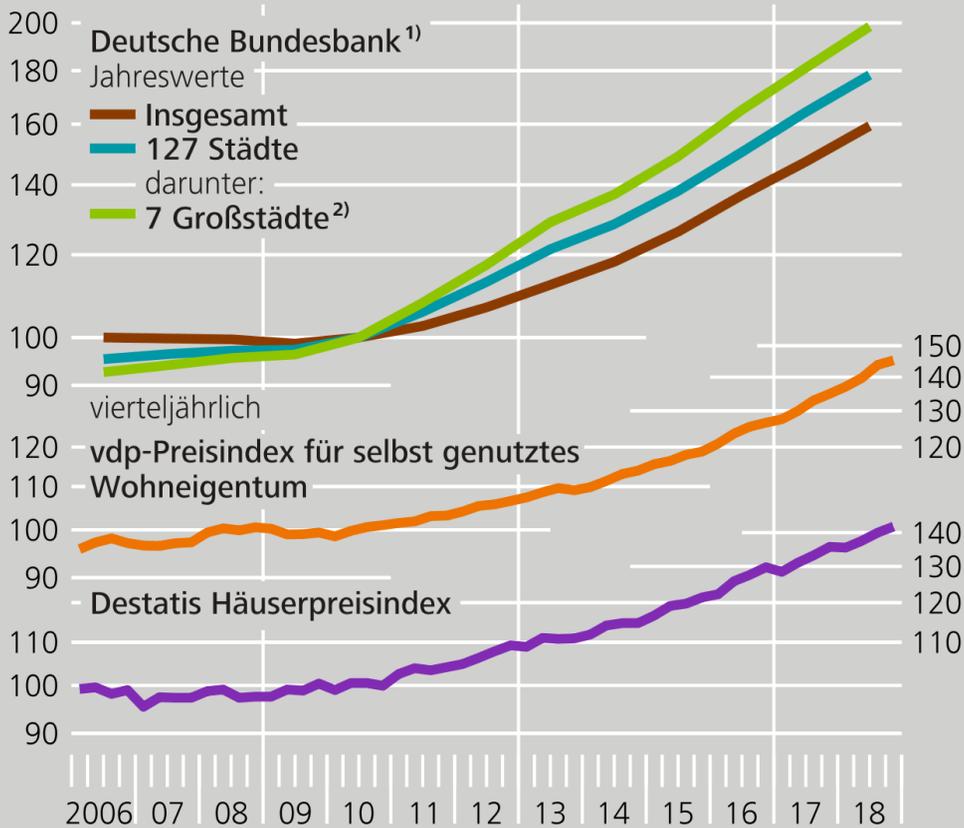
11 Nov 2021, 11:22:44, F3PR0302.Chart

# Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum

## Risiken für die Finanzstabilität – Preisblase an Immobilienmärkten !?

### Preise für Wohnimmobilien in Deutschland

2010 = 100, log. Maßstab



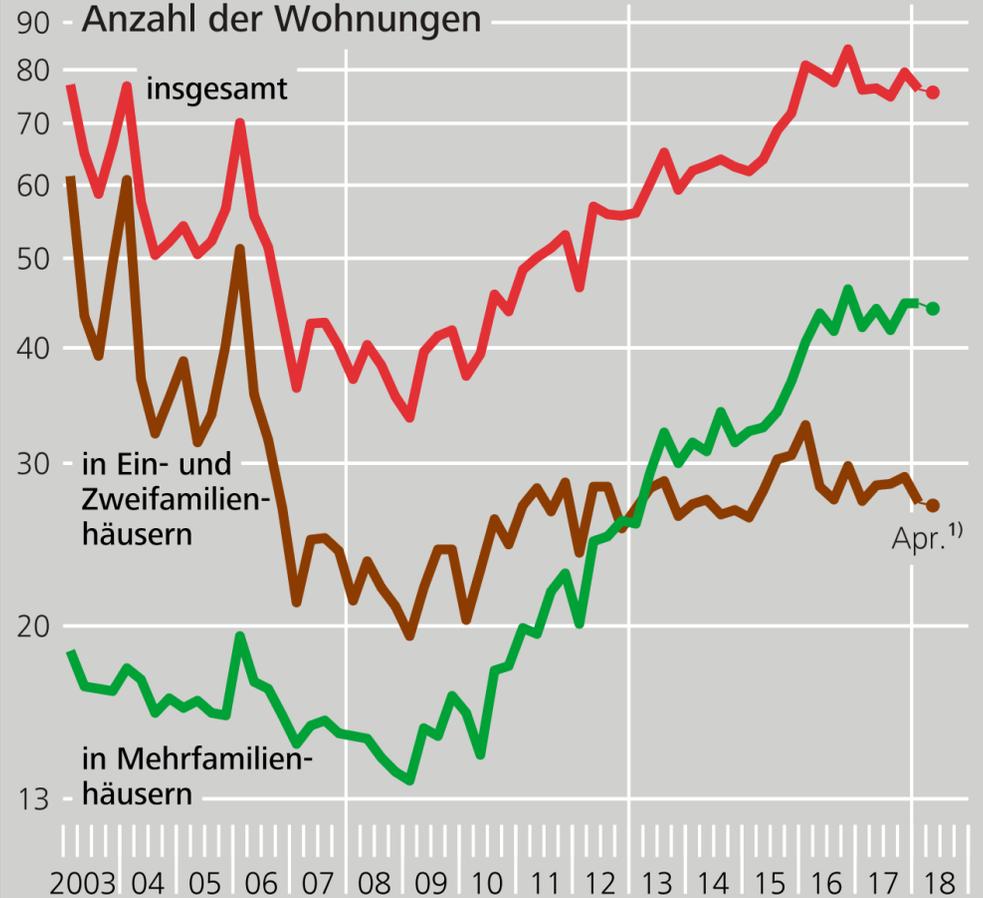
**1** Transaktionsgewichtet. Eigene Berechnungen auf Basis von Preisangaben der bulwiengesa AG. **2** Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart.

