

Zeitschrift für Studium und Forschung

# WiSt

Wirtschafts-  
wissen-  
schaftliches  
Studium

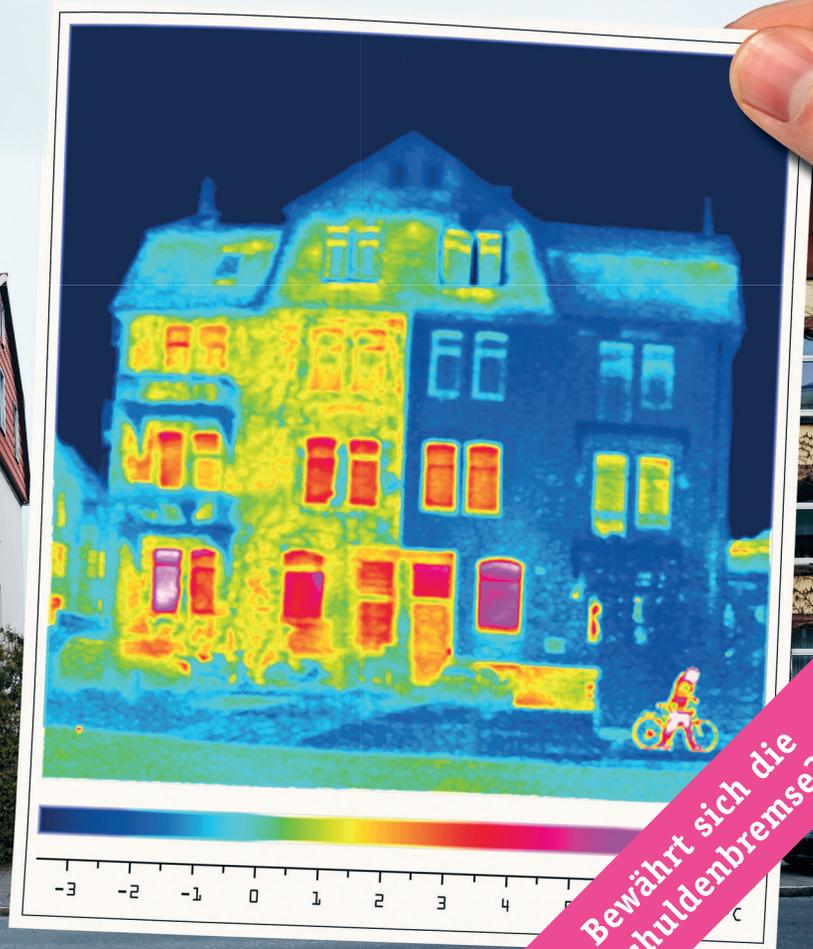
51. Jahrgang  
Heft 10/2022

**Investitionsrechnung bei  
negativen Zinssätzen**  
Wolfgang Breuer

**Purpose-basierte Unternehmensführung**  
Ralf T. Kreuzer

**Die neue geldpolitische Strategie der  
Europäischen Zentralbank –  
Ein Überblick vor dem Hintergrund  
grundsätzlicher geldpolitischer Konzepte  
und der bisherigen Strategie der EZB**  
Torsten Bleich und Sebastian Lang

## Heizkostenverordnung anpassen! Die jetzige Regelung verzerrt die Preissignale Peter Mandler



ISSN 0340-1650



2350202210

# Die neue geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank

## Ein Überblick vor dem Hintergrund grundsätzlicher geldpolitischer Konzepte und der bisherigen Strategie der EZB

Das vorrangige Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB) ist die Gewährleistung der Preisniveaustabilität im Euro-Raum. Mit ihren Anleihekäufen seit März 2015 gibt die EZB über lange Zeiträume auch Impulse zur Unterstützung der Wirtschaftspolitik im Euro-Raum und gerät dadurch zunehmend in die öffentliche Diskussion. Dementsprechend hat die EZB ihre Strategie überprüft und ihr geldpolitisches Ziel neu formuliert. In diesem Aufsatz wird die neue geldpolitische Strategie der EZB unter Einbeziehung grundsätzlicher geldpolitischer Konzepte dargestellt.



**Prof. Dr. Torsten Bleich** ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Beruflichen Hochschule Hamburg (BHH). Bevorzugte Forschungsgebiete: Makroökonomik, Wirtschaftspolitik.



**Prof. Dr. Sebastian Lang** ist Professor für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzierung, Investition und Rechnungswesen an der Beruflichen Hochschule Hamburg (BHH). Bevorzugte Forschungsgebiete: Bank- und Finanzwirtschaft, Investition und Finanzierung.

**Summary:** The primary objective of the European Central Bank (ECB) is to ensure price level stability in the Euro area. Since March 2015 the ECB also gives impulses in support of economic policies in the Euro area by means of bond buying programs and thus faces an increasing public discussion. Hence, the ECB reviews her strategy and re-formulates the monetary objective. In this essay the monetary policy strategy of the ECB is portrayed against the background of fundamental monetary concepts.

