

Die neue geldpolitische Strategie des Eurosystems

30. November 2021 Jens Ulbrich

Themen

- **Geldpolitische Strategie**
 - Die wesentlichen Rahmenbedingungen
 - Die wesentlichen Elemente
- **Gegenwärtige Herausforderungen**
 - Geldpolitik unter den Bedingungen der Corona-Pandemie
 - Hohe Inflation als neue Herausforderung

Die Überprüfung der geldpolitischen Strategie

Ausgangspunkt: Strategie des Eurosystems seit 2003

Bisherige Strategie basierte im Wesentlichen auf drei Elementen:

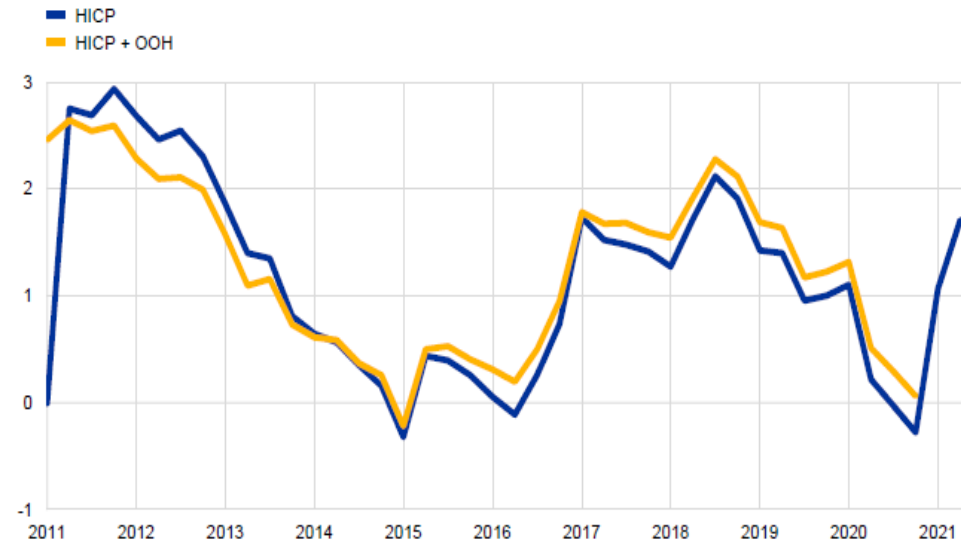
- **Operationalisierung** von Preisstabilität mittels zwei Komponenten
 - Quantitative **Definition von Preisstabilität**: Anstieg des HVPI von weniger als zwei Prozent gegenüber dem Vorjahr
 - **Politikziel**: Inflationsraten für den Euroraum von „unter, aber nahe zwei Prozent“
- **Mittelfristige Ausrichtung** der Operationalisierung von Preisstabilität
- Analyse der Risiken für die Preisstabilität anhand von **zwei Säulen**
 - Ökonomische Analyse
 - Monetäre Analyse

Die neue geldpolitische Strategie des Eurosystems

HVPI und selbstgenutztes Wohneigentum

- **HVPI** unverändert geeignet, um Ziel der Preisstabilität zu quantifizieren und Inflation im Euroraum zu messen
- Perspektivisch Berücksichtigung von Kosten selbstgenutzten Wohneigentums (OOH)
- Ziel: Erhöhung der **Repräsentativität und Vergleichbarkeit des HVPI**
- „Roadmap“, mehrere Zwischenschritte
- Übergangsphase: **HVPI bleibt zentraler Indikator für Geldpolitik**
- Intern berechnete analytische HVPIs inklusive OOH: etwas stärkere Schwankung, **Mittelwert** mehr oder weniger **identisch**

(year-on-year percentage changes)



Quelle: Workstream on Inflation Measurement (2021), Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review, ECB Occasional Paper, No. 265, p. 63,
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op265~a3fb0b611d.en.pdf?2d183d622a95ae84f46982196b8a76ea>

Rahmenbedingungen: unterschiedliche Inflationsphasen

	1999-2012	2013-2019
HVPI (in %)	2,1	1
Kernrate (ohne Energie und Nahrungsmittel, in %)	1,5	1

Rahmenbedingungen: Gesunkene Zinsen (10y Bund)