Deutsche Bundesbank

15 Apr 2019, 10:44:36, Vo3PR0167.Chart

### Baugenehmigungen

saison- und kalenderbereinigt, in Tausend, log. Maßstab



**1** Auf Quartalsniveau hochgerechnet.

Deutsche Bundesbank

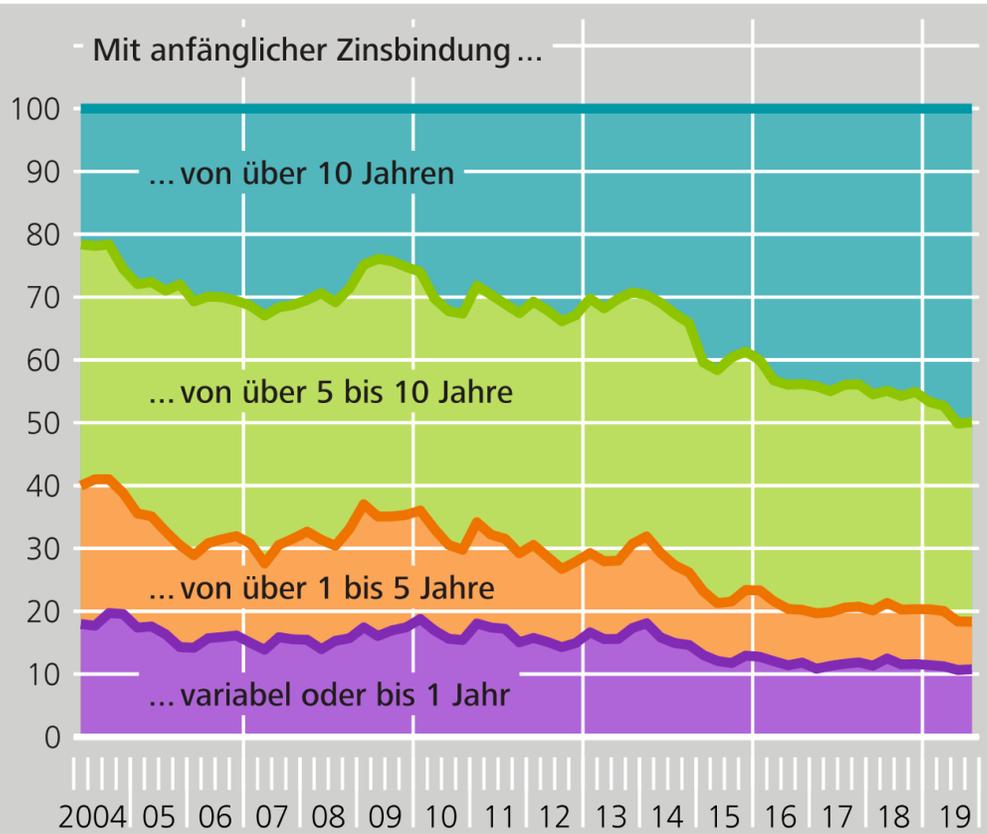
3 Jul 2018, 10:03:33, Vo3PR0091A.Chart

# Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum

## Risiken für die Finanzstabilität – Preisblase an Immobilienmärkten !?

### Zinsbindungsfristen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte in Deutschland<sup>\*)</sup>

in %



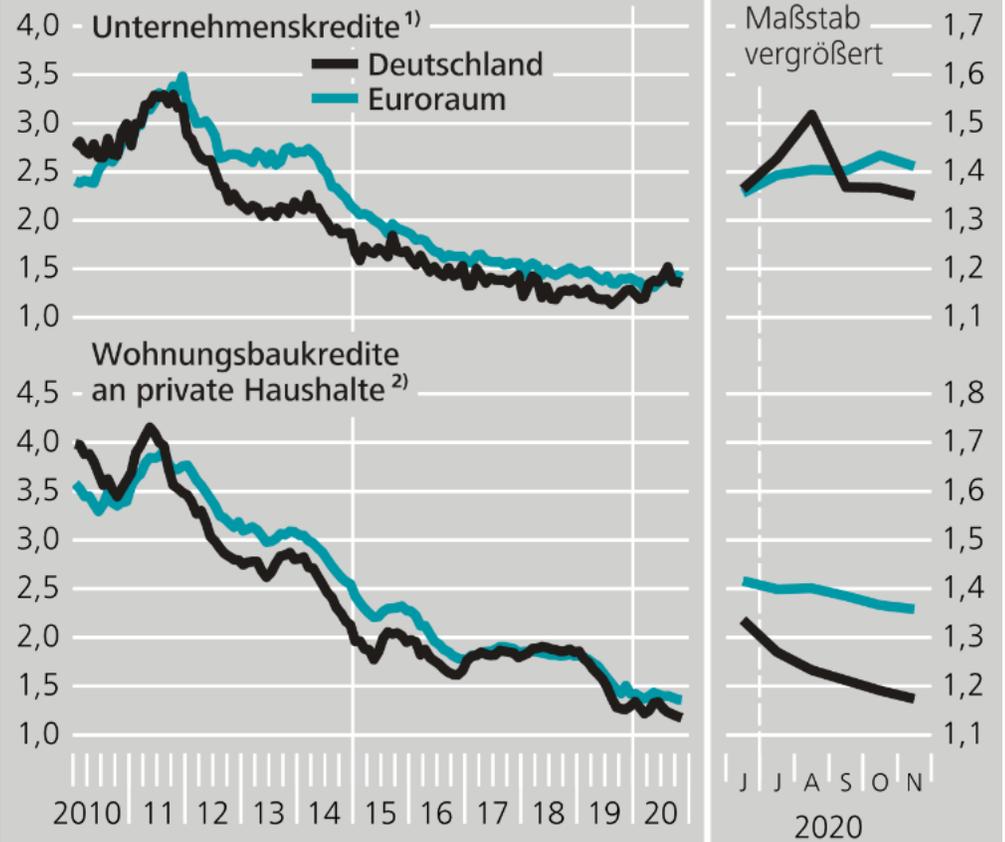
\* Berechnet als Anteil des Volumens der Kredite inländischer Banken mit jeweiliger Zinsbindung am Volumen insgesamt.

Deutsche Bundesbank

30 Jan 2020, 11:59:01, F3PR0022.Chart

### Bankzinsen<sup>\*)</sup>

Monatsendstände in % p.a.



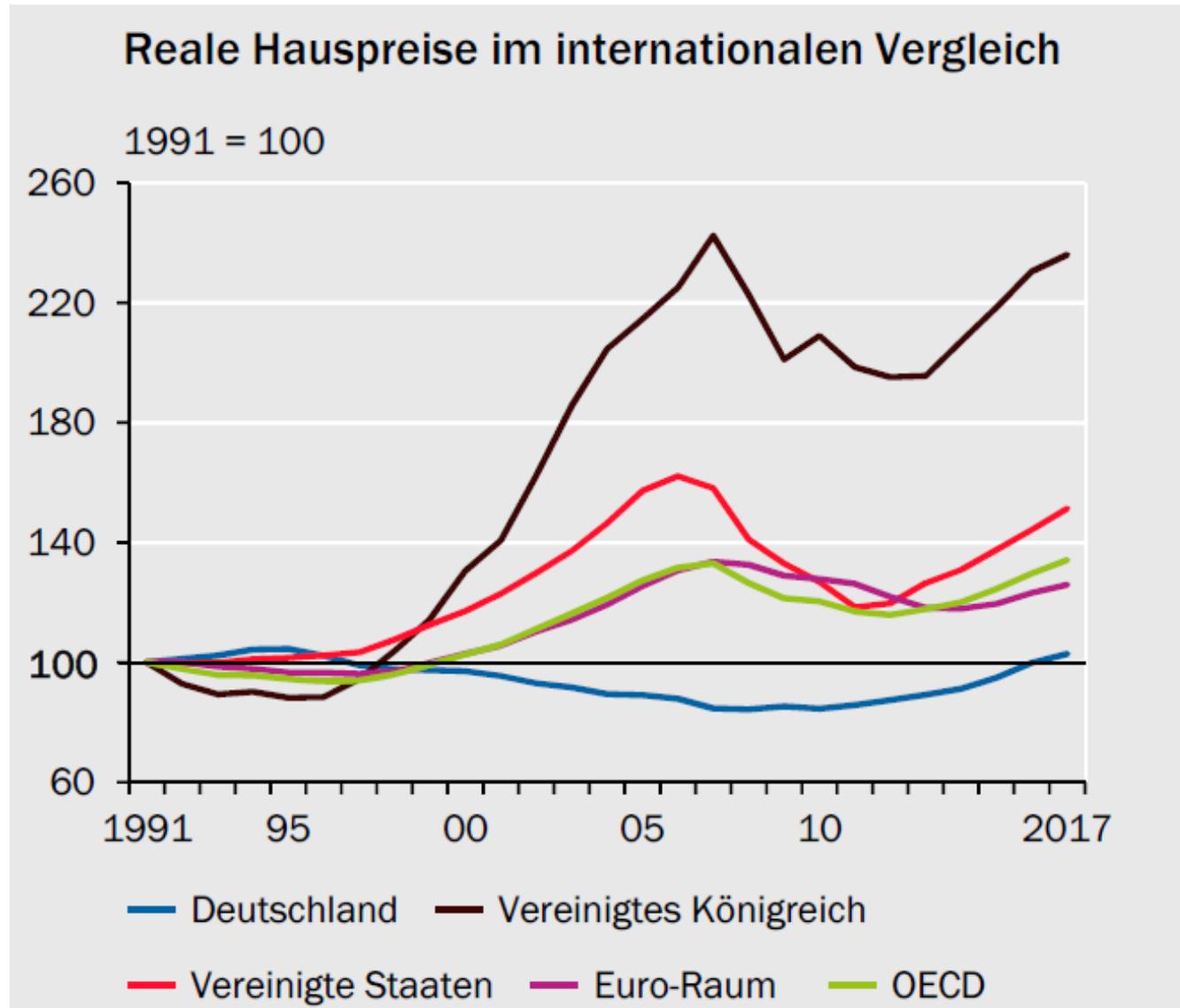
\* Neugeschäft, gemäß harmonisierter MFI-Zinsstatistik. **1** Über Volumina und Laufzeiten hinweg volumengewichtet aggregierter Zinssatz. **2** Über die Laufzeiten hinweg volumengewichtet aggregierter Zinssatz.

Deutsche Bundesbank

20 Jan 2021, 10:25:35, Vo1PR0220A.Chart

# Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum

Risiken für die Finanzstabilität – Preisblase an Immobilienmärkten !?

