

# VOLKSWIRTSCHAFT KOMPAKT

Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

Herausgeber: Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken · BVR · Volkswirtschaft/Mittelstandspolitik  
 Verantwortlich: Dr. Andreas Bley · Schellingstraße 4 · 10785 Berlin · Telefon: 030 2021-15 00 · Telefax 030 2021-1904  
 Internet: <http://www.bvr.de> · E-Mail: [volkswirtschaft@bvr.de](mailto:volkswirtschaft@bvr.de)

## Überarbeitete EZB-Strategie muss Ausweg aus Negativzinsen aufzeigen

In der zweiten Jahreshälfte wird die Europäische Zentralbank (EZB) das Ergebnis der Überarbeitung ihrer geldpolitischen Strategie bekanntgeben. Im Vorfeld konnten Bürgerinnen und Bürger ihre Anliegen in diesen Strategieprozess einbringen. Insbesondere drei Punkte wurden dabei häufig genannt.

Erstens werden die Auswirkungen der niedrigen Zinsen als schädlich wahrgenommen. Die neue geldpolitische Strategie sollte daher einen Ausweg aus der Negativzinspolitik der EZB aufzeigen. Eine vielversprechende Möglichkeit ist, vergangene Zielverfehlungen in der Zukunft nachzuholen, um eine durchschnittliche Inflationsrate von 2 % zu gewährleisten.

Zweitens werden Wohnkosten als sehr relevant für die Inflation erachtet. Im für die Geldpolitik relevanten Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) kommt diesen jedoch ein nur vergleichbar geringes Gewicht zu, da die Kosten für selbstgenutzten Wohnraum in diesem Index nicht berücksichtigt werden. Für die Akzeptanz des HVPI in der Bevölkerung scheint daher eine Berücksichtigung dieser Kosten geraten.

Drittens wird der Klimawandel von vielen Befragten als ein wichtiges sekundäres Ziel der Geldpolitik angesehen. Hier steht die Notenbank im Spannungsfeld zwischen einer möglichst umfassenden Transmission der Geldpolitik auf der einen und selektiv günstigeren Finanzierungsbedingungen für „grüne Unternehmen“ auf der anderen Seite. Ohne triftigen Grund sollte das Eurosystem jedoch nicht von dem Grundsatz der Marktneutralität abweichen.



### Inhalt

#### Überarbeitete EZB-Strategie muss Ausweg aus Negativzinsen aufzeigen 2

Dr. Martin Micheli  
 E-Mail: [m.micheli@bvr.de](mailto:m.micheli@bvr.de)

#### Finanzmärkte: Mittelfristiger Preisauftrieb nahe des Inflationszieles 9

Dr. Martin Micheli  
 E-Mail: [m.micheli@bvr.de](mailto:m.micheli@bvr.de)

#### Konjunktur: Erholung noch holprig 10

Dr. Gerit Vogt  
 E-Mail: [g.vogt@bvr.de](mailto:g.vogt@bvr.de)

## EZB-Strategie muss Ausweg aus Negativzinsen aufzeigen

Die primäre Aufgabe der Europäischen Zentralbank (EZB) in Zusammenarbeit mit den nationalen Zentralbanken ist die Wahrung der Preisstabilität im Euro-Raum. Aufgrund des seit der Großen Rezession nur schwachen Preisauftriebs hat die EZB die Leitzinsen auf historische Tiefstände gesenkt und eine Reihe unkonventioneller Maßnahmen ergriffen, insbesondere den Erwerb von Wertpapieren im großen Stil. Der aktuell maßgebliche Leitzins ist seit dem Jahr 2014 negativ.

Zu Beginn des vergangenen Jahres hat die EZB eine umfassende Überarbeitung ihrer geldpolitischen Strategie angekündigt. Diese soll in der zweiten Jahreshälfte des Jahres 2021 abgeschlossen werden. Wünschenswert wäre es, wenn die von der EZB angestrebte Überarbeitung der geldpolitischen Strategie einen Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik und eine Rückkehr zur Zinspolitik mit positiven Zentralbankzinsen aufzeigen sowie die Wahrscheinlichkeit negativer Zentralbankzinsen in zukünftigen Krisen minimieren würde.

### Umfrage unter Bürgern des Euroraums

Um die Bevölkerung in den Strategiefindungsprozess miteinzubeziehen, konnten Bürger im Rahmen einer Umfrage Erwartungen und Wünsche an die Geldpolitik äußern. Anfang Februar 2020 wurden die Ergebnisse dieser Umfrage veröffentlicht. Wenngleich die Ergebnisse durchaus heterogen ausgefallen sind, lassen sich drei zentrale Forderungen erkennen.