**Stichwörter:** Europäische Zentralbank, geldpolitische Strategie, Inflationssteuerung, Geldmengensteuerung

### 1. Einleitung

Das vorrangige Ziel der EZB ist laut ihrem Statut die Gewährleistung der **Preisstabilität** im Euro-Raum. Die bisherige geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank geriet mit Beginn der Anleihekäufe im März 2015 zunehmend in die öffentliche Diskussion. Allein die Anleihekäufe der EZB zur Bekämpfung der Corona-Pandemie im „Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP)“ belaufen sich auf ein Volumen von bis zu 1,85 Billionen Euro. Die **Unterstützung der Wirtschaftspolitik** ist ein weiteres, statutarisches Ziel der EZB, neben der Wahrung von Preisniveaustabilität. Zur Erreichung ihrer Ziele hat die EZB nun ihre Strategie überprüft und neu formuliert.

Dieser Beitrag stellt die neue, seit dem 22. Juli 2021 geltende Strategie der EZB vor dem Hintergrund grundsätzlicher geldpolitischer Konzepte kurz vor, die in Abschnitt 2 beschrieben werden. Abschnitt 3 erläutert darauf aufbauend die bisherige geldpolitische Strategie der EZB, die seit

dem Jahr 2003 gegolten hatte. Anschließend wird in Abschnitt 4 die neue geldpolitische Strategie der EZB vorgestellt, die bislang in ihren Grundzügen formuliert wurde, jedoch in Bezug auf den neuen Rahmen der monetären und wirtschaftlichen Analyse noch offen ist. Die zukünftigen Optionen für einen neuen Analyserahmen werden daher in Abschnitt 4.3 thematisiert. Abschnitt 4.4 stellt die geld- und fiskalpolitische Interaktion im Euro-Raum dar, und Abschnitt 5 gibt einen abschließenden Ausblick auf die mögliche Auslegung der neuen geldpolitischen Strategie der EZB durch die Kapitalmärkte.

## 2. Grundsätzliche geldpolitische Konzepte

### 2.1. Geldmengensteuerung

Bei der Geldmengensteuerung wird davon ausgegangen, dass das Preisniveau über die Geldmenge  $M$  gesteuert werden kann. Die Inflation wird in dieser Logik als rein monetär begründet angesehen (vgl. *Friedman*, 1970, S. 2). Dies lässt sich durch die sogenannte **Quantitätsgleichung** nachvollziehen. Sie besagt, dass das Produkt aus Geldmenge  $M$  und Umlaufgeschwindigkeit des Geldes  $V$  dem Produkt aus Preisniveau  $P$  und dem realen Bruttoinlandprodukt (BIP),  $Y^{real}$  entspricht:

$$M \cdot V = P \cdot Y^{real} \quad (1)$$

Sie kann in eine Gleichung aus Wachstumsraten überführt werden. Danach ist die Summe aus der Wachstumsrate der Geldmenge  $\hat{M}$  und der Wachstumsrate der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes  $\hat{V}$  gleich der Summe aus der Wachstumsrate des Preisniveaus  $\hat{P}$ , also der Inflationsrate, und der Wachstumsrate des realen BIP  $\hat{Y}^{real}$ :

$$\hat{M} + \hat{V} = \hat{P} + \hat{Y}^{real} \quad (2)$$

Diese Gleichung lässt sich nach der Inflationsrate  $\hat{P}$  auflösen:

$$\hat{P} = \hat{M} - \hat{Y}^{real} + \hat{V} \quad (3)$$

Die Inflationsrate  $\hat{P}$  entspricht der Wachstumsrate der Geldmenge  $\hat{M}$  minus der Wachstumsrate des realen BIPs  $\hat{Y}^{real}$  zuzüglich der Wachstumsrate der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes  $\hat{V}$ . Eine **Stabilität des Preisniveaus** wird nach dieser Theorie dann erreicht, wenn unter der Annahme einer gleichbleibenden Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, die Geldmenge im selben Maße steigt, wie das reale BIP ansteigt. Anders ausgedrückt, Inflation entsteht nur dann, wenn die Geldmenge stärker als das reale BIP wächst – vorausgesetzt die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ist konstant.

Die Geldmengensteuerung als geldpolitische Strategie basiert auf der einfachen Logik der Quantitätsgleichung. In

der Regel wird, soweit die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes keiner höheren Volatilität unterliegt, die Erhöhung der Geldmenge in einer mittleren Frist verstetigt und an die Wachstumsrate des Produktionspotenzials angelehnt. Daraus ergibt sich ein bestimmter Zielwert für die Geldmenge. Die Geldmengensteuerung wurde von der Deutschen Bundesbank ab dem Jahr 1974 bis zur Abgabe ihrer geldpolitischen Verantwortung an die EZB verfolgt (vgl. *Geberding/Seitz/Worms*, 2005, S. 280). Während die Geldmengensteuerung als transparente Strategie gilt und ein eher einfaches Konzept ist, weist sie auch verschiedene Nachteile auf. So ist beispielsweise der Zusammenhang zwischen bestimmten Geldmengenaggregaten wie M3 und der Preisentwicklung mit aufkommenden Finanzinnovationen schwächer geworden. Auch wird die mehr oder weniger abrupte Veränderung der Geldumlaufgeschwindigkeit zur Herausforderung für die erfolgreiche Geldmengenstrategie einer Zentralbank (zu den Vor- und Nachteilen der Geldmengenstrategie vgl. ausführlich: *Görgens/Ruckriegel/Seitz*, 2014, S. 158 ff.).