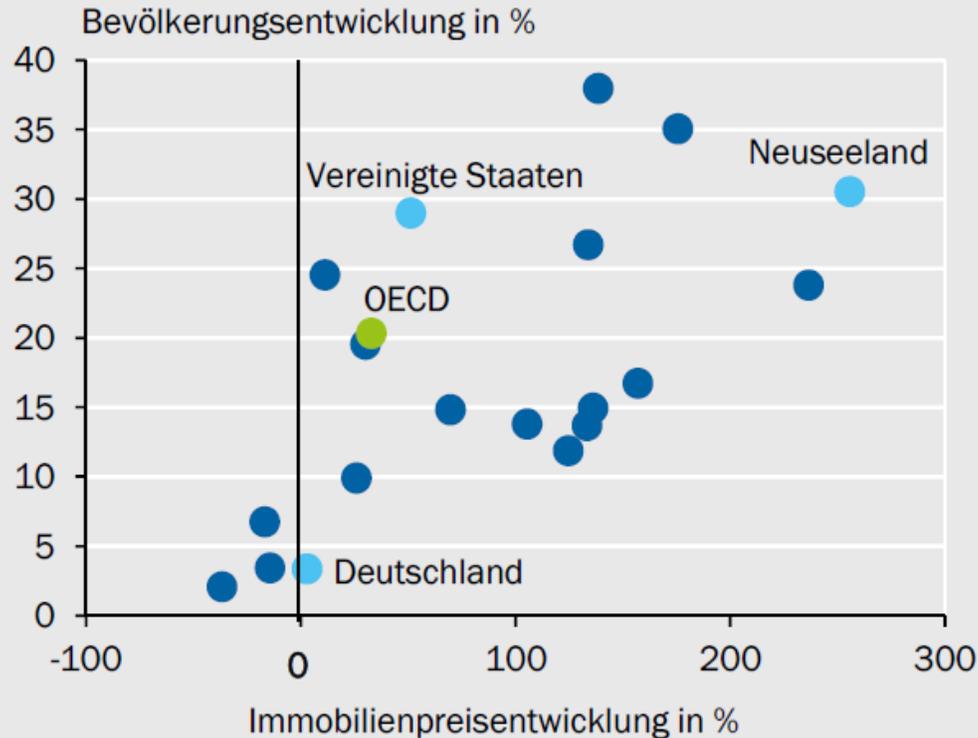


Quelle: Sachverständigenrat 11/2018

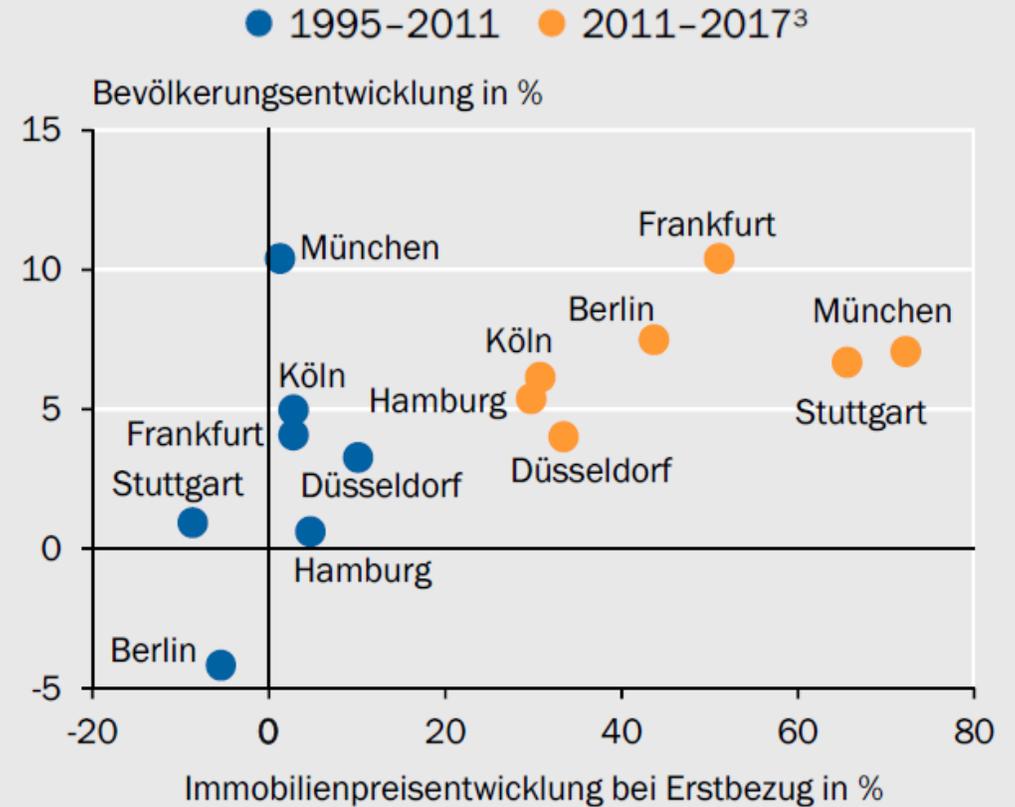
# Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum

## Risiken für die Finanzstabilität – Preisblase an Immobilienmärkten !?

Entwicklung der realen Immobilienpreise und Bevölkerungswachstum in OECD-Staaten 1991 bis 2017



Entwicklung der realen Immobilienpreise und Bevölkerungswachstum in den 7 Großstädten



1 – Ergebnisse der Haushaltsvorausberechnung (Variante Trend). 2 – ST-Sachsen-Anhalt, TH-Thüringen, MV-Mecklenburg-Vorpommern, SN-Sachsen, SL-Saarland, BB-Brandenburg, HB-Bremen, NW-Nordrhein-Westfalen, BE-Berlin, NI-Niedersachsen, RP-Rheinland-Pfalz, HE-Hessen, SH-Schleswig-Holstein, HH-Hamburg, BW-Baden-Württemberg, BY-Bayern. 3 – Bevölkerungsentwicklung für Berlin und Hamburg: 2011-2016.