- Das aktuell niedrige Zinsniveau wird überwiegend als negativ wahrgenommen. Mehr als die Hälfte der Befragten gab an, dass die niedrigen Zinsen die wirtschaftliche Situation negativ beeinflussen. Demgegenüber gaben nur reichlich 10 % der Befragten an, die Niedrigzinsen positiv zu bewerten.
- Die Wohnkosten, die bislang nur zu einem geringen Teil in den Preisauftrieb eingehen, werden als höchst relevant für die Inflationsentwicklung angesehen. Über 80 % der Befragten gaben an, dass die Wohnkosten für die Inflation relevant seien. Weniger als 10 % sahen diese Kosten hingegen als nicht relevant an.
- Neben der Preisstabilität wird insbesondere

die Bekämpfung des Klimawandels als wichtiges Zentralbankziel angesehen. Knapp 50 % der Befragten äußerten, dass Ihnen der Umweltschutz als ein wichtiges Ziel neben der Preisstabilität erscheint.

### Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik

Ein zentrales Anliegen der Bevölkerung ist der Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik im Euroraum. Die Ursachen für das seit Jahren niedrige Zinsniveau sind allerdings vielschichtig. Zum einen belasten strukturelle Faktoren die Renditen im Euroraum. Der sogenannte natürliche Zins – der Zins bei dem der Gütermarkt im Gleichgewicht und das Preisniveau stabil ist – weist aufgrund eines sich abschwächenden Wachstums und demografischer Belastungen bereits seit vielen Jahren einen rückläufigen Trend auf. Auf diese strukturellen Faktoren hat die Geldpolitik keinen Einfluss.

Zum anderen befindet sich der Euroraum bereits seit der Großen Rezession in einer konjunkturellen Schwächeperiode. Die Geldpolitik versucht die Konjunktur über eine expansive Ausrichtung zu stimulieren. Die Leitzinsen befinden sich seit geraumer Zeit nahe der effektiven Zinsuntergrenze, an der Zinssenkungen nicht mehr expansive, sondern kontraktive Wirkungen entfalten. Der aktuell maßgebliche Leitzins – der Zins auf Einlagen der Geschäftsbanken beim Eurosystem – ist seit Mitte des Jahres 2014 negativ. Die EZB greift daher zunehmend auf unkonventionelle Maßnahmen zurück, insbesondere Wertpapierkäufe, um den Expansionsgrad der Geldpolitik weiter zu erhöhen. Im Vergleich zur konventionellen Zinspolitik sind die Effekte unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen allerdings schwer zu quantifizieren. Außerdem dürften die Maßnahmen insbesondere im Euroraum mit erheblichen negativen Nebenwirkungen verbunden sein. So verhindert das Eurosystem durch den massiven Überschuss der Zentralbankliquidität eine effiziente Liquiditätsallokation auf Kosten der Geschäftsbanken. Die massiven Käufe von Staatsanleihen verwässern zudem die Anreize zu einer soliden Haushaltsführung der Euroraumländer und haben längst in den Grenzbereich zur verbotenen Staatsfinanzierung durch das Eurosystem geführt.

Insgesamt haben die geldpolitischen Impulse bislang offensichtlich jedoch nicht ausgereicht, um die Inflation im Euroraum wieder nachhaltig an das mittelfristige Ziel heranzuführen. Ein rascher Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik scheint daher in der aktuellen Situation unrealistisch. Eine Rückführung der Leitzinsen beispielsweise auf ein Niveau wie zum Beginn der Währungsunion würde unter den aktuellen Bedingungen wohl unweigerlich eine tiefe Rezession im Euroraum auslösen und daher auch nicht im Interesse der Bürger des Euroraums liegen.

Die Überarbeitung der geldpolitischen Strategie eröffnet der EZB aber die Möglichkeit, die Geldpolitik künftig so zu gestalten, dass langanhaltende Phasen niedriger oder gar negativer Zinsen weniger wahrscheinlich werden. Hierfür muss die Zentralbank auch im Falle tiefer Rezessionen – trotz eines deutlich geringeren natürlichen Zinsniveaus – zukünftig über ausreichend Spielraum verfügen, um die Konjunktur mittels Zinspolitik zu stimulieren. Im Wesentlichen werden zwei Alternativen diskutiert.

### **Erhöhung des Inflationszieles**

Eine Möglichkeit, den Spielraum der Zinspolitik zu erhöhen ist die Anhebung des Inflationszieles. Ist dieses Ziel glaubwürdig, führt es zu einem entsprechend höheren Nominalzins. Die Realzinsen, die für die konjunkturellen Effekte der Zinspolitik entscheidend sind, bleiben jedoch unverändert. Ein höheres Inflationsziel vergrößert damit bei gleichem zinspolitischem Impuls, bei gleichem Realzins, den Abstand zur effektiven (nominalen) Zinsuntergrenze.