### 2.2. Direkte Inflationssteuerung (Inflation Targeting)

In den 1990er Jahren begannen verschiedene Länder (z.B. Neuseeland und Kanada; in Europa Großbritannien, Schweden, Finnland, Spanien) die Inflationsrate unmittelbar zu steuern, ohne (indirekt) ein konkretes Zwischenziel wie etwa die Geldmenge als Indikator zu nutzen (vgl. *Deutsche Bundesbank*, 1998, S. 38).

Die Zentralbank formuliert bei dieser Strategie ex ante öffentlich ein bestimmtes Inflationsziel in Form eines **Zielwerts** für die Inflationsrate oder eines Zielpfades für die Inflationsentwicklung. Das publizierte Inflationsziel wird regelmäßig mit der **Inflationsprognose** der Zentralbank abgeglichen. In die Prognose der Inflationsrate gehen diverse Indikatoren ein, wie beispielsweise Preise für Rohstoffe und Importe, Wechselkurse, Löhne, BIP-Lücke, Konsumklima und Zinssätze.

Das **geldpolitische Instrumentarium** kommt immer dann zum Einsatz, wenn die prognostizierte Preisentwicklung vom Inflationsziel abweicht. Eine kontraktive Geldpolitik ist bei einer prognostizierten Inflationsrate oberhalb des Inflationsziels angezeigt, eine expansive Geldpolitik bei einer prognostizierten Inflationsrate unterhalb des Inflationsziels. Auch wenn es verschiedene Vorteile dieser geldpolitischen Strategie gibt, wie etwa die Berücksichtigung einer Vielzahl inflationsbeeinflussender Größen oder auch das hohe Maß an Transparenz, so existieren auch Nachteile. So muss umfassend Kenntnis über die komplexen Wirkungszusammenhänge des geldpolitischen Transmissionsmechanismus und der entsprechenden time-lags bestehen, um Fehlsteuerungen zu vermeiden. Schwierig ist auch,

dass ein Inflationsziel aus Glaubwürdigkeits- und Transparenzgesichtspunkten möglichst genau von der Zentralbank angekündigt werden sollte, Inflation – vor allem kurzfristig – aber nicht allein durch die im Einflussbereich einer Zentralbank liegenden geldpolitischen Maßnahmen bestimmt werden kann (zu den Vor- und Nachteilen der direkten Inflationssteuerung vgl. ausführlich: *Görgens/Ruckriegel/Seitz*, 2014, S. 167 ff.).

### 2.3. Wechselkurssteuerung

Eine Wechselkurssteuerung als geldpolitische Strategie bedeutet, dass die Zentralbank den Wechselkurs zu einer preisstabilen **ausländischen Leitwährung** fixiert. Ziel ist es, über die außenwirtschaftlichen Beziehungen Preisniveaustabilität zu importieren (vgl. *Jarchow*, 2010, S. 15). Die Wechselkurssteuerung eignet sich insbesondere für kleinere Volkswirtschaften. Sie fand vor Übernahme der geldpolitischen Verantwortung durch die EZB beispielsweise in Österreich statt, wo eine entsprechende Kopplung der Landeswährung an die D-Mark erfolgte. Aktuell sind als EU-Länder Bulgarien, Dänemark und Kroatien mit Ihrer Teilnahme am sog. Wechselkursmechanismus II über den Wechselkurs an den Euro gekoppelt. Weitere Beispiele finden sich in verschiedenen osteuropäischen, nicht-EU-Ländern mit Anbindung an den Euro (vgl. *Görgens/Ruckriegel/Seitz*, 2014, S. 135 f.).

## 3. Die bisherige Zwei-Säulen-Strategie der EZB

Die bisherige geldpolitische Strategie der EZB war durch drei Elemente charakterisiert:

1. Die Quantifizierung von Preisniveaustabilität
2. Die (kurz- bis mittelfristige) wirtschaftliche Analyse
3. Die (langfristige) monetäre Analyse

Im Folgenden werden die Elemente der bisherigen Strategie kurz erläutert.

### 3.1. Die Quantifizierung von Preisniveaustabilität

Als vorrangiges Ziel ist dem Eurosystem die Gewährleistung von Preisstabilität vorgegeben. Bis zum 21. Juli 2021 galt als **Inflationsziel** der EZB die quantitative Festlegung auf einen Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) in der Europäischen Währungsunion (EWU) von unter, aber nahe zwei Prozent gegenüber dem Vorjahr. Dieser Wert trug einerseits den Problemen der Inflationsmessung Rechnung (vgl. *Mankiw/Taylor*, 2018, S. 652). Er beinhaltete aber auch eine **Sicherheitsmarge** zur unerwünschten Deflation. Explizit hinzuweisen ist darauf, dass es bei dem quantifizierten Inflationsziel von knapp unter zwei Prozent um die Preisentwicklung im gesamten Euro-Währungsraum

geht und nicht um diejenige in einzelnen Staaten. Wenn das durchschnittliche Inflationsziel für den gesamten Euro-Währungsraum erfüllt ist, kann dies bei höheren Inflationsraten in einigen Staaten bedeuten, dass sich andere Staaten bereits in deflationären Bereichen befinden. Dies wäre – ebenso wie zu hohe Steigerungen des Preisniveaus – unerwünscht.