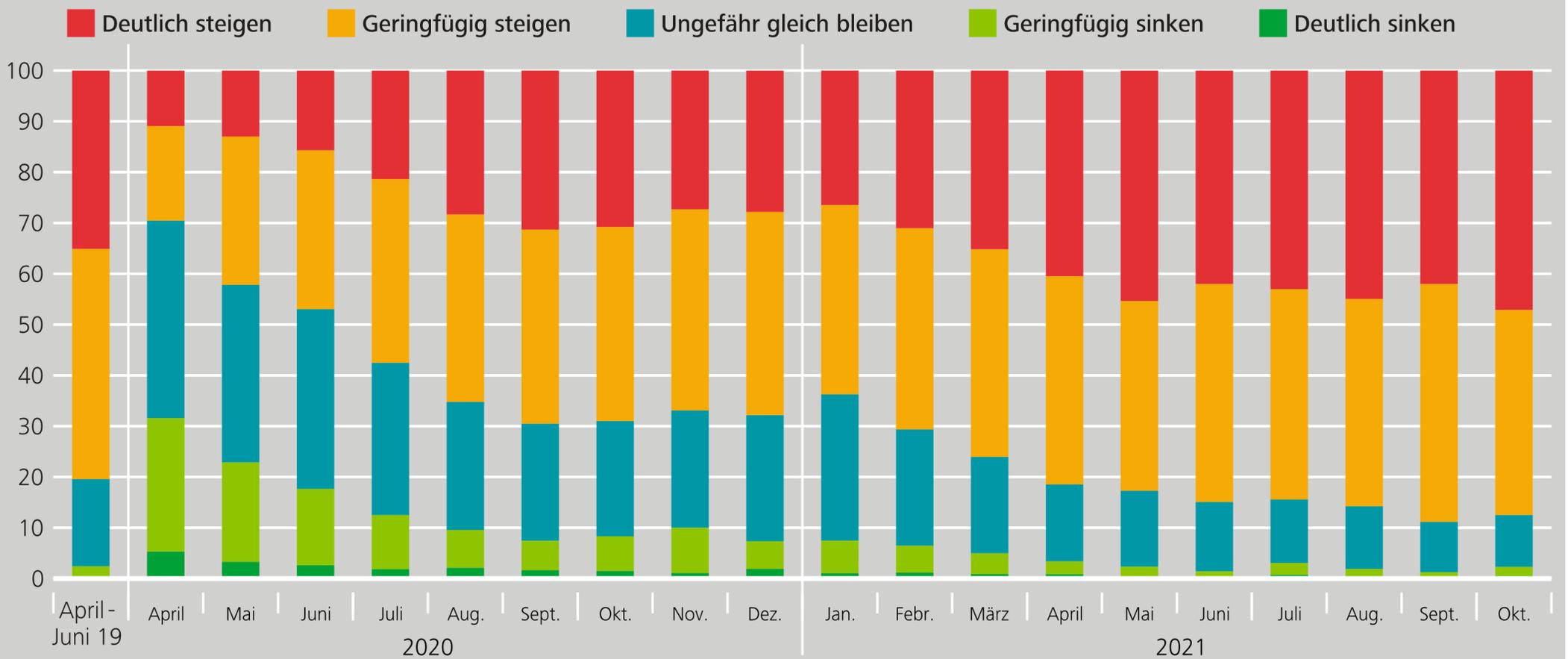
Quelle: Sachverständigenrat 11/2018

# Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum

## Risiken für die Finanzstabilität – Preisblase an Immobilienmärkten !?

### Erwartungen privater Haushalte zu Immobilienpreisen<sup>\*)</sup>

Antwortanteile in %



Quelle: Bundesbank-Online-Panel-Haushalte (BOP-HH). \* Wortlaut der Frage: „Was glauben Sie, wie werden sich die Immobilienpreise in Ihrer Umgebung in den kommenden zwölf Monaten entwickeln?“

Deutsche Bundesbank

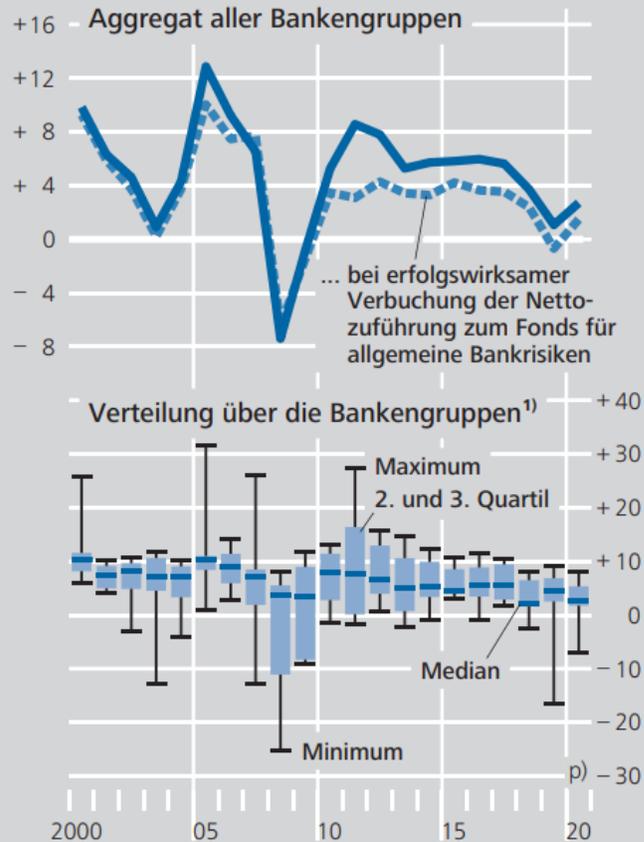
F3PR0236.Chart

# Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum

## Ertragsprobleme für Banken und Versicherungen !?

### Eigenkapitalrentabilität der Kreditinstitute<sup>\*)</sup>

in %

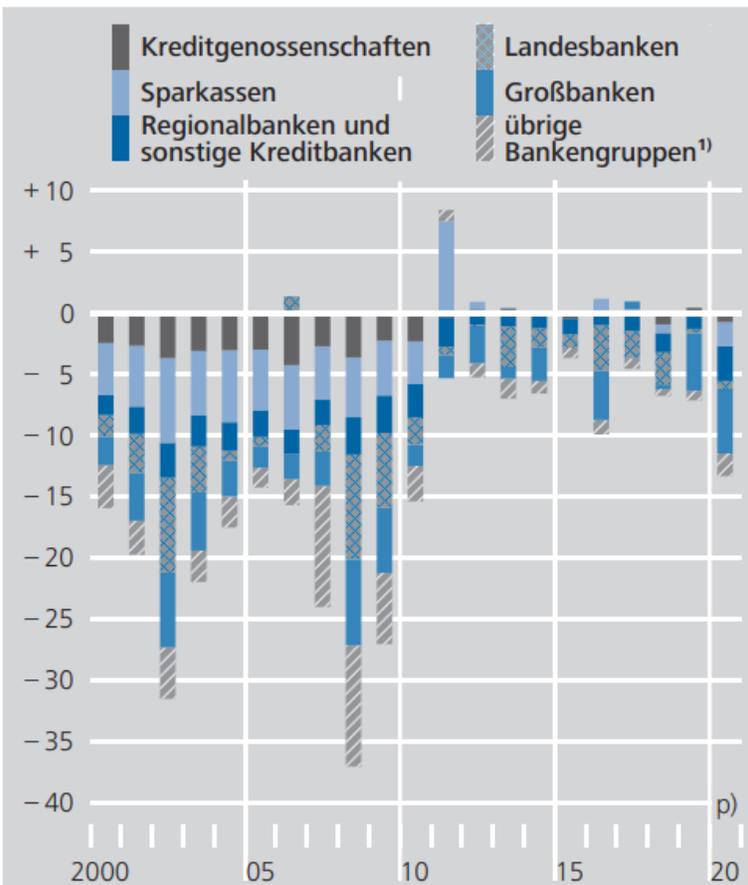


\* Jahresüberschuss vor Steuern in % des durchschnittlichen Eigenkapitals. **1** Interpretationshilfe: Das Minimum (Maximum) stellt jeweils die Bankengruppe mit dem kleinsten (größten) Wert dar.

Deutsche Bundesbank

### Risikovorsorge der Kreditinstitute (Bewertungsergebnis)<sup>\*)</sup>

Mrd €



\* Ohne Sach- und Finanzanlagengeschäft. Änderungen der Zugehörigkeit von Kreditinstituten zu Bankengruppen werden jeweils ab dem Zeitpunkt der Neuordnung berücksichtigt. **1** Zweigstellen ausländischer Banken, Genossenschaftliche Zentralbanken, Realkreditinstitute, Banken mit Sonder-, Förder- und sonstigen zentralen Unterstützungsaufgaben sowie Bausparkassen.

