Helaba

Im Fokus: Zinsen

28. Februar 2023

EZB: Eine Frage der Zielfunktion

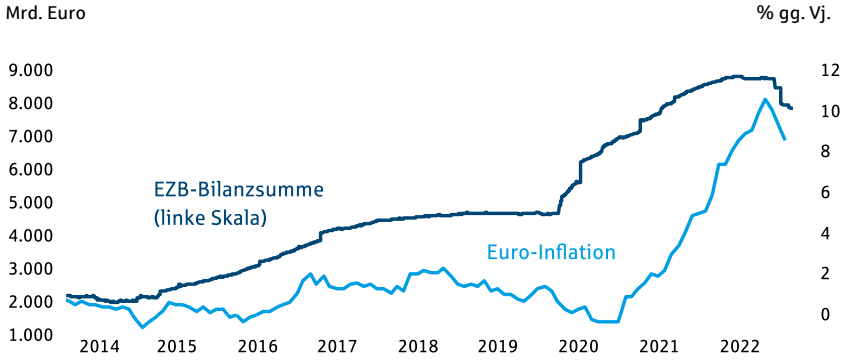
Die EZB konzentriert sich wieder auf die Inflationsbekämpfung. Die deutlichen Zinserhöhungen waren auch deshalb notwendig, weil die Geldpolitik jahrelang auf andere Ziele ausgerichtet war. Um fokussiert zu bleiben, muss sich die EZB vor allem politischer Einflussnahme entziehen.

Ulf Krauss
EZB und Anleihemärkte
Tel. 069/91 32-47 28

Mit dem Anstieg der **Euro-Inflationsrate auf über 10 %** im vergangenen Jahr hat die EZB ihre Zielmarke von etwa 2 % massiv verfehlt. Neben angebotsseitigen Gründen wie der **Energiekrise** haben auch länger zurückliegende Fehlentwicklungen zu dieser Preisexplosion beigetragen. Die Geldpolitik hatte sich über Jahre hinweg zunehmend an **anderen Zielen** als der Preisniveaustabilität orientiert.

Die zuvor sehr niedrige Inflation gab der EZB den Spielraum, die **Finanzierungsbedingungen schuldnerfreundlich** zu gestalten. Dies kam den Unternehmen ebenso entgegen wie den Euro-Finanzministern. Aktien- und Immobilienmärkte haussierten gleichzeitig. Die **Risikoprämien** wurden in diesem Umfeld spürbar gedrückt. Nach den Erfahrungen der Finanz- und Euro-Schuldenkrise war dies für die EZB vermutlich eine entscheidende Motivation für die extrem lockere Geldpolitik. Die Wirtschaft florierte, die Arbeitslosigkeit ging deutlich zurück. Als die Pandemie diese Erfolge bedrohte, wurde die **EZB-Bilanzsumme** durch längerfristige **Refinanzierungsgeschäfte** für Banken sowie **Anleihekäufe** noch einmal deutlich ausgeweitet. Die Leitzinsen waren schon lange im negativen Bereich.

Bilanzsumme in acht Jahren vervierfacht



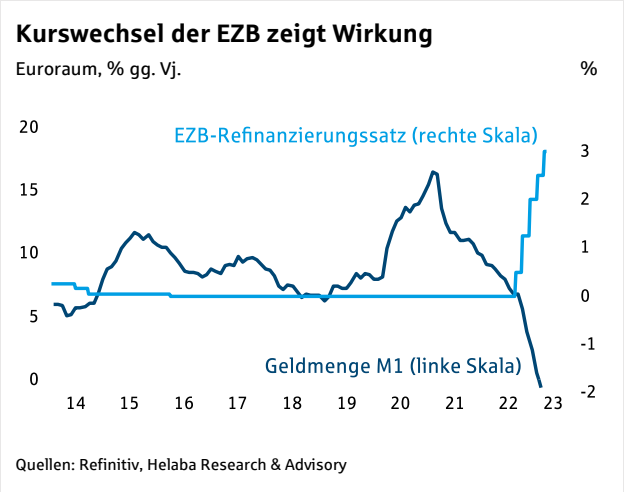
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Übergeordnetes Ziel all dieser Bemühungen war der **Erhalt der Währungsunion**. Problematisch war, dass viele Maßnahmen mehr oder weniger im **Zielkonflikt** mit der Wahrung der Preisstabilität standen. Wohl nicht zuletzt deshalb warfen im Laufe der Zeit mehrere **deutsche Mitglieder** des EZB-Rats frustriert das Handtuch. Nicht wenige Ökonomen innerhalb und außerhalb der EZB dürften den Deutschen insgeheim eine pathologische Angst vor Inflation unterstellt haben.