### 3.2. Die wirtschaftliche Analyse

Die kurz- bis mittelfristige Säule der geldpolitischen Strategie des Eurosystems basierte zunächst auf einer breit fundierten **Beurteilung der Preisperspektiven** anhand einer umfassenden Zahl verschiedener Inflationsindikatoren. In einer längerfristigen Perspektive wird Inflation zwar als monetär verursacht angesehen. In einer kürzeren Zeitspektive wird dies allerdings von einer Vielzahl von Faktoren überlagert, die sich verfestigen können. In diesem Zusammenhang geht es um die Analyse von relevanten Entwicklungen, bzw. Faktoren für den Euro-Raum, die sich auf die Preise auswirken, wie beispielsweise konjunkturelle Faktoren, Löhne, kostentreibende Einflüsse aus dem In- und Ausland, Wechselkurse und Finanzmarktindikatoren. Die mehrfach pro Jahr vom Eurosystem erstellten, veröffentlichten und regelmäßig aktualisierten gesamtwirtschaftlichen Projektionen liefern, basierend auf bestimmten Annahmen, eine Prognose zur Wirtschafts- und Preisentwicklung. Letzten Endes werden im Rahmen der wirtschaftlichen Analyse, kurz- bis mittelfristige Risiken für die Stabilität der Preise im Euro-Raum abgebildet.

### 3.3. Die monetäre Analyse

Die sogenannte monetäre Säule in der geldpolitischen Strategie der EZB fußt im Unterschied zur wirtschaftlichen Analyse auf dem langfristig bestehenden Zusammenhang zwischen Inflation und Geldmengenentwicklung. Innerhalb dieser Säule ist der Referenzwert für das Geldmengenaggregat M3 von Relevanz, dem ein enger Zusammenhang mit der inflationären Entwicklung unterstellt werden kann (*Deutsche Bundesbank*, 2005, S. 15 ff.). Die monetäre Analyse greift die Erkenntnis auf, dass Inflation letzten Endes nur dann entstehen kann, wenn sie durch ein Wachstum der Geldmenge alimentiert wird. Allerdings gilt, dass der Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Preisentwicklung durch verschiedene kurzfristige Faktoren beeinflusst werden kann, womit diese zweite Säule als die erste Säule ergänzend angesehen wird. Die monetäre Analyse dient dabei als ein Instrument zur **Gegenprüfung** der wirtschaftlichen Analyse.

Die bisherige geldpolitische Strategie des Eurosystems war also eine aus Geldmengensteuerung (2.1.) und Inflation

Tageting (2.2.) bestehende Mischstrategie (Görgens; Ruckriegel; Seitz, 2014, S. 177). Mit Beginn der Übernahme der geldpolitischen Verantwortung durch die EZB im Jahr 1999 war sie ein Mittelweg zwischen den von unterschiedlichen nationalen Zentralbanken verfolgten Strategien, der mehr als zwanzig Jahre lang Bestand hatte und erst im Juli 2021 einer **grundlegenderen Revision** unterzogen wurde.

#### 4. Die neue geldpolitische Strategie der EZB

##### 4.1. Das Ziel der Preisniveaustabilität und weitere Ziele

Als Ausgangspunkt für die **Neuformulierung der EZB-Strategie** wurde das Mandat der Preisstabilität gemäß Artikel 127, Abs. 1 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) herangezogen. Da im AEUV der Begriff „Preisstabilität“ nicht genauer definiert ist, wird diese Definitionslücke mit der geldpolitischen Strategie der Europäischen Zentralbank geschlossen. Diese beinhaltet unter anderem, wie der EZB-Rat sein Mandat umsetzt und wie die Preisniveaustabilität im Euro-Raum gemessen wird. Der **harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI)** soll weiterhin als zentrales Instrument zur Quantifizierung von Preisniveaustabilität im Euro-Raum dienen, der ein umfassendes Maß des Warenkorb der Konsumgüter privater Haushalte darstellt. Darüber hinaus überwacht der EZB-Rat eine große Anzahl weiterer Preisindikatoren sowie Messungen zur sogenannten „unterliegenden Inflation“, eine Inflationsdefinition, die ohne die volatilen Komponenten des HVPIs berechnet wird, wie zum Beispiel Energie- und Lebensmittelpreise. Um im Rahmen der neuen geldpolitischen Strategie die Repräsentativität des HVPI sowie seine Vergleichbarkeit zwischen den Staaten des Euro-Raums zu verbessern, hat der EZB-Rat im Juni 2021 beschlossen, auch die Preise für selbstgenutzte Wohnimmobilien mit in den Index aufzunehmen (Europäische Zentralbank, 2021a, S. 5). Bei weiterhin stark steigenden Immobilienpreisen würde dies die Inflationsrate höher ausfallen lassen; bislang flossen lediglich die Mieten in die Indexberechnung mit ein. In ihrer neuen Strategie verändert die EZB das Preisniveaustabilitätsziel, in dem sie zukünftig davon ausgeht, dass Preisniveaustabilität am besten erreicht werden kann, wenn eine mittelfristige Inflation von zwei Prozent angesteuert wird (Europäische Zentralbank, 2021a, S. 6). Diese Konkretisierung des Preisniveaustabilitätsziels ersetzt die vorherige zweiseitige Definition mit einer Bandbreite von null bis unter, aber nahe zwei Prozent. Die **neue Definition des Inflationsziels** von mittelfristig zwei Prozent soll zudem einfacher zu kommunizieren sein und dabei helfen, die langfristigen Inflationserwartungen der Wirtschaftsakteure besser zu verankern.