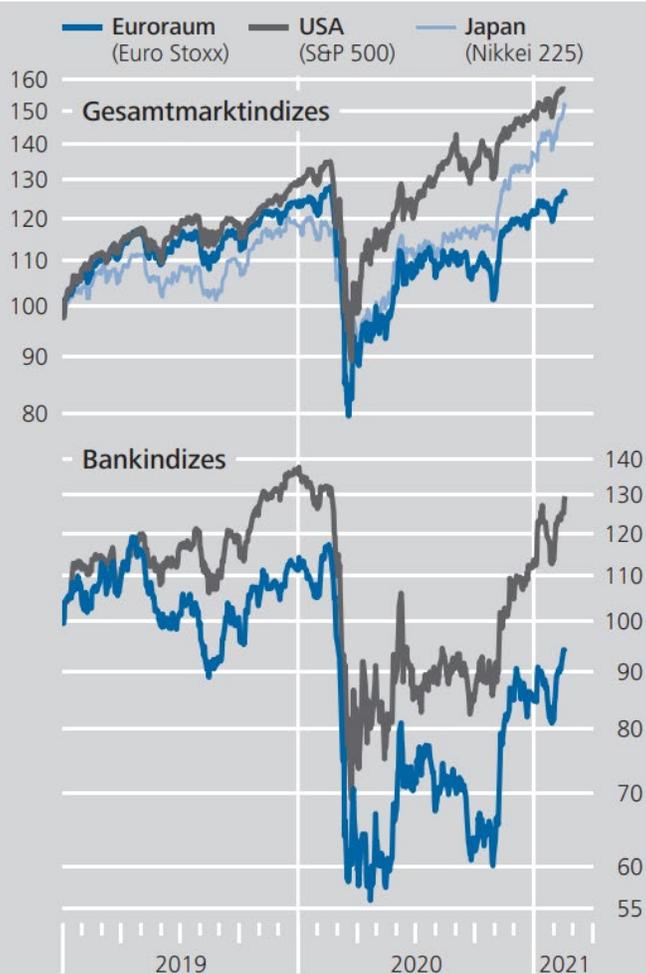
Deutsche Bundesbank

# Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum

## Ertragsprobleme für Banken und Versicherungen !?

### Aktienmarkt

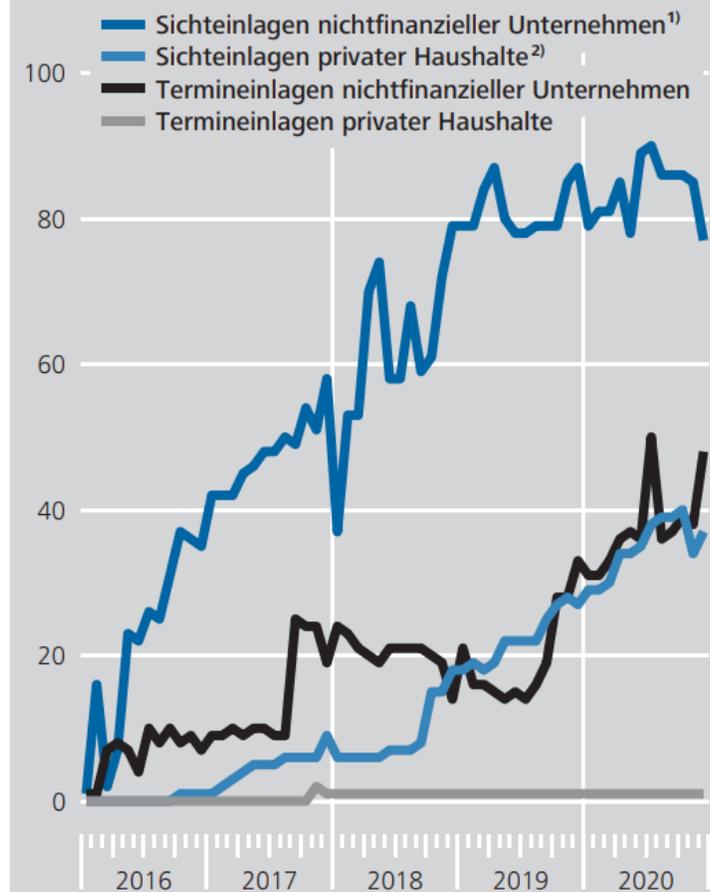
Anfang 2019 = 100, log. Maßstab, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen.  
Deutsche Bundesbank

### Negativ verzinsten Bankeinlagen in Deutschland<sup>1)</sup>

in %, Monatsendstände



\* Anteil des hochgerechneten Einlagenvolumens von Instituten mit negativem Durchschnittszinssatz am gesamten Einlagenvolumen der Banken in Deutschland. **1** Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. **2** Einschl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

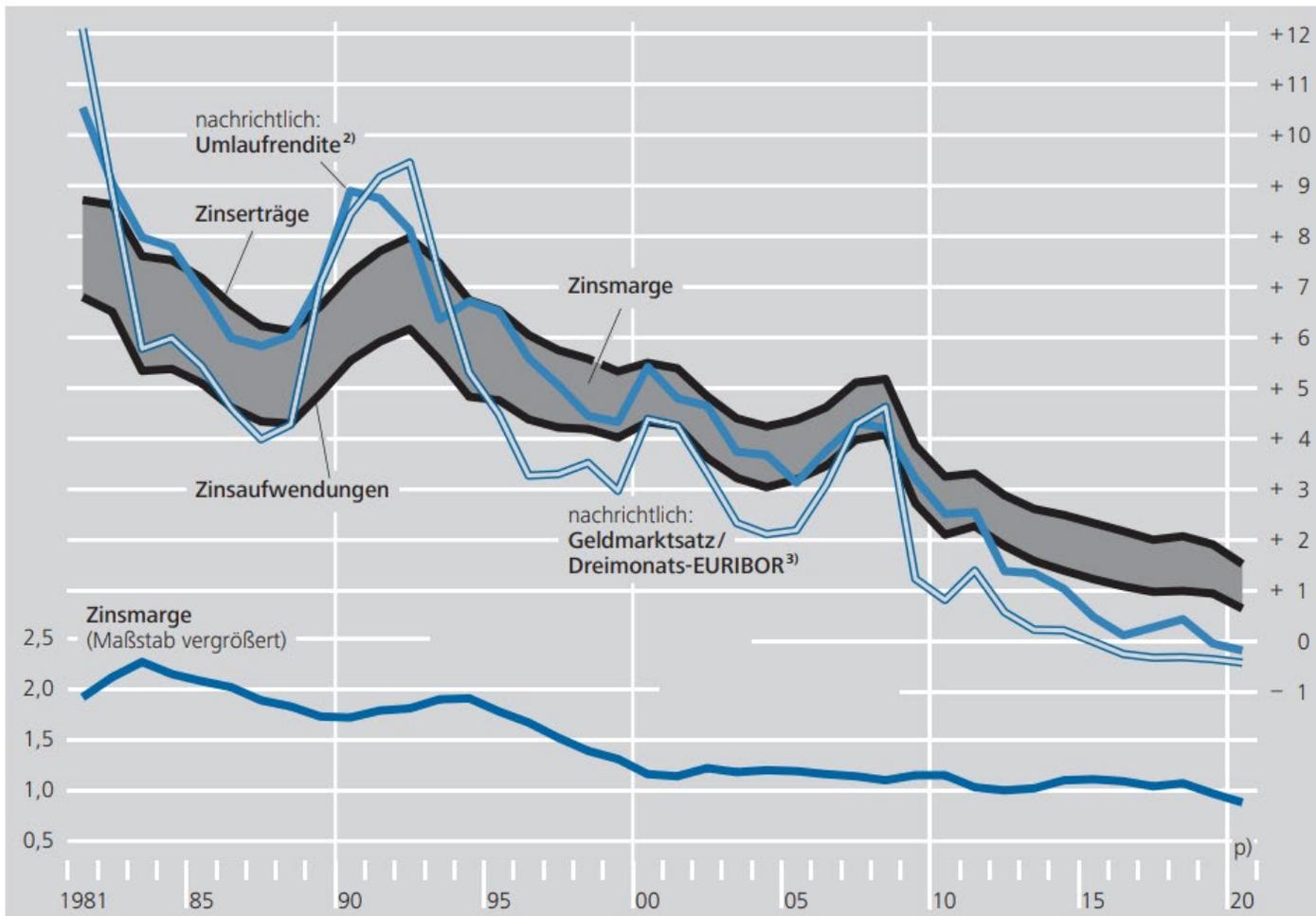
Deutsche Bundesbank

# Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum

## Ertragsprobleme für Banken und Versicherungen !?

### Zinserträge und Zinsaufwendungen der Kreditinstitute

in % der durchschnittlichen Bilanzsumme<sup>1)</sup>



**1** Bis einschl. 1998 in % des durchschnittlichen Geschäftsvolumens. **2** Durchschnittliche Rendite inländischer Inhaberschuldverschreibungen. **3** Bis einschl. 1998 Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld in Frankfurt am Main.