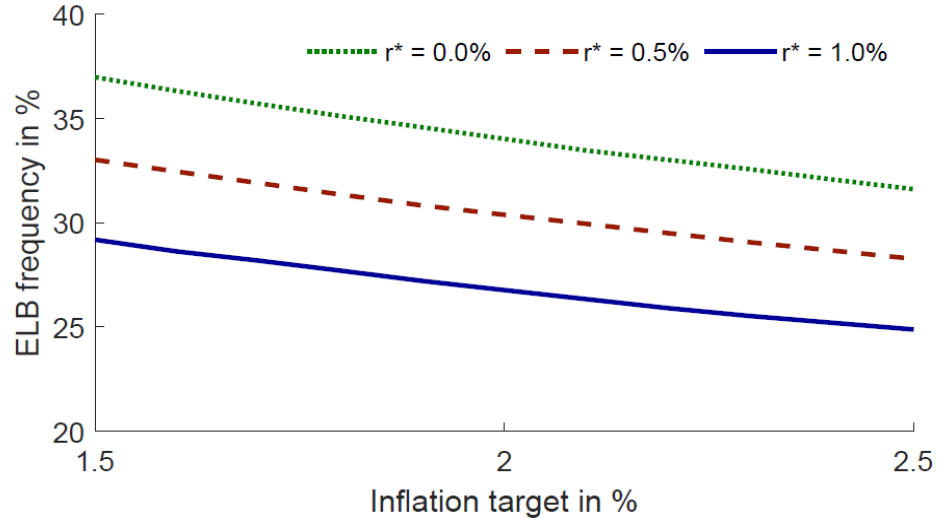
Sources: GFD economic data und Refinitiv.
Note: The latest observation is for August 2021 (monthly data).

Erreichen des Inflationsziels angesichts der Zinsuntergrenze

Ein Problem für die Geldpolitik

Zentrale Herausforderung für Geldpolitik bei niedrigem gleichgewichtigen Realzins:

- Höhere ZUG-Wahrscheinlichkeit bei disinflationären Schocks
- Folge: negative Inflationsverzerrung.
- Gefahr: sinkende Inflationserwartungen
→ erschwert es der Geldpolitik, Zielinflationsrate zu erreichen
- Unkonventionelle Politik kann dies mildern, aber eventuell nicht gänzlich beseitigen



Quelle: Gerke, Giesen, Kienzler, Röttger, Scheer (2021): A comparison of monetary policy rules in an estimated TANK model, Deutsche Bundesbank Technical Paper 05/2021.

Die neue geldpolitische Strategie des Eurosystems

Symmetrisches Zielniveau von 2% (I)

- Auffassung des EZB-Rats: **Preisstabilität** am besten gewährleistet, wenn über die mittlere Frist eine **HVPI-Teuerungsrate von 2%** angestrebt wird
- Abwägung zwischen **Vor-** und **Nachteilen** einer höheren Zielinflation
 - Höhere Zielinflation schafft insb. zinspolitischen Spielraum bei disinflationären Schocks
 - Deutlichere Erhöhung wäre mit zunehmenden gesamtwirtschaftlichen Kosten einhergegangen
- Punktziel von 2% beseitigt Unklarheit über die genaue Höhe („unter, aber nahe“) des Inflationsziels
- Einfach und klar zu kommunizieren
- Neues Inflationsziel ist **symmetrisch**: Abweichungen der Inflationsrate nach unten **ebenso unerwünscht** wie Abweichungen nach oben

Die neue geldpolitische Strategie des Eurosystems

Symmetrisches Zielniveau von 2% (II)

Warum Symmetrie?

- **Bisherige** Operationalisierung **asymmetrisch**: Politikziel („unter, aber nahe 2%“) am oberen Rand der Definition von Preisstabilität („unter 2%“)
 - Möglicherweise **Signal** einer **geringeren geldpolitischen Entschlossenheit** bei disinflationären Schocks
 - In Verbindung mit ZUG: Gefahr absinkender Inflationserwartungen und **anhaltend niedriger Inflationsraten**
 - **Symmetrische Ausrichtung**: gleichermaßen entschlossene geldpolitische Reaktion bei positiven und negativen Abweichungen der Inflationsrate vom Inflationsziel.
 - **Feste Verankerung der langfristige Inflationserwartungen** bei 2% ist wesentliche **Voraussetzung**, um **Inflationsziel zu erreichen**
- *Reicht das, um die Herausforderung der effektiven Zinsuntergrenze spürbar zu mildern?*

Die neue geldpolitische Strategie des Eurosystems

Asymmetrische Reaktionsfunktion

EZB-Rat hat eine Form einer **asymmetrischen** Reaktionsfunktion (bei symmetrischem Inflationsziel) kommuniziert