Der EZB-Rat geht zukünftig davon aus, dass negative oder positive Abweichungen vom Inflationsziel unerwünscht, aber nicht zwangsläufig sofort zu korrigieren sind. Dies wird als **symmetrische Betrachtung** des Inflationsziels bezeichnet (Europäische Zentralbank, 2021a, S. 7). Dabei unterstreicht die neue geldpolitische Strategie der EZB, dass das Zwei-Prozent-Ziel keine Deckelung der Inflation bedeutet. Vielmehr werden mäßige Abweichungen nach unten und nach oben als unvermeidbar angesehen. Lediglich bei großen und länger anhaltenden Abweichungen vom Inflationsziel wird die EZB mit den ihr zur Verfügung stehenden geldpolitischen Mitteln gegensteuern. Dies bedeutet de facto eine durchschnittliche Anhebung des Inflationsziels um einen nicht näher definierten Wert.

Um eine mittelfristige Preisniveaustabilität zu gewährleisten, können weitere Erwägungen notwendig sein, die mit der Wirtschaftspolitik in der Europäischen Union zusammenhängen. Im Speziellen fordert der Vertrag über die Europäische Union (EUV), dass das Eurosystem die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Europäischen Union hinsichtlich der in Artikel 3, Absatz 3 niedergelegten Ziele unterstützt. Diese Ziele beinhalten ein ausgewogenes Wirtschaftswachstum, eine hoch-wettbewerbsfähige soziale Marktwirtschaft, die auf Vollbeschäftigung und sozialen Fortschritt ausgerichtet ist, sowie ein hohes Maß an Umweltschutz und Verbesserung der Umweltqualität, ohne die Preisniveaustabilität zu beeinträchtigen. Zudem soll das Eurosystem zur prudenziellen Aufsicht von Kreditinstituten und zur Stabilität des Finanzsystems beitragen.

In ihrer neuen Strategie beschreibt die EZB weiter, dass wenn zwei Konfigurationen des geldpolitischen Instrumentariums der EZB gleichermaßen nicht dem Ziel der Preisniveaustabilität abträglich wären, der EZB-Rat dann diejenige Konfiguration wählen wird, die am besten die Wirtschaftspolitik der Europäischen Union in Bezug auf Wachstum, Beschäftigung und sozialer Inklusion unterstützt und die der Finanzstabilität zuträglich ist und den **Klimawandel** mildert (Europäische Zentralbank, 2021a, S. 11). Dabei hebt die EZB hervor, dass ein ausgewogenes Wirtschaftswachstum, Vollbeschäftigung und Preisniveaustabilität in sich konsistente Ziele sind. Wenn die langfristigen Inflationserwartungen fest verankert sind, wird die Inflation ihr Zielniveau erreichen, sobald Wirtschaftswachstum und Beschäftigung ihre jeweiligen Potenzialniveaus ausschöpfen. Die mittelfristige Orientierung der geldpolitischen Strategie der EZB berücksichtigt daher auch Situationen, in denen die Inflation einerseits und das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung andererseits zeitweise aufgrund angebotsseitiger Schocks in verschiedene Richtungen gehen. Während eines negativen Angebotschocks – etwa aufgrund eines plötzlichen Anstiegs der Energiepreise – könnte der EZB-Rat entscheiden, den Zeithorizont für das Errei-

chen des Inflationsziels zu strecken, um negative Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum und bzw. oder auf die Beschäftigung zu vermeiden. Denn Rückgänge von Wirtschaftswachstum und Beschäftigung könnten wiederum das mittelfristige Inflationsziel gefährden, wenn sie von dauerhafter Natur wären.

