

03.12.2021

von

# „Die EZB sollte einen Ausstieg aus Anleihekäufen und Negativzins vorbereiten.“

Die Europäische Zentralbank sollte ihre Forward Guidance anpassen und einen Fahrplan zum Ausstieg aus den Kriseninstrumenten vorbereiten.

## Schlagworte

Finanzmarktstabilität  
Ossig  
Finanzmärkte  
Inflation  
Kapitalmarkt  
EZB  
Wirtschaftspolitik  
Bundesbank  
Niedrigzinsen

**Christian Ossig**  
Hauptgeschäftsführer

## Inflation: Gekommen, um zu bleiben?

*Gastbeitrag in der Börsen-Zeitung vom 3.12.2021 von Christian Ossig, Hauptgeschäftsführer des Bankenverbandes.*

Wie sich die Zeiten doch ändern können! Galt die Inflation noch vor kurzem fast als ein Auslaufmodell, erlebt sie derzeit ein erstaunliches Comeback: In nur einem Jahr ist sie in Deutschland von knapp unter 0 % auf über 5 % gestiegen und

## Blog

damit von einem abstrakten Risiko zur spürbaren Realität geworden. Und auch im Euroraum liegen wir mit knapp unter 5 % deutlich über dem Inflationsziel der Europäischen Zentralbank (EZB) von 2 %. Ein Paradigmenwechsel?

Gemach, gemach, ist oft zu hören, nicht zuletzt aus dem EZB-Tower; dieser Preisanstieg gehe auf kurzfristige Effekte zurück, es handele sich um einen vorübergehenden Ausschlag nach oben. Und natürlich ist dieser Einwand nicht von Grund auf verkehrt. Doch eines zeichnet sich inzwischen immer deutlicher ab: Das, was zunächst als „Pandemie-Zacke“ beschrieben wurde, wird langlebiger sein als noch vor kurzem erwartet. Dies dürfte auch daran liegen, dass immer mehr strukturelle Faktoren für einen höheren Preistrend sprechen – etwa der beginnende Umbau der Wirtschaft in Richtung Nachhaltigkeit, der die Preise nach oben treibt; im angelsächsischen ist bereits von „Greenflation“ die Rede. Am Arbeitsmarkt macht sich zudem der demografisch bedingte Fachkräftemangel bemerkbar, was zu höheren Löhnen und Produktionskosten führen dürfte. Und auch die durch Lieferengpässe ausgelösten Preissteigerungen könnten bloß ein Vorgeschmack auf die Preisbewegungen sein, die durch die Neujustierung von globalen Liefer- und Produktionsketten entstehen können.

Auf den Punkt gebracht: Ja, die Inflationsrate in Deutschland und im Euroraum wird im nächsten Jahr wieder etwas nachgeben. Sie wird aber mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit nennenswert über dem mittelfristigen Ziel der EZB von 2 % verharren. Mehr noch: Die Wahrscheinlichkeit, dass die Teuerung auch danach längere Zeit über der 2%-Marke bleibt, nimmt gerade deutlich zu.

## Krisenmodus zügig beenden

Die EZB darf dies nicht unbeeindruckt lassen. Inzwischen hat sie anerkannt, dass die höheren Inflationsraten im kommenden Jahr offenbar etwas langsamer zurückgehen als ursprünglich angenommen. Doch noch immer baut ihre Geldpolitik auf einer Wirklichkeit auf, die vor allem die Wirklichkeit von gestern ist, als insbesondere Deflationsrisiken diskutiert wurden. Der permanente Krisenmodus, in dem sich die EZB seit vielen Jahren befindet, sollte daher zügig beendet werden. Negative Leitzinsen und massive Kaufprogramme gehen mit unübersehbaren Nebenwirkungen einher, die sich nicht nur auf die Finanzstabilität auswirken, sondern unter denen vor allem die private Altersvorsorge vieler Sparer und Sparerinnen empfindlich zu leiden hat.

Auf der nächsten Sitzung des EZBRats am 16. Dezember dürfte tatsächlich mit einer Anpassung zu rechnen sein: Wahrscheinlich werden sich die Währungshüter auf das Ende des Pandemie-Kaufprogramms (PEPP) im Frühjahr 2022 festlegen. Das grundsätzliche Ende von Wertpapierankäufen ist damit aber noch nicht eingeläutet, denn das kleinere Kaufprogramm (APP) wird weiterlaufen und eventuell sogar leicht aufgestockt werden. Reicht das aus? Definitiv nicht, denn eine Zinswende im kommenden Jahr und damit auch der Ausstieg

## Blog

aus der Negativzinspolitik wurde von namhaften EZB-Vertretern bereits ausgeschlossen. Die EZB läuft damit Gefahr, hinter den Erwartungen zurückzubleiben und in Zukunft zu einer Getriebenen zu werden. Um dies zu verhindern, sollte sie nicht nur deutlicher kommunizieren, dass sie die gestiegenen Preisrisiken ernst nimmt. Sie sollte vor allem einen Fahrplan vorbereiten, wie der Ausstieg aus den Kriseninstrumenten Anleihekäufe und Negativzins – abhängig von der weiteren Inflationsentwicklung – vollzogen werden kann.

Ein solcher Fahrplan wäre vor allem auch für die Entwicklung der Kapitalmarktzinsen wichtig. Völlig zu Recht will die Europäische Zentralbank derzeit einen starken Anstieg der Kapitalmarktzinsen vermeiden. Mit dem Festhalten am geldpolitischen Kriseninstrumentarium kann sie diesen Anstieg allerdings nur kurzfristig im Zaum halten. Bei einem sich weiter verfestigenden Inflationstrend steigt mittelfristig das Risiko, dass die Marktakteure eine höhere Unsicherheitsprämie einpreisen; die Kapitalmarktzinsen würden auch bei unveränderten Leitzinsen weiter anziehen. Aus ihrer „Beharrlichkeitsfalle“ käme die EZB dann nur mit einem kräftigeren geldpolitischen Bremsmanöver heraus, als es aktuell angezeigt wäre.

Aus diesem Grund wäre es richtig, wenn sie am 16. Dezember ihre Forward Guidance anpasst und den Ausstieg aus der Negativzinspolitik für die nächsten eineinhalb Jahre zumindest in Erwägung zieht. Das „kategorische“ Ausschließen von Zinserhöhungen in den nächsten ein bis zwei Jahren bietet keine langfristige Planungssicherheit, sondern erhöht das Risiko, nachträglich zu deutlich kräftigeren geldpolitischen Schritten gezwungen zu werden.

Und noch eine Anpassung der EZB an die geänderten Rahmenbedingungen ist dringend nötig: Die Überschussliquidität, auf die die Banken im Euroraum Negativzinsen an die EZB zahlen, ist während der Pandemie sprunghaft gestiegen: von rund 1 Bill. Euro Anfang März 2020 auf etwa 3,5 Bill. Euro Ende Oktober 2021, wenn der gegenwärtig gewährte Freibetrag abgezogen wird. Auf ein Jahr hochgerechnet zahlen die Banken inzwischen 17,5 Mrd. Euro Negativzinsen an die EZB; Anfang März 2020 lag dieser Betrag bei 4,7 Mrd. Euro.

Eine sehr deutliche Ausweitung des Freibetrags vom negativen EZB-Zins ist daher überfällig. Die Banken würden dadurch mehr Spielraum für neue Kredite bekommen – ein mit Blick auf die anstehende Modernisierung der Wirtschaft besonders wichtiger Aspekt. Zugleich könnte die EZB das klare Signal aussenden, dass die Negativ- und Nullzinspolitik nicht in Stein gemeißelt ist.