

Volkswirtschaft Kompakt



Nr. 5, 26. November 2012

EZB-Geldpolitik: Derzeit keine Inflationsgefahr

Autor: Dr. Tobias Rehbock, Telefon 069 7431-2686, research@KfW.de

Die EZB hat verschiedene Maßnahmen ergriffen, um die Finanz- und Bankenmärkte zu stabilisieren. Neben Leitzinssenkungen und qualitativen Maßnahmen (Lockerung der Kriterien für EZB-fähige Sicherheiten, Erweiterung des Laufzeitspektrums der Tendersgeschäfte) bestanden diese auch aus umfangreichen Liquiditätszuführungen in das europäische Bankensystem. Dazu gehörte auch das SMP und auch Staatsanleihekäufe via OMT würden dazu gehören. Diese Liquiditätsschöpfung führte zu einem derzeitigen Bestand an Zentralbankgeld (Einlagen der Kreditinstitute bei der EZB) von 775 Mrd. EUR.

Kein automatischer Zusammenhang

Der hohe Bestand an Zentralbankgeld wird oft mit der Gefahr zukünftig hoher Inflationsraten assoziiert. Diese Inflationsorgen basieren auf der Vorstellung, dass hohes Geldmengenwachstum zu hoher Inflation führt. Zentralbankgeld und Geldmenge sind jedoch nicht dasselbe; zwischen ihnen besteht auch kein automatischer Zusammenhang, wie die aktuelle Situation zeigt (Grafik 1).

Derzeit fragen die Banken Zentralbankgeld nicht deshalb nach, um daraus Kreditvergabe zu bestreiten, sondern aus Sicherheitsgründen. Nach wie vor ist der bilaterale unbesicherte Geldmarkthandel stark beeinträchtigt und nur für Banken höchster Bonität überhaupt möglich.

Derzeit fragen die Banken Zentralbankgeld nicht deshalb nach, um daraus Kreditvergabe zu bestreiten, sondern aus Sicherheitsgründen. Nach wie vor ist der bilaterale unbesicherte Geldmarkthandel stark beeinträchtigt und nur für Banken höchster Bonität überhaupt möglich.

Derzeit kein Inflationsklima

Der hohe Bestand an Zentralbankgeld ist damit nicht realwirtschaftlich begründet. Die Eurozone steckt in einer Rezession, auch in Deutschland hat die Konjunktur im 2. Halbjahr 2012 deutlich an Tempo verloren. Entsprechend ist die Kreditnachfrage in der Eurozone rückläufig, in Deutschland hat sich die Kreditnachfragedynamik inzwischen auch abgeschwächt. Selbst wenn sich 2013 die wirtschaftliche Situation in der Eurozone und Deutschland wieder verbessert, folgt daraus kein Klima für sehr starke, realwirtschaftlich begründete Preissteigerungen. Entsprechend sind die Inflations-

erwartungen derzeit stabil (Grafik 2).

Auch von der Lohnseite droht keine Inflationsgefahr. Der Zuwachs der Stundenlöhne in der Eurozone liegt seit gut einem Jahr stabil bei rund zwei Prozent. Dabei ist dieser Wert maßgeblich von Deutschland bestimmt (zwischen 2 und 3 %). In Italien liegen die Gehaltszuwächse bei etwa 1 ½ %, in Spanien sanken sie drastisch auf unter 1 %.

EZB hat genügend Instrumente

Kurz- bis mittelfristig ist hinsichtlich der genannten Einflussfaktoren auf die Inflation keine Änderung zu erwarten. Sollte sich dies ändern, muss die EZB zur Inflationsprävention die Menge an verfügbarem Zentralbankgeld (Überschussreserven) rechtzeitig reduzieren. Dafür hat sie die notwendigen Instrumente:

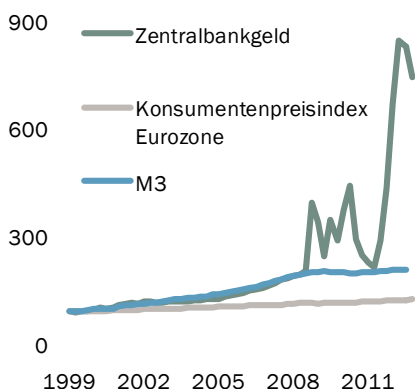
- Aussetzung Refinanzierungsgeschäfte: Die Aussetzung der regelmäßigen Tendersgeschäfte würde den Zentralbankgeldbestand sukzessive abbauen. Ein spürbarer Effekt entstünde aber erst bei Fälligkeit der beiden Dreijahresgeschäfte in etwa zwei Jahren.
- Einlagen / Anleihen: Überschüssige Liquidität kann über (revolvierende) Einlagengeschäfte oder die Ausgabe eigener Anleihen zu attraktiven Zinsen gebunden werden.

- Erhöhung Mindestreserve: Mit einem höheren MR-Satz kann die „Hebelwirkung“ der Reserven auf die Kreditvergabe eingeschränkt werden.

Fazit

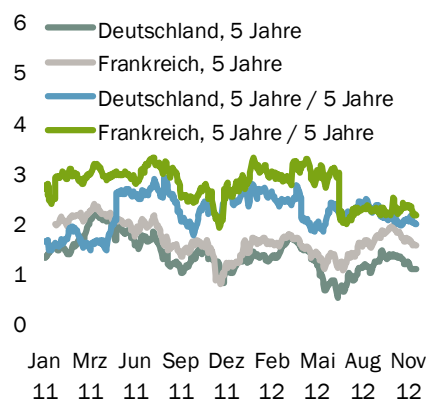
Im gegenwärtigen realwirtschaftlichen Umfeld sind Inflationsorgen unbegründet. Die Konjunktur- und Kreditdynamik sind schwach. Sollte sich dies ändern, hat die EZB die Mittel, überschüssige Reserven zu neutralisieren. Erst wenn sie dies bewusst nicht tut, kann (und sollte) berechtigt Kritik an ihr geübt werden. ■

Grafik 1: Zentralbankgeld, M3 und Preisindex (Q1/1999 = 100)



Quelle: Bloomberg, Feri

Grafik 2: Inflationserwartungen (Prozent)



Quelle: Bloomberg