Bei Anlegern und Notenbankern hatte sich über viele Jahre der Glaube verfestigt, die Inflation sei quasi für immer verschwunden. 1996 erschien das Buch „**The Death of Inflation**“ des britischen Ökonomen Roger Bootle. Für ein Vierteljahrhundert richtungsweisend, lässt sich angesichts des dramatischen Inflationsanstiegs im Jahr 2022 auch hier eine **Zeitenwende** konstatieren. Die unbequeme Konsequenz: Der Spielraum für eine wachstumsfreundliche Geldpolitik dürfte auf lange Zeit stark eingeschränkt sein.

EZB kämpft um ihren Ruf

Der massive Inflationsanstieg hat das **Vertrauen** in die Währungshüter erschüttert. Zu lange hat sich die EZB entspannt zurückgelehnt. Selbst als die Inflation die **2 %-Marke** erreichte und in den USA die Teuerung bereits auf 5 % kletterte, wurde auf angeblich unkritische Einmal- und Basiseffekte verwiesen und die wirtschaftlichen Unterschiede zwischen den USA und dem Euroraum betont. Zwar wurde Mitte 2021 das Risiko eines die Staatengemeinschaft erfassenden Krieges und eines damit verbundenen Energiepreisschocks als gering eingeschätzt. Die **Inflationserwartungen** der Investoren und Konsumenten bewegten sich jedoch bereits rasch nach oben. Das Einfrieren des Pandemiekaufprogramms erfolgte relativ spät im März 2022 und die erste Leitzinsanhebung rund vier Monate später.



Zwar hätte die EZB den Zug aufgrund der vor allem **angebotsseitigen Inflationseffekte** nicht stoppen können. Aber der Eindruck, sie habe das unheilvolle Gespann zunächst quasi durchgewunken, dürfte ihrem **Ansehen** erheblich geschadet haben. Als der Kaufkraftverlust durch zweistellige Inflationsraten im Euroraum für Unternehmen und Verbraucher teilweise existenzbedrohende Ausmaße annahm, musste die EZB eine **radikale Kehrtwende** vollziehen und die Leitzinsen auf zuletzt 3,0 % anheben.

Damit haben sich die **Finanzierungsbedingungen** innerhalb kürzester Zeit deutlich verschlechtert. Das **Geldmengenwachstum** ist eingebrochen. Zinssensitive Branchen wie der **Immobilien- und Bausektor** werden durch die restriktive Geldpolitik spürbar belastet. Um die Nachfrage zu dämpfen und die Preisüberwälzungsspielräume einzuschränken, wird eine deutliche **Verlangsamung des Wirtschaftswachstums** in Kauf genommen. Dies stellt natürlich einen Zielkonflikt dar. Angesichts der Gefahr, dass sich die Inflationserwartungen vom 2 %-Ziel abkoppeln, muss die EZB jedoch der Inflationsbekämpfung Priorität einräumen.

EZB bleibt in schwierigem Fahrwasser

Entscheidend für den langfristigen Erfolg wird sein, dass sich die EZB so weit wie möglich der **politischen Einflussnahme entzieht**. Angesichts begrenzter bzw. **abnehmender Ressourcen** und des **demografischen Wandels** ist mit zunehmenden **Verteilungskonflikten** zu rechnen. Die EZB ist gut beraten, sich hier **möglichst herauszuhalten**, um ihr Inflationsziel nicht wieder aus den Augen zu verlieren. Die aktuelle Krise gibt ihr in gewisser Weise die Chance dazu. Eine den Umständen geschuldete klare und unmissverständliche Fokussierung auf die Inflationsbekämpfung hilft nunmehr, politische Begehrlichkeiten und Forderungen nach einer zu lockeren Geldpolitik in Schach zu halten. Mit einem zügigen Abbau ihrer hohen Anleihebestände – sie hält derzeit rund 40 % aller umlaufenden Euro-Staatsanleihen – würde die EZB auch ein deutliches Ausrufezeichen in Richtung Politik setzen.

Der ab März beginnende **Abbau der Wertpapierbestände** um monatlich 15 Mrd. Euro ist eher ein Minimum. Die US-Notenbank reduziert derzeit ihre Anleihebestände um monatlich 95 Mrd. US-Dollar, davon 60 Mrd. Staatsanleihen. Die EZB wird ihren Zinserhöhungskurs fortsetzen. Für Mitte März hat sie bereits einen **weiteren Zinsschritt** um 50 Basispunkte angekündigt. Möglicherweise wird in den nächsten Monaten sogar noch etwas draufgesattelt. Spätestens in der zweiten Jahreshälfte dürfte sich die Lage an der **Zinsfront**, auch im Zuge anhaltend **rückläufiger Inflation,** jedoch beruhigen.

Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

https://news.helaba.de/research/

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin /
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: **http://www.helaba.de**

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.