#### 4.2. Die neuen geldpolitischen Instrumente der EZB

Zur Umsetzung ihrer neuen geldpolitischen Strategie setzt die EZB Instrumente ein, die sie in der Finanzkrise in den Jahren 2007/2008 und in der Corona-Krise seit dem Jahr 2020 erprobt hatte. Dabei war es das vorrangige Ziel der EZB, **deflationären Tendenzen** im Euro-Raum entgegenzuwirken. Die EZB senkte als eine der ersten Zentralbanken weltweit ihre Leitzinsen unter null Prozent und führte damit „Negativzinsen“ ein. Hiermit geriet auch das Konzept der **„Effective Lower Bound“** in den Blickpunkt. Dies ist das Zinsniveau, ab dem eine weitere Zinssenkung durch die Zentralbank keinen zusätzlichen Stimulus für die aggregierte Nachfrage und das Bruttoinlandsprodukt bedeuten würde, bzw. ab dem unerwünschte, adverse Effekte für den Finanzsektor folgen könnten. Negativzinsen wurden von der EZB zunächst auf die Zentralbankguthaben der Geschäftsbanken erhoben. Die Geschäftsbanken wiederum gaben diese in den vergangenen Jahren sukzessive immer häufiger an ihre Kunden weiter.

Eine wichtige Antwort der EZB auf die durch die Corona-Pandemie verursachte Wirtschaftskrise war zudem die Intensivierung der seit dem Jahr 2015 begonnen Anleihekaufprogramme. Im März 2020 führte die EZB hierzu das **„Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP)“** ein, in dessen Rahmen private und öffentliche Anleihen durch die EZB angekauft werden. Das Volumen der Ankäufe war zunächst auf 750 Milliarden Euro begrenzt, wurde dann aber im Verlauf der Pandemie auf 1,85 Billionen Euro erweitert. Dabei sind sämtliche Anleihearten, die bereits im Rahmen der Europäischen Staatsschuldenkrise angekauft wurden, auch im Programm zur Bekämpfung der Corona-Krise enthalten. Das Volumen der Anleihekäufe in den Staaten des Euro-Raums richtet sich nach dem Kapitalschlüssel, mit dem die nationalen Zentralbanken am eingezahlten Kapital der EZB beteiligt sind.

Ein weiteres geldpolitisches Instrument der EZB ist die sogenannte **„Forward Guidance“**. Dabei handelt es sich um eine Kommunikationsstrategie, mit der frühzeitig die wirtschaftlichen Einschätzungen und Prognosen der EZB vermittelt und so die Erwartungen in den Kapitalmärkten über die zukünftige Geldpolitik gelenkt werden.

#### 4.3. Optionen für einen neuen Analyserahmen der EZB

Seit der letzten Revision der EZB-Strategie im Jahr 2003 haben sich die wirtschaftlichen und monetären Analysekonzepte weiterentwickelt. Die wirtschaftliche Analyse hat sich seither auf die Prognose des mittelfristigen Wirtschaftswachstums und der mittelfristigen (erwarteten) Inflationsrate im Euro-Raum fokussiert. Darüber hinaus wurden neue Methoden für das Verständnis struktureller Trends und ihrer Veränderungen im Kontext internationaler Wirtschaftsbeziehungen erforscht. Die monetäre Analyse hingegen hat in den vergangenen Jahren vor allem das Verständnis der geldpolitischen Transmissionskanäle vorangetrieben. Auf Basis dieser Erkenntnisse wurden zudem neue geldpolitische Instrumente für die Zentralbankpraxis entwickelt, wie etwa die **TLTROs**, die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte für Banken (vgl. *Europäische Zentralbank, 2021b, S. 5*).

Die Weiterentwicklung beider Analyseformen zeigt die Notwendigkeit auf, die bisherige Zwei-Säulen-Strategie neu auszurichten. Hierzu gehen die Überlegungen innerhalb der EZB in drei Richtungen: eine erste Option wird darin gesehen, das Zwei-Säulen-Konzept zu verlassen und einen integrierten, **einheitlichen Analyserahmen** zu schaffen. Dabei würde die konzeptionelle Unterscheidung zwischen wirtschaftlicher und monetärer Analyse aufgegeben. Ein Vorteil dieses Ansatzes wird darin gesehen, dass die inhärenten Verbindungen zwischen den beiden Analyseformen formalisiert würden. Zudem könnte die Kommunikation der EZB mit einem integrierten Ansatz flexibilisiert werden. Ein Risiko wäre jedoch, dass dies von den Kapitalmärkten dahingehend missinterpretiert werden könnte, dass monetäre Entwicklungen Signale zu Risiken für die mittel- und längerfristige Preisniveaustabilität beinhalten können (vgl. *Europäische Zentralbank, 2021b, S. 51*).

Als Alternative sieht die EZB eine **Modernisierung der Zwei-Säulen-Strategie**, insbesondere im Hinblick auf den analytischen Fokus der monetären Transmissionskanäle. Die Entscheidung für diese Option würde zwar ein Signal der Kontinuität aussenden, jedoch bliebe unberücksichtigt, dass die geldpolitische Transmission und wirtschaftliche Prozesse in der Praxis miteinander verwoben sind (vgl. *Europäische Zentralbank, 2021b, S. 51*).