- **Kraftvoller** Einsatz geldpolitischer Instrumente bei starken negativen Inflationsschocks
- Nahe der effektiven Zinsuntergrenze: Instrumenteneinsatz für einen **länger** andauernden Zeitraum
- Kann möglicherweise zu einer vorübergehend leicht über dem Zielwert liegenden Inflationsrate führen
 - Grund: Fehlende Feinsteuerungsmöglichkeiten seitens der Geldpolitik
 - **Aber:** Bedeutet nicht, Überschießen billigend in Kauf zu nehmen oder gar aktiv anzustreben

Vorteile einer asymmetrischen Reaktionsfunktion ggü. vergangenheitsabhängiger Strategien

- Effektivität hängt nicht primär vom Erwartungskanal und den damit verbundenen Unsicherheiten ab
- Mehr Flexibilität für Geldpolitik, als wenn sie sich an ein Versprechen eines Überschießens bindet

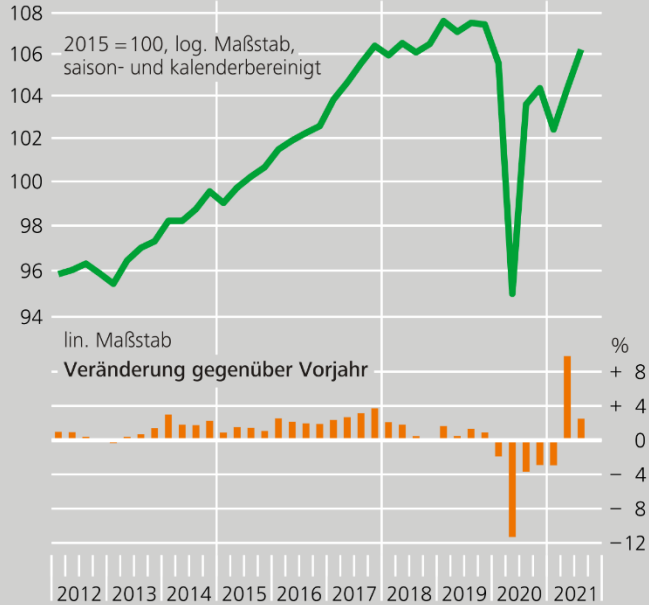
Die neue geldpolitische Strategie des Eurosystems

Mittelfristige Orientierung

- Neue Strategie **bestätigt mittelfristige Ausrichtung** der Geldpolitik.
- **Kurzfristige Schwankungen** der Inflationsrate liegen **außerhalb des Einflussbereichs der Geldpolitik**
- Gewährt **geldpolitische Flexibilität**, um angemessen auf Abweichungen vom Inflationsziel zu reagieren
 - Beispiel **Angebotsschocks**: Inflation und realwirtschaftliche Aktivität bewegen sich in **entgegengesetzte** Richtungen
 - Kurzfristige, starke Stabilisierung der Inflation: starke Schwankungen der Wirtschaftsaktivität
 - Daher ggf. **zweckmäßig**, durch Angebotsschocks „**hindurchzuschauen**“
- Flexibilität der mittleren Frist erlaubt es, alle relevanten Aspekte für die Preisstabilität zu berücksichtigen