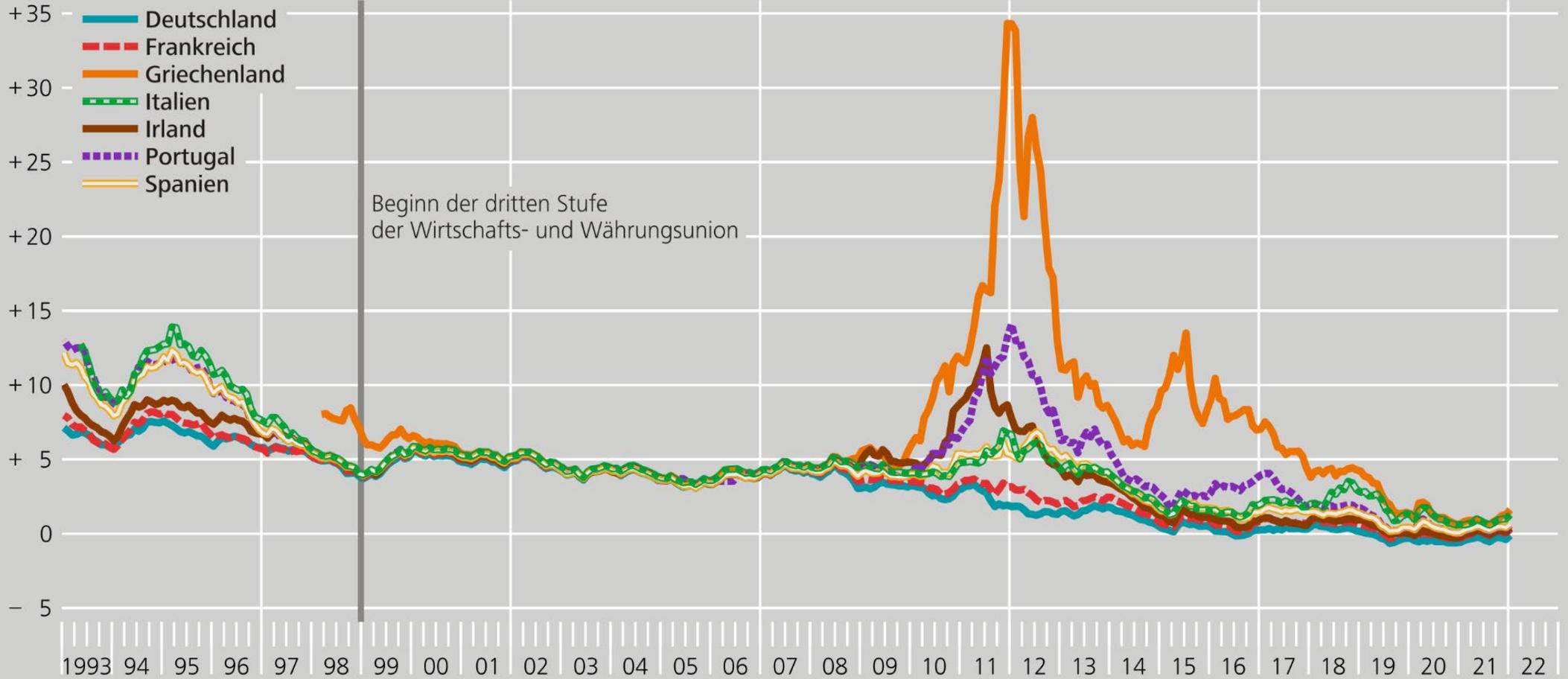
Deutsche Bundesbank

# Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum

## Tragfähigkeitsillusion bei öffentlichen Schulden !?

### Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in ausgewählten Ländern des Euroraums

Monatsdurchschnitte in %



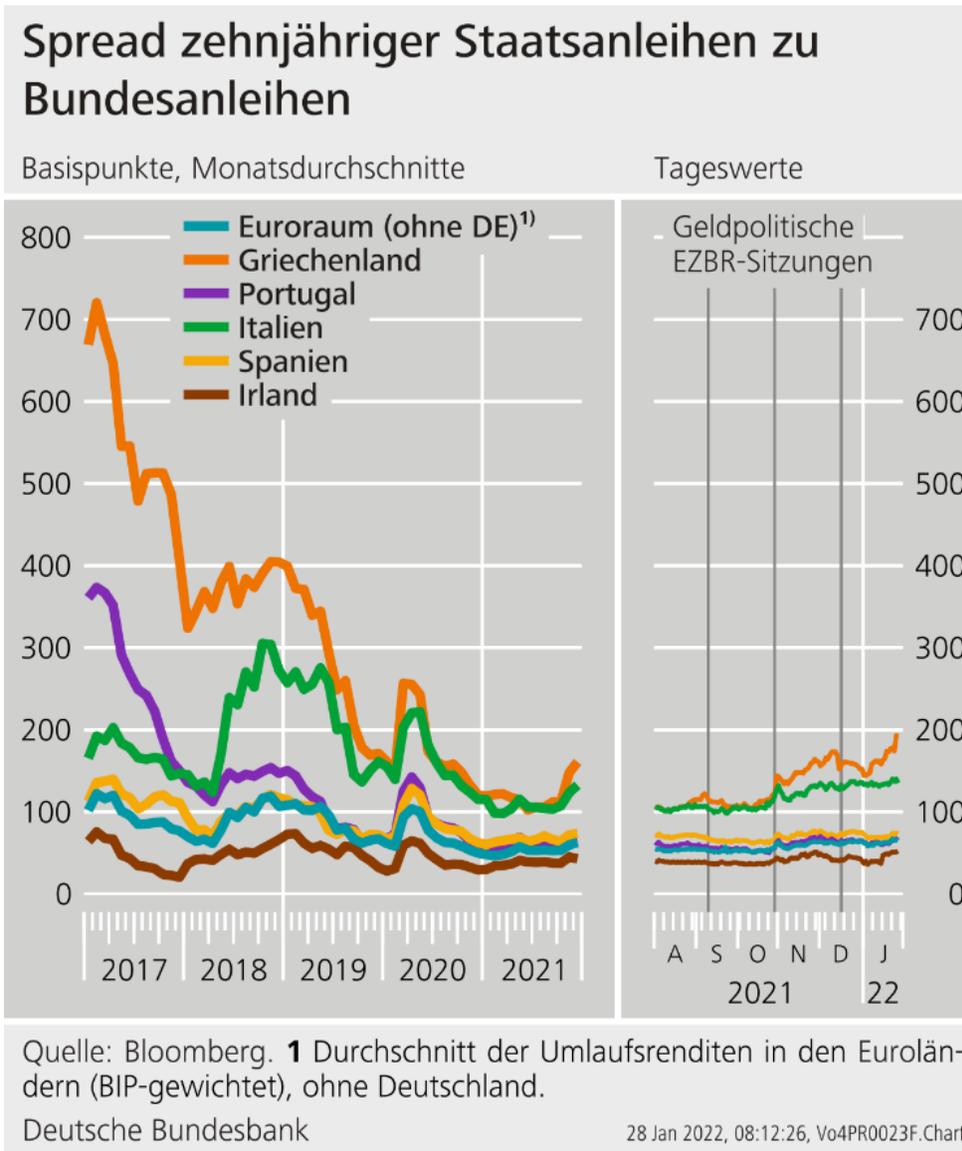
Quellen: Deutsche Bundesbank, Bloomberg und eigene Berechnungen.