Als eine Art Zwischenlösung wird diskutiert, den wirtschaftlichen und monetären Analyseansatz zwar beizubehalten, aber den Versuch einer Integration beider Ansätze zu unternehmen. Diese Option würde gewährleisten, dass die Interdependenz zwischen wirtschaftlichen und monetären Entwicklungen berücksichtigt wird, beide Ansätze aber auch im Rahmen der Strategieformulierung erhalten bleiben (vgl. *Europäische Zentralbank, 2021b, S. 52*).

#### 4.4. Geld- und fiskalpolitische Interaktion im Euro-Raum

Die Geldpolitik und Fiskalpolitiken im Euro-Raum interagieren in verschiedenster Form miteinander: so beeinflusst zum Beispiel die **Leitzinspolitik der EZB** die Kosten der öffentlichen Verschuldung der Euro-Mitgliedstaaten direkt über die Finanzmärkte. Zudem haben nationale Staatsausgaben, Steuern und der Haushaltssaldo direkte Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum und Preisniveau in den Euro-Mitgliedstaaten. Insbesondere die Inflation hat fiskalische Implikationen. Hohe Inflationsraten senken die Schuldenstände der Euro-Mitgliedstaaten im Vergleich zum nominalen Bruttoinlandsprodukt – die Schuldenquoten im Euro-Raum werden reduziert.

Nach der Finanzkrise des Jahres 2008 und der darauffolgenden europäischen Staatsschuldenkrise fiel die Inflation kontinuierlich unter das Zwei-Prozent-Ziel der EZB. Um den Herausforderungen der Finanzkrise zu begegnen, ergriff die EZB unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen, wie zum Beispiel die Etablierung von Anleihekaufprogrammen. Nach der Finanzkrise waren die Geldpolitik der EZB und die Fiskalpolitiken der Mitgliedstaaten im Euro-Raum im Aggregat zwar akkommodierend. Dennoch stand die EZB zunehmend vor der Herausforderung, dass ihre zentralisierte Geldpolitik den sehr unterschiedlichen, nationalen wirtschaftlichen und fiskalischen Gegebenheiten in den Mitgliedstaaten des Euro-Raums nicht gerecht werden konnte. Dies führte zu einer **asymmetrischen Erholung** der Staaten nach der Finanzkrise, mit dem Ergebnis weiter divergierender Finanzierungsbedingungen innerhalb des Euro-Raums (vgl. *Europäische Zentralbank*, 2021c, S. 46).

Ein weiterer Nebeneffekt des Niedrig- bzw. Negativzinsumfelds war die Schwächung der fiskalischen Disziplin in einigen Mitgliedstaaten. Da die Neuverschuldungskosten für die Mitgliedstaaten des Euro-Raums über eine lange Periode sehr niedrig waren, wurde ein starker Anreiz gesetzt, die öffentliche Verschuldung auszuweiten, anstatt auf einen Kurs der Haushaltskonsolidierung einzuschwenken (vgl. *Europäische Zentralbank*, 2021c, S. 56). Diese Divergenzen zwischen einzelnen Euro-Mitgliedstaaten haben sich zuletzt aufgrund des Ukraine-Kriegs und der Energiekrise in Europa weiter verschärft. Um der Situation zu begegnen, formulierte die EZB kurzfristig ein neues Kriseninstrument namens „Transmission Protection Instrument (TPI)“ (vgl. *Europäische Zentralbank*, 2022b). Damit soll das zunehmende Auseinanderdriften der Staatsanleihenrenditen zwischen einzelnen Euro-Mitgliedstaaten verhindert werden. Mit dem TPI werden gezielte und unbegrenzte Anleihekäufe hochverschuldeter Euro-Mitgliedstaaten ermöglicht, um deren Finanzierungskosten zu reduzieren. Theoretisch soll das TPI so den betroffenen Staaten im Euro-Raum weitere Finanzierungsspielräume verschaffen, da-

mit sie höhere Leitzinsen verkräften können. Höhere Leitzinsen wiederum müsste die EZB zur Reduktion der überschießenden Inflation zügig implementieren. Dies würde, begründet durch den internationalen Fisher-Effekt, letztlich auch den Außenwert des Euro stabilisieren. Denn jegliche Veränderung von Zinssatzunterschieden zwischen zwei Währungsräumen wird in den Kapitalmärkten über den Devisenkassakurs ausgeglichen. Zudem werten Währungen mit höherer Inflation tendenziell gegenüber solchen mit niedrigerer Inflation zügig ab (vgl. Fisher, 1896). Diesem komplexen Zielkonflikt sieht sich die EZB-Geldpolitik aktuell gegenüber. Sie muss in einem Umfeld erhöhter Inflationsraten die herausfordernde Abwägung zwischen Preisniveau- und Verschuldungsstabilisierung im Euro-Raum treffen (*Deutsche Bundesbank*, 2021, S. 47).