Geldpolitik unter den Bedingungen der Pandemie

Reales BIP

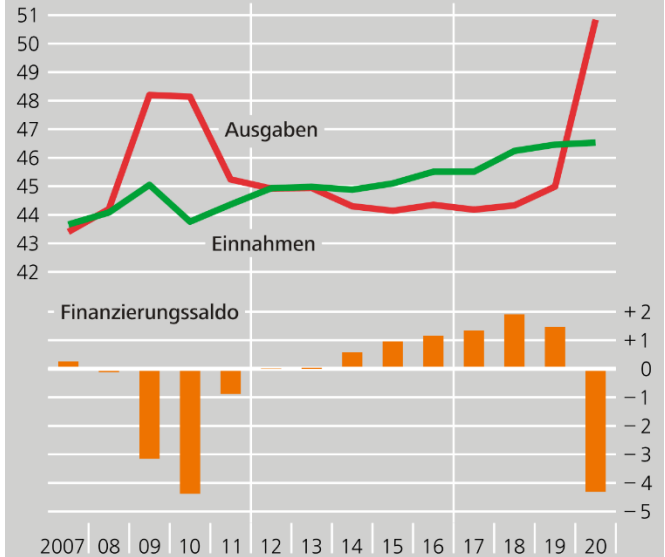


Deutsche Bundesbank

2 Nov 2021, 11:06:10, Vo3PR0019.Chart

Ausgaben, Einnahmen und Finanzierungssaldo des Staates

in % des BIP

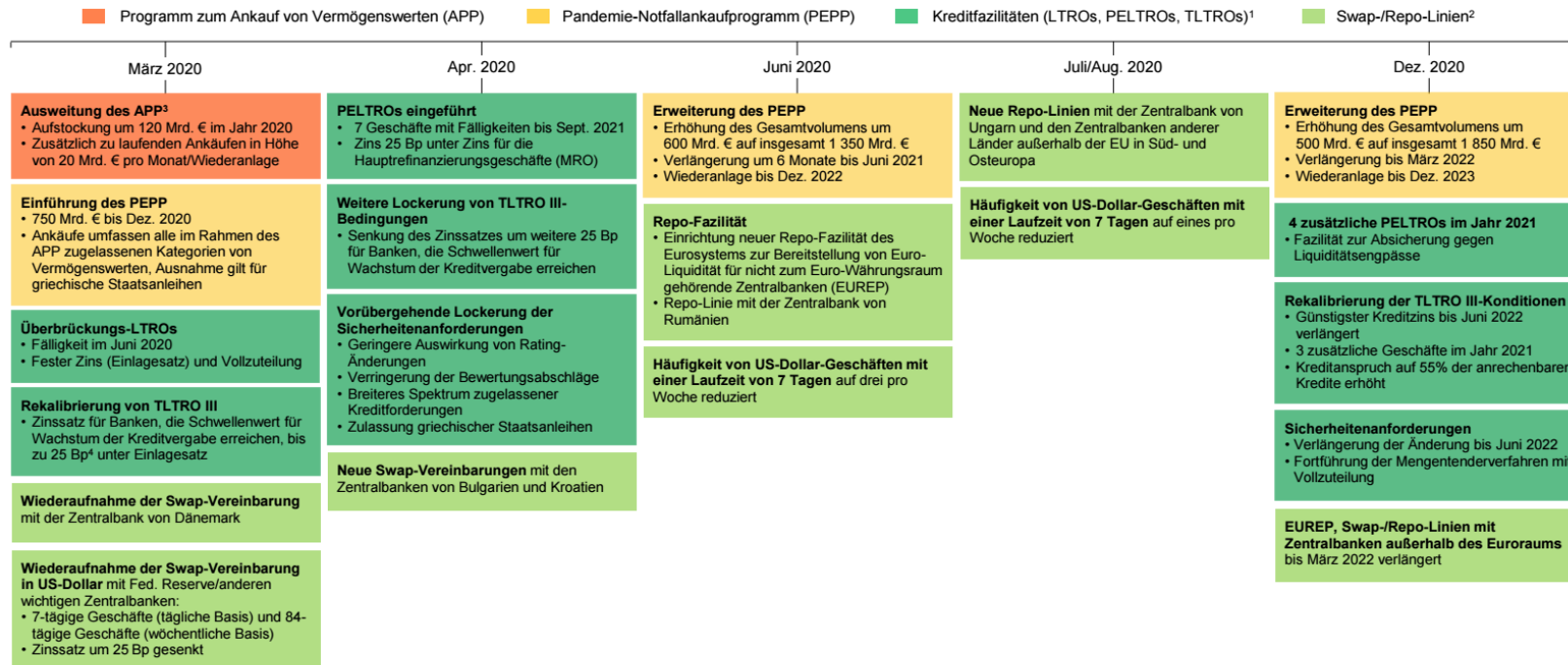


VGR-Abgrenzung.