Deutsche Bundesbank

7 Feb 2022, K1PR0028.Chart

# Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum

## Tragfähigkeitsillusion bei öffentlichen Schulden !?

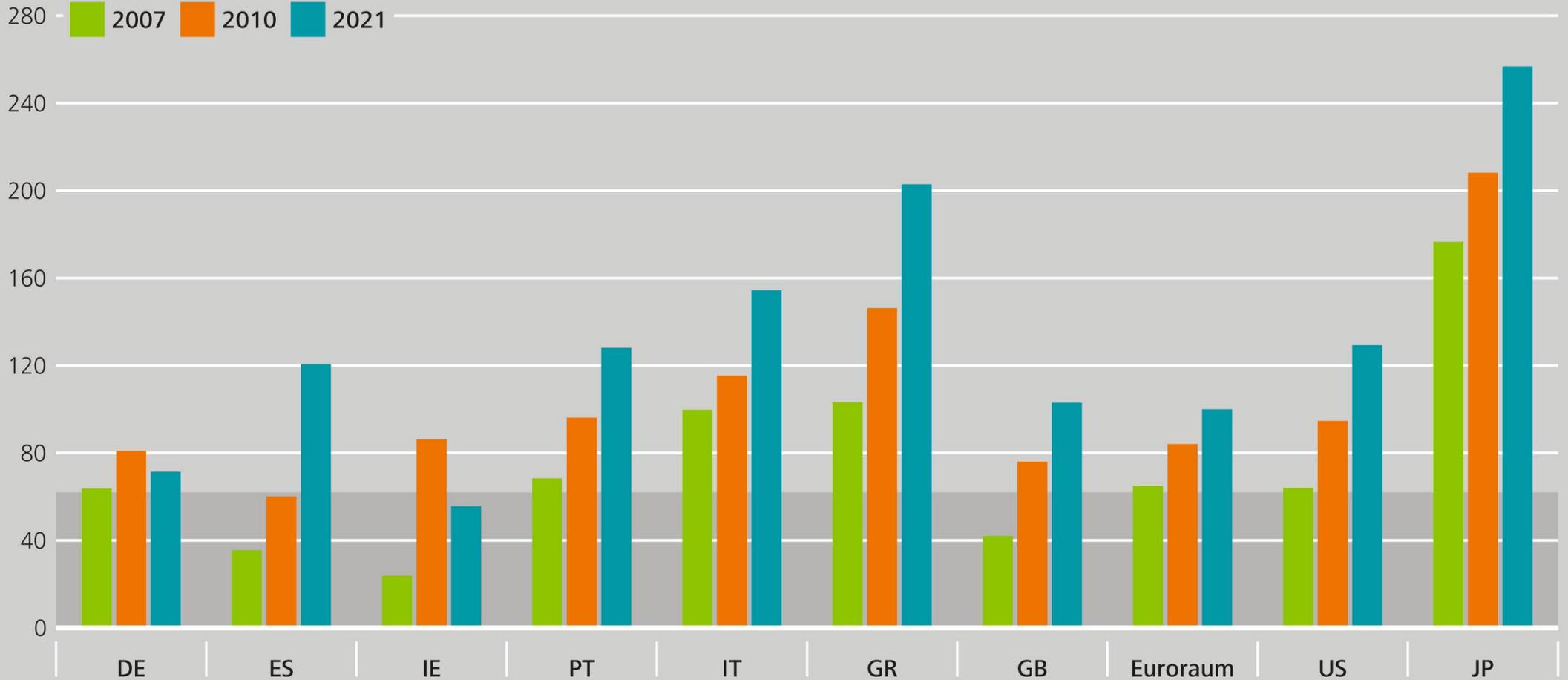


# Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum

## Tragfähigkeitsillusion bei öffentlichen Schulden !?

### Gesamtverschuldung wichtiger Industrieländer

in % des BIP



Quelle: EU-Kommission.

Deutsche Bundesbank

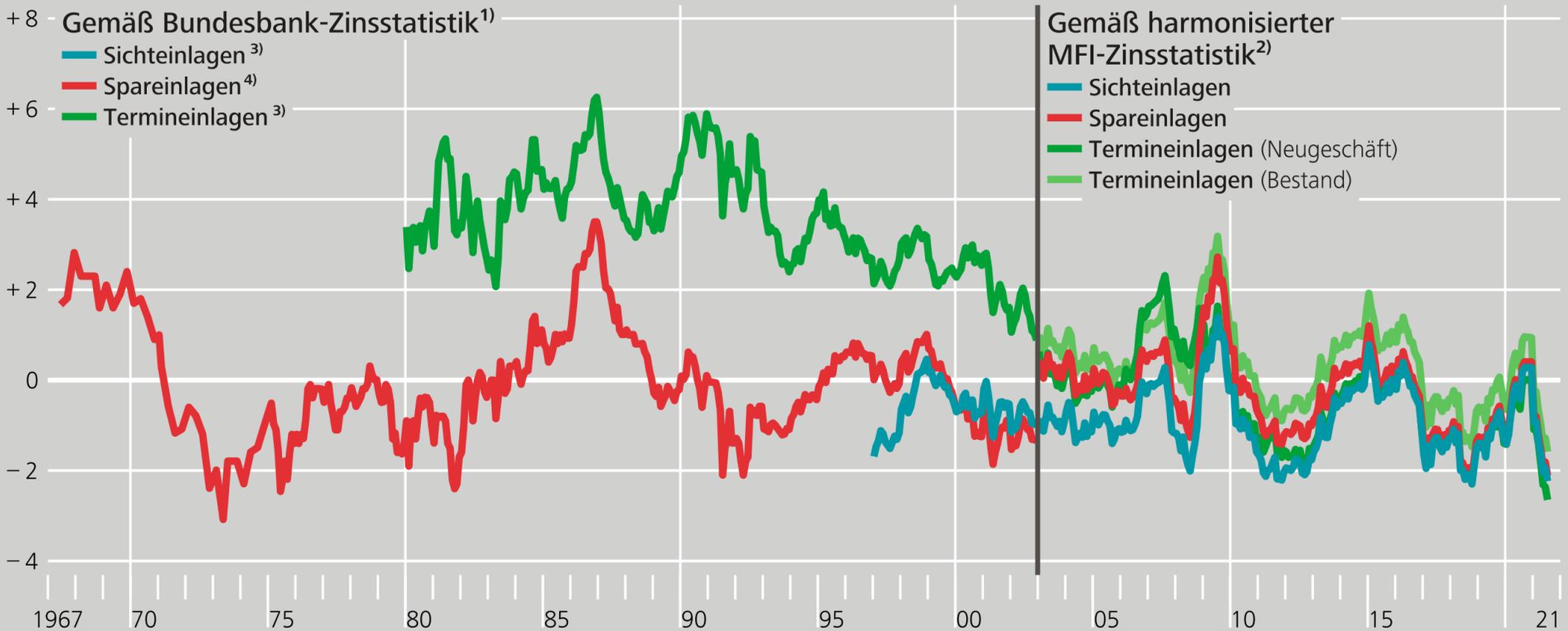
7 Feb 2022, 10:15:02, ÖB2PR0009.Chart

# Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum

## Belastung der Spareinlagen und der privaten Altersvorsorge !?

### Reale Verzinsung von Einlagen in Deutschland \*)

in %, monatlich



\* Inflationbereinigt, bis 1998 mit dem Preisindex für die Lebenshaltung privater Haushalte in Westdeutschland, ab 1999 mit HVPI. **1** Zinsen sind nicht volumengewichtet, Neugeschäft. **2** Zinsen sind mit dem jeweiligen Volumen gewichtet, Bestandsgeschäft. **3** Bundesbankeigene Schätzungen. **4** Kündigungsfrist bis drei Monate.

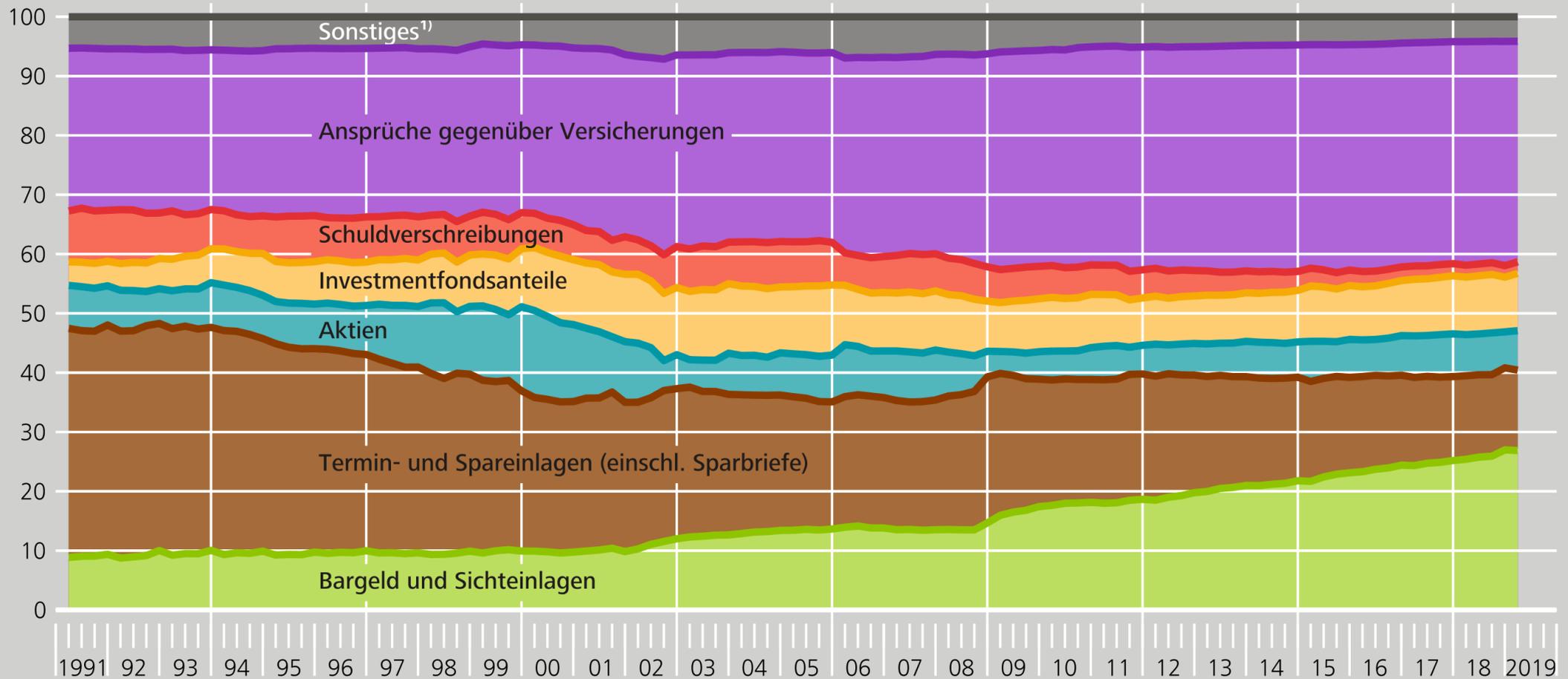
Deutsche Bundesbank

8 Sep 2021, K1PR0029.Chart

# Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum Belastung der Spareinlagen und der privaten Altersvorsorge !?

## Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte in Deutschland

in %, Quartalsendstände



¹ Umfasst hier neben sonstigen Forderungen auch sonstige Anteilsrechte.

Deutsche Bundesbank

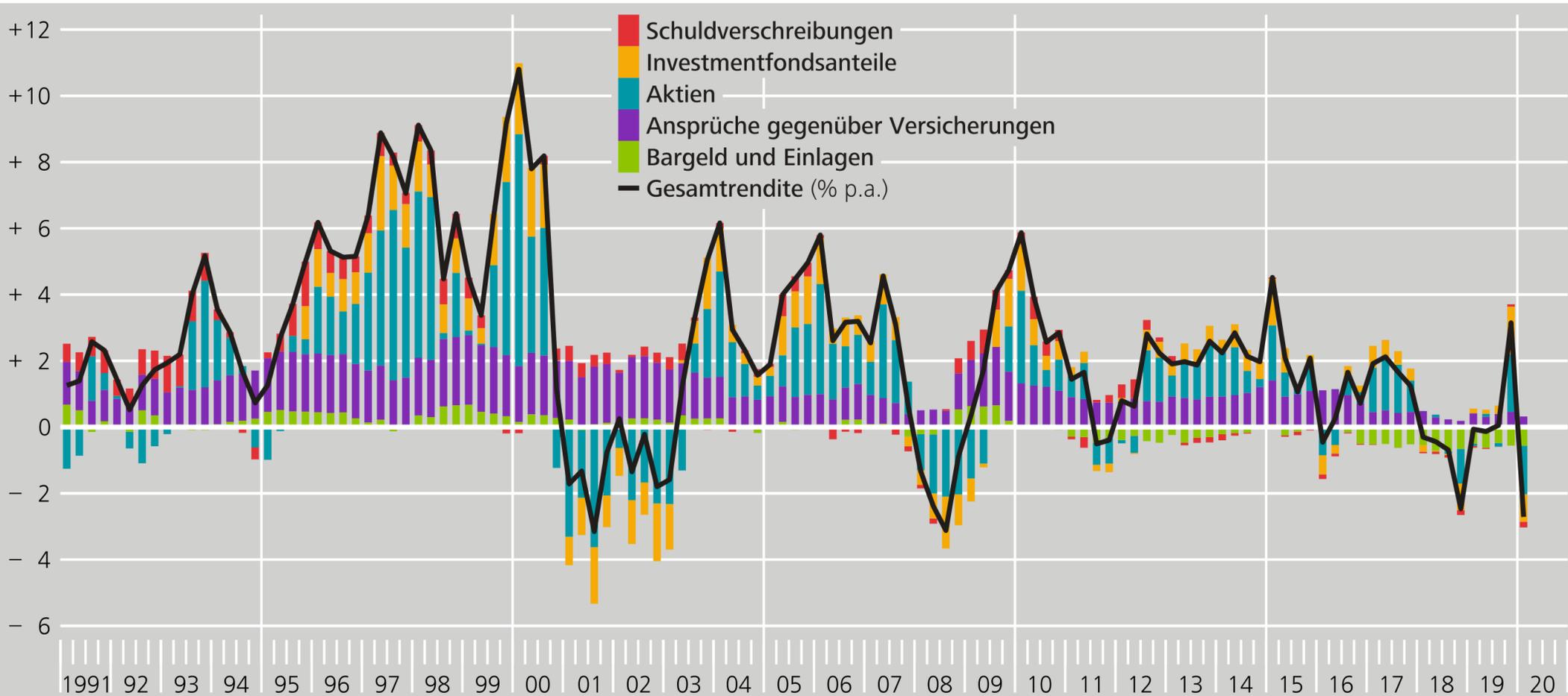
24 Okt 2019, 12:17:27, Vo1PR0170A.Chart

# Zur Kritik an der ultralockeren Geldpolitik im Euroraum

## Belastung der Spareinlagen und der privaten Altersvorsorge !?

### Reale Rendite der privaten Haushalte in Deutschland\*)

%-Punkte



\* Gewichtet gemäß Anteil am Geldvermögen.

Deutsche Bundesbank

12 Jun 2020, Vo1PR0167.Chart

## 4 Zusammenfassung

# Zusammenfassung

## Aktuelle Entwicklungen in der Geldpolitik: Das Wichtigste im Überblick

- Um den Folgen der Finanz- und Staatsschuldenkrise zu begegnen, hat das Eurosystem eine Reihe von **Sondermaßnahmen** aufgelegt. Massive Zinssenkungen, eine Vollzuteilungspolitik und eine zunehmende Fokussierung auf längerfristige Refinanzierungsgeschäften machen die Notenbank zum zentralen Akteur auf dem Interbankenmarkt.
- Mit der **Forward Guidance** gibt das Eurosystem Hinweise zu seinen Erwartungen über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik.
- Um auch in Zeiten niedriger (Leit-)Zinsen Einfluss auf die Preisstabilität nehmen zu können, kauft das Eurosystem seit 2009 verschiedene Wertpapiere, insbesondere Euro-Staatsanleihen, an (**Quantitative Easing**). Manche Wertpapierankaufprogramme (SMP, OMT) sind wegen des ausschließlichen Kaufs von Staatsanleihen von (potentiellen) Krisenstaaten jedoch keine „Quantitative Easing“-Maßnahmen.
- Insgesamt führen die Sondermaßnahmen des Eurosystems dazu, dass ein Großteil der **Zinsstrukturkurve** (d.h. sowohl kurz- als auch längerfristige Zinsen) von der Geldpolitik des Eurosystems (mit-)bestimmt wird. Außerdem hat sich die Notenbankbilanz stark ausgeweitet.

# Zusammenfassung

## Aktuelle Entwicklungen in der Geldpolitik: Das Wichtigste im Überblick

- Im Jahr 2018 und in der ersten Jahreshälfte 2019 intensivierte das Eurosystem seine Bemühungen, die **Geldpolitik zu normalisieren**. Unter anderem wurden im Rahmen der Wertpapierankaufprogramme keine Nettokäufe mehr getätigt.
- Die **Corona-Pandemie** führte zu massiven Einbrüchen der weltweiten Wirtschaftsleistung. Neben der europäischen Fiskalpolitik hat auch die Geldpolitik reagiert. Zusätzliche längerfristige Refinanzierungsgeschäfte sollen die Liquiditätsversorgung im Euroraum sicherstellen. Weiterhin wurden die Nettoankäufe im Rahmen des (regulären) Wertpapierankaufprogramms ausgeweitet und ein separates, temporäres Ankaufprogramm zur Bekämpfung der Pandemiefolgen aufgelegt.
- Mit seiner **Strategieüberprüfung** hat sich das Eurosystem u.a. auf ein symmetrisches Inflationsziel von 2 % in der mittleren Frist festgelegt.
- Sowohl die Niedrigzinsen als auch die Ankaufprogramme haben vielfach **Kritik** bei Marktteilnehmern hervorgerufen. Als problematisch werden vor allem mögliche Risiken für die Finanzstabilität, die Belastung der Spareinlagen sowie die Vermischung von Geld- und Fiskalpolitik gesehen.

# Kontaktdaten

## **Andreas Schuler**

Deutsche Bundesbank  
Hauptverwaltung in Baden-Württemberg  
Stab der Präsidentin

Marshallstraße 3  
70173 Stuttgart

Tel.: 0711 944-1320

Fax: 0711 944-1934

E-Mail: [andreas.schuler@bundesbank.de](mailto:andreas.schuler@bundesbank.de)

[www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de)

→ **Informationen zu Ausbildungsmöglichkeiten** bei der  
Deutschen Bundesbank erhalten Sie unter [www.bundesbank.de/karriere](http://www.bundesbank.de/karriere)