Zwar werden die hohen fiskalischen Defizite, die durch die COVID-19 Krise verursacht wurden, durch das Auslaufen vieler Corona-Hilfsmaßnahmen in den Euro-Mitgliedstaaten zurückgeführt, jedoch wird diese konsolidierende Entwicklung durch die europäische Energiekrise konterkariert. Dementsprechend müssen fiskalische und geldpolitische Maßnahmen agil und kurzfristig an die aktuellen Entwicklungen, insbesondere der Energiepreise, angepasst werden. Dennoch ist eine glaubwürdig umzusetzende, fiskalische Haushaltsdisziplin in den Mitgliedstaaten des Euro-Raums notwendig, um die Inflationsrate in der mittleren Frist zu stabilisieren und auf das angestrebte Ziel von zwei Prozent zurückzuführen (vgl. *Europäische Zentralbank*, 2022a, S. 47).

#### 5. Fazit

Das Ziel der Wahrung von Preisstabilität im Euro-Raum ist ein **statutarisches Ziel** der Europäischen Zentralbank, das durch sie primär zu erfüllen ist. Es ist in Artikel 105 Absatz 1 des Vertrags von Maastricht niedergelegt und wird auch an prominenter Stelle in Artikel 2 im Protokoll über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank wiederholt. Dort wird klargestellt, dass das Europäische System der Zentralbanken lediglich, soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisniveaustabilität möglich ist, auch die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Europäischen Union unterstützen soll.

Damit ist der Spielraum der Europäischen Zentralbank im Hinblick auf ihre Strategieformulierung beschränkt. Zwar obliegt es den verantwortlichen Akteuren im EZB-Direktorium und EZB-Rat, Preisniveaustabilität zu definieren und mit geeigneten geldpolitischen Maßnahmen sicherzustellen. Auch können sich diese sowie die entsprechenden Instrumente im Zeitablauf verändern oder weiterentwickeln. Jedoch wird deutlich, dass neue Herausforderungen, wie das gleichzeitige Verfolgen von Preisniveaustabilität und

Klimaschutz, von den derzeit geltenden Statuten der EZB nicht gedeckt sind.

Zudem existieren in Bezug auf die Erreichung der weiteren wirtschaftspolitischen Ziele der Europäischen Union mit Blick auf die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank keine oder nur sehr vage Möglichkeiten zur **Messung des Zielerreichungsgrades**. Insofern hat die EZB kaum Möglichkeiten einer Überprüfung der von ihr formulierten wirtschaftspolitischen Zieldimensionen. Vielmehr ist die symmetrische Betrachtung des Inflationsziels von mittelfristig zwei Prozent eine wesentliche Kernbotschaft der neuen geldpolitischen Strategie der Europäischen Zentralbank. Es ist eine klare Veränderung zu dem bisherigen Inflationsziel von jährlich unterhalb, aber nahe zwei Prozent. Aufgrund der momentan schnell steigenden Inflation orientieren sich die Kapitalmärkte verstärkt an den geldpolitischen Sitzungen der EZB, um Anhaltspunkte für die Prognose des Weiteren Verlaufs der Zinsen und Inflation im Euro-Raum zu bekommen. Allerdings besteht **Unsicherheit** in den Kapitalmärkten darüber, wie stark und wie lange das aktuell beobachtbare Überschießen des Inflationsziels von zwei Prozent von der Europäischen Zentralbank akzeptiert werden wird. Diese Unsicherheit über den zukünftigen Zins- und Inflationsverlauf könnte sich, abhängig vom Stadium der europäischen Wirtschaft im globalen Wachstumszyklus, zu einem strategischen Wettbewerbsnachteil des Euro im Vergleich zu anderen Leitwährungen entwickeln. Für die nahe Zukunft der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Europa wird es von großer Bedeutung sein, wie entschieden die

EZB die Leitzinsdifferenz zwischen US-Dollar und Euro zur Bekämpfung der Inflation und Wertstabilisierung des Euro reduziert.

## Literatur

- Deutsche Bundesbank* (1998): Monatsbericht Januar 1998, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank* (2005): Monatsbericht Januar 2005, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank* (2021): Monatsbericht Juni 2021, Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank* (2021a): An overview of the ECB's monetary policy strategy, Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank* (2021b): Evolution of the ECB's analytical framework, Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank* (2021c): Monetary-fiscal policy interactions in the euro area, Occasional Paper Series, Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank* (2022a): Economic Bulletin, Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank* (2022b): The Transmission Protection Instrument, 21<sup>st</sup> July 2022, Frankfurt am Main.
- Fisher, I.* (1896): Appreciation and Interest, American Economic Association Vol. XI, No. 4, S. 331–442.
- Friedman, M.* (1970): The Counter-Revolution in Monetary Theory, Wincott Memorial Lecture, London, September 16.
- Geberding, C., Seitz, F., Worms, A.* (2005): How the Bundesbank really conducted monetary policy, The North American Journal of Economics and Finance 16, S. 277–292.
- Görgens, E., Ruckriegel, K., Seitz, F.* (2014): Europäische Geldpolitik: Theorie – Empirie – Praxis, 6. Auflage, Konstanz.
- Jarchow, H.-J.* (2010): Grundriss der Geldpolitik, 9. Auflage, Stuttgart.
- Mankiw, N. G., Taylor, M. P.* (2018): Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, 7. Auflage, Stuttgart.