Deutsche Bundesbank

5 Okt 2021, 14:58:47, Vo2PR0003E.Chart

Geldpolitische Maßnahmen in der Corona-Pandemie



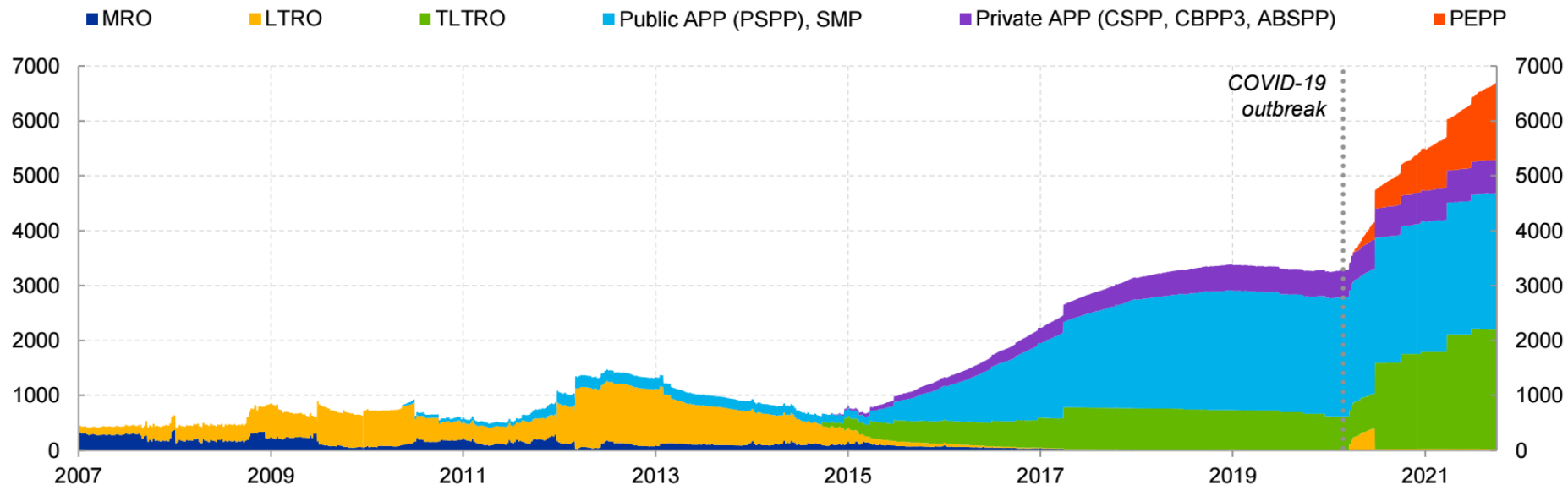
Quelle: EZB.

Anmerkung:

- LTRO steht für längerfristige Refinanzierungsgeschäfte und PELTRO für längerfristige Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte. LTRO bezeichnet gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte.
- Im Rahmen von Repo-Linien stellt die EZB Zentralbanken außerhalb des Euroraums Liquidität in Euro zur Verfügung. Im Gegenzug müssen diese Zentralbanken angemessene und auf Euro lautende Sicherheiten hinterlegen.
- Die EZB hat ihre Forward Guidance bezüglich der Entwicklung der Leitzinsen und des APP in diesem Zeitraum bekräftigt. Der EZB-Rat geht davon aus, dass die EZB-Leitzinsen so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden, bis der EZB-Rat feststellt, dass sich die Inflationsaussichten in seinem Projektionszeitraum deutlich einem Niveau annähern, das hinreichend nahe, aber unter 2 % liegt, und dass sich diese Annäherung in der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durchgängig widerspiegelt.

Geldpolitische Maßnahmen in der Corona-Pandemie

Evolution of the Eurosystem's monetary policy assets (EUR billion)



Source: ECB, ECB calculations.

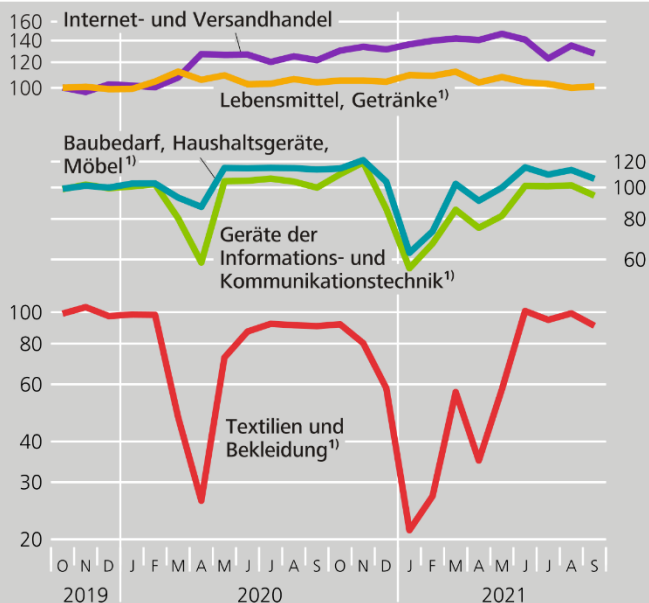
Note: The chart shows the consolidated monetary policy assets held by the Eurosystem. It excludes non-monetary policy assets such as gold and gold receivables, claims on non-euro area residents and non-monetary policy securities held under the "Agreement on Net financial Assets" (ANFA).

Latest observation: 29 September 2021.

Ein ungewöhnlicher Erholungsprozess – Dynamik bei Dienstleistungen

Umsätze des Einzelhandels

4. Vj 2019 = 100, in konstanten Preisen, log. Maßstab

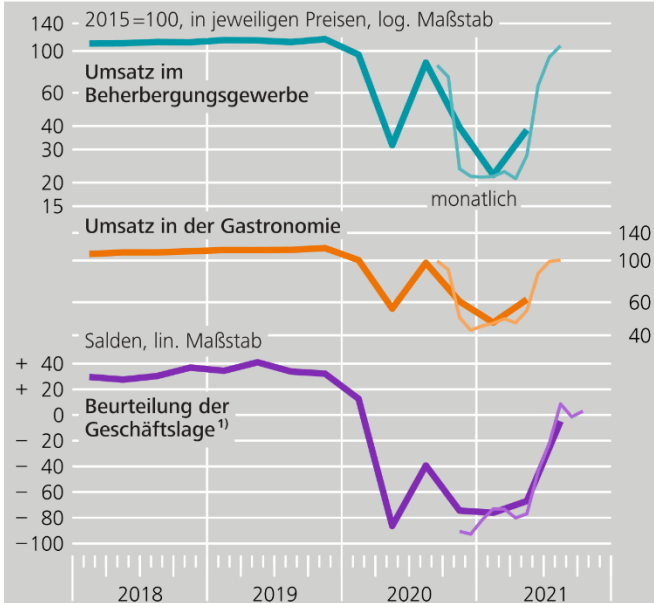


1 In Verkaufsräumen.
Deutsche Bundesbank

2 Nov 2021, 11:26:06, Vo3PR0600B.Chart

Gastgewerbe

Saisonbereinigt

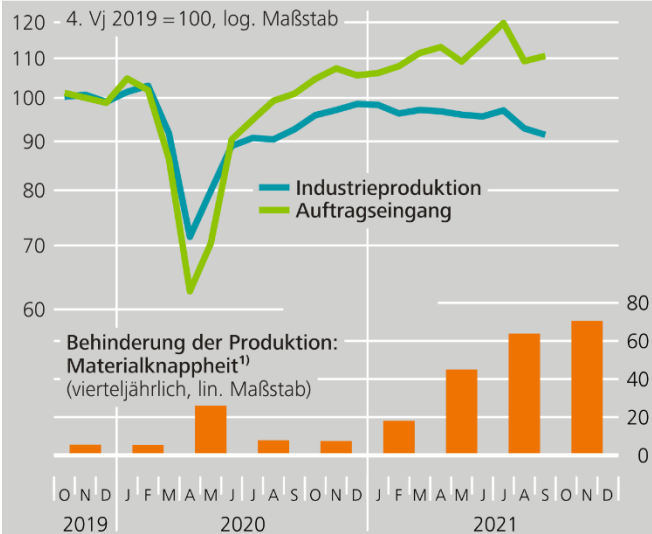


1 Quelle: ifo Institut.
Deutsche Bundesbank

2 Nov 2021, 11:25:22, Vo3PR0585A.Chart

.... schwächelnde Industrie: hohe Auftragspolster, gravierender Materialmangel

Industrie



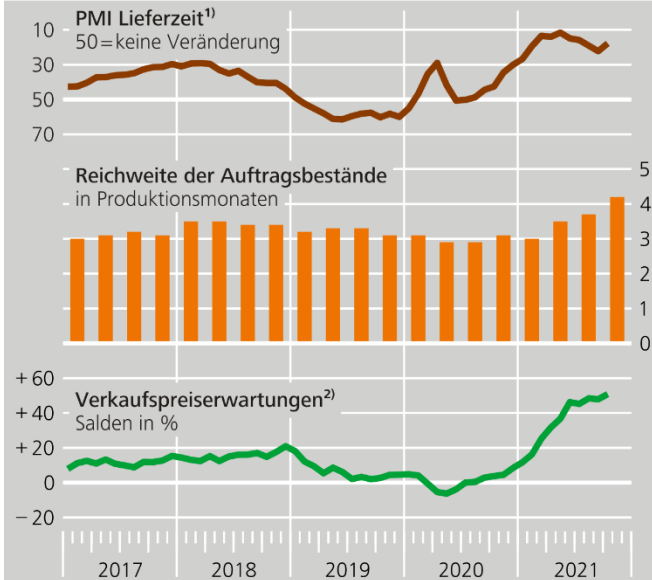
Quellen: ifo, Destatis und eigene Berechnungen. **1** Anteil der Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe, die angeben, dass ihre Produktion bzw. Tätigkeit durch Materialknappheit behindert wird. Wird im Januar, April, Juli und Oktober erhoben.

Deutsche Bundesbank

5 Nov 2021, 10:08:49, Vo3PR0599D.Chart

Verarbeitendes Gewerbe

Saisonbereinigt

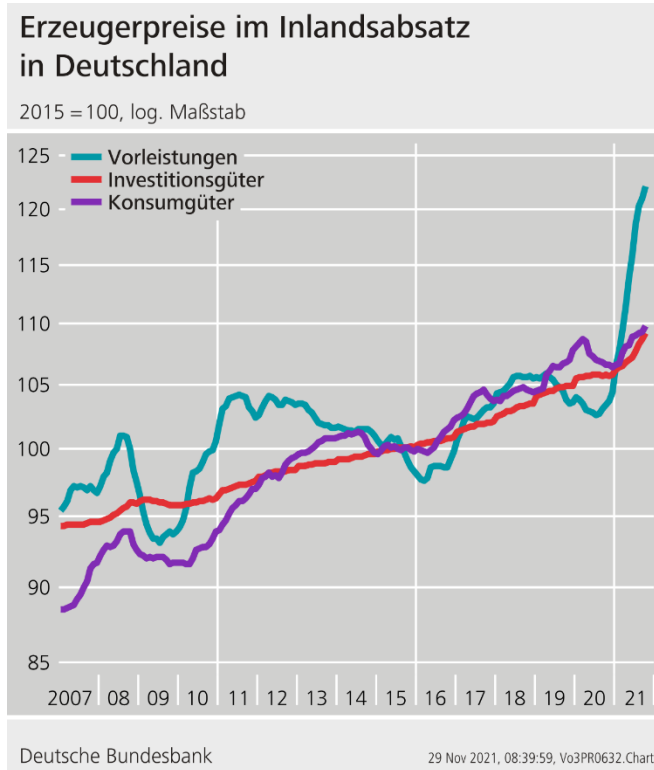


Quellen: IHS Markit und ifo. **1** Invertierte Skala; Zahlen kleiner als 50 deuten auf längere Lieferzeiten hin. **2** Für die nächsten drei Monate.

Deutsche Bundesbank

2 Nov 2021, 16:32:39, Vo3PR0679.Chart

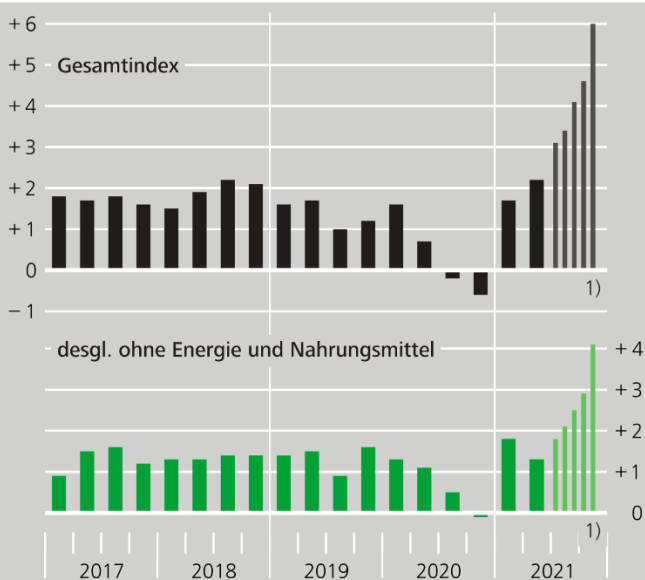
.... führen zu hohem Preisdruck vor allem bei Vorleistungsgütern



... und starken Anstieg der Verbraucherpreise über alle Komponenten

HVPI in Deutschland

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



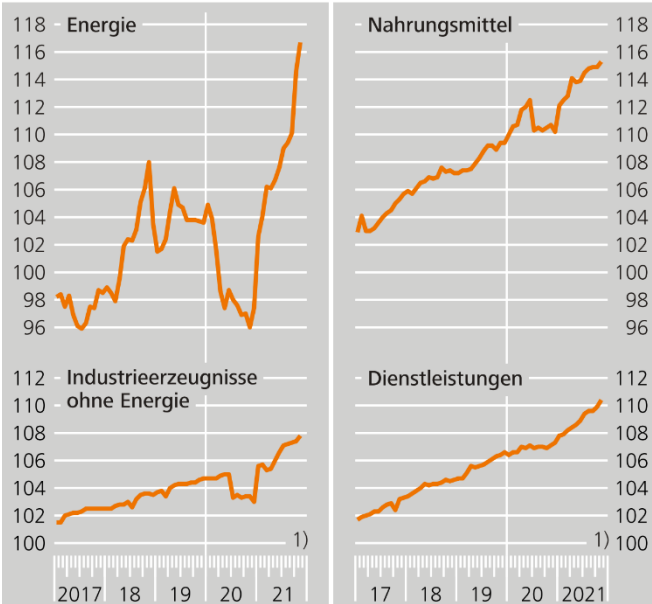
1 November-Werte: Vorausschätzung von Destatis oder eigene Berechnung auf Basis von Ländermeldungen.

Deutsche Bundesbank

30 Nov 2021, 08:11:03, Vo3PR0086.Chart

HVPI-Komponenten

2015 = 100, saisonbereinigt



1 November-Werte: Eigene Berechnung auf Basis von Ländermeldungen.

Deutsche Bundesbank

30 Nov 2021, 10:21:58, Vo3PR00675.Chart

Gegenwärtige Herausforderungen für die Geldpolitik

Die anziehende Inflation beendet eine mehrere Jahre andauernde Phase sehr niedriger Inflationsraten und des Unterschreitens des geldpolitischen Inflationsziels.

Wird der Inflationsprozess nach der Pandemie wieder vor dem Problem sehr niedriger Inflationsraten stehen oder wird sich die Inflation fester bei 2% einpendeln?

Antwort hängt natürlich auch von Geldpolitik selbst ab.

Hohe Unsicherheit über zukünftige Entwicklung (auch schon vor Omicron).

Was ist die angemessene geldpolitische Reaktion? Welche Fehler will man möglichst vermeiden, zu frühzeitig straffen oder zu spät straffen?

Eine zu frühzeitige Straffung könnte zur Folge haben, wieder mit dem Problem der Zinsuntergrenze konfrontiert zu sein.

Gegenwärtige Herausforderungen für die Geldpolitik

Langfristige Bindung der Geldpolitik als Problem?

Forward Guidance:

Eine angepasste Forward Guidance sollte drei wesentliche Bedingungen aufweisen, die vor einer Anhebung der Leitzinsen erfüllt sein müssten:

1. Die Inflation soll den Zielwert deutlich vor Ende des Projektionszeitraums erreichen, um zu gewährleisten, dass die Entscheidung für eine erste Leitzinsanhebung auf einem festen Fundament basiere und nicht der Volatilität von Prognosefehlern über längere Zeithorizonte unterliege.
2. Zweitens sollte der EZB-Rat sicher sein, dass das Inflationsziel dauerhaft erreicht würde.
3. Und drittens sollte der EZB-Rat erst dann eine Leitzinsanhebung in Betracht ziehen, wenn er zu der Einschätzung gelangt sei, dass sich auch die zugrunde liegende Inflation in zufriedenstellender Weise auf das Zwei-Prozent-Ziel zubewegt habe

Gegenwärtige Herausforderungen für die Geldpolitik

Langfristige Bindung der Geldpolitik als Problem?

Zweitens sollte der EZB-Rat sicher sein, dass das Inflationsziel dauerhaft erreicht würde.

Konkret beinhaltet dies, dass weit entfernte Projektionen der Inflation nicht unter 2% liegen sollten. Weit entfernte Projektionen sind stark modellbasierte Projektionen.

Risiko: Wenn solche Projektionen vor allem den Zeitraum der Niedriginflation berücksichtigen, dann tendieren sie am Ende des Projektionszeitraums zu einer Rückkehr zur durchschnittlichen (niedrigen) Inflation.

Basiert man die Politik auf derartigen Projektionen besteht die Gefahr, dass man kurzfristiges Überschießen der Inflation evtl. zu lange für transitorisch hält. In einem solchen Fall muss später stärker bzw. rascher gestrafft werden.

Ist das ein Problem? Abrupte Zinserhöhungen können unter anderem eine Gefahr für die Finanzstabilität bedeuten.