Dieser aufgrund eines höheren Inflationszieles zusätzliche Spielraum der Zinspolitik geht allerdings mit erheblichen Kosten einher. Ein im Durchschnitt deutlich höheres Inflationsziel – etwa 5 % statt bisher knapp unter 2 % – oder ein um 2 % symmetrisches Inflationsziel gingen mit einer schnelleren Entwertung des Geldes einher, was einer stärkeren Besteuerung der Geldhaltung gleichkommt. Für Unternehmen würde bei höherer Inflation der Bedarf für kostspielige Preisanpassungen steigen. Außerdem trat in der Vergangenheit eine höhere Inflation meist zusammen mit einer höheren Variation der Inflation auf. Ein deutlich höhe-

res Inflationsziel ist daher kritisch zu bewerten.

### **Berücksichtigung vergangener Zielverfehlungen**

Eine Alternative zu einem höheren Inflationsziel ist es, die Geldpolitik, wenn die effektive Zinsuntergrenze erreicht wird, durch das Versprechen zukünftig temporär höherer Inflation expansiver zu gestalten. Analog zu einem höheren Inflationsziel steigert die Erwartung eines zukünftig stärkeren Preisauftriebes den geldpolitischen Impuls aufgrund eines bei unverändertem Nominalzins geringeren Realzinses. Im Unterschied zu einer allgemeinen Erhöhung des Inflationszieles fallen die Kosten der höheren Inflation allerdings nur kurzfristig nach tiefen Rezessionen an.

Problematisch an diesem Ansatz ist allerdings, dass während einer Rezession das Versprechen einer temporären Erhöhung der Inflation im Aufschwung unter den aktuellen Rahmenbedingungen wenig glaubhaft ist. In der Rezession bietet das Versprechen eines temporären Überschießens des Inflationszieles zwar eine einfache Möglichkeit, den geldpolitischen Expansionsgrad auch an der effektiven Zinsuntergrenze zu erhöhen. Kommt der Aufschwung in Gang, liegt das Überschießen der Inflation allerdings nicht mehr im Interesse der Notenbank. Dieses Phänomen sich im Zeitverlauf ändernder Ziele wird als Zeitinkonsistenzproblem bezeichnet. Die praktischen Probleme bei der Verpflichtung zu zukünftig höherer Inflation lassen sich am Beispiel des Eurosystems seit der Finanzkrise zeigen. So hat die EZB stets vermieden, den Handlungsspielraum für zukünftige Zinsentscheidungen einzuschränken. Dies dürfte auch aus institutionellen Gründen schwerfallen, da die stimmberechtigten Mitglieder des EZB-Rates rotieren. Vielmehr orakelt die EZB seit der Finanzkrise über zukünftige Zinsentscheidungen basierend auf der aus ihrer Sicht wahrscheinlichen konjunkturellen Entwicklung im Euroraum und vermeidet eine Festlegung auf ein zukünftiges Leitzinsniveau.

Allerdings kann das Zeitinkonsistenzproblem umgangen werden. Während einer Rezession bremsen nur geringe Nachfrage typischerweise den Preisauftrieb. Bei einem starren Inflationsziel, etwa von knapp 2 %, schlägt eine temporär geringe Inflation permanent auf das Preisniveau durch. Ein späteres Überschießen der

Inflation liegt bei einer verbesserten Konjunktur dann nicht mehr im Interesse der Zentralbank. Eine explizite Berücksichtigung vergangener Abweichungen der Inflation von der Zielinflation umgingen dieses Problem. Eine temporär höhere Inflation im Aufschwung läge dann auch später noch im Interesse der Zentralbank.

Diese explizite Berücksichtigung vergangener Zielverfehlungen war ein Ergebnis der Strategiereform der Federal Reserve (Fed) in den USA. Bei der Überarbeitung ihrer geldpolitischen Strategie im vergangenen Jahr hat die Fed das bisher gültige für die Zukunft konstante Inflationsziel in ein durchschnittliches Inflationsziel umgewandelt. Die Fed will zukünftig eine durchschnittliche Inflation von 2 % erreichen. Phasen unterdurchschnittlichen Preisauftriebes sollen durch ein Überschießen des Preisauftriebes ausgeglichen werden. Unpräzise sind allerdings die Zeiträume für die ein durchschnittlicher Preisauftrieb von 2 % gewährleistet sowie in denen eine unterdurchschnittliche Inflation aufgeholt werden soll. Eine Interpretation der veränderten Fed-Strategie ist die Orientierung an einem temporären Preisniveaueziel nach schweren Rezessionen. Sollte die Fed zukünftig eine durchschnittliche Inflation von 2 %, etwa seit dem Jahr 2019 vor Ausbruch der Coronapandemie, anpeilen, wäre die Strategie hingegen äquivalent zu einem konstant wachsenden Preisniveaueziel.

An den Finanzmärkten scheint die Botschaft, dass un-

terdurchschnittliche Inflationsraten zukünftig zumindest zum Teil durch ein Überschießen der Inflation aufgeholt werden sollen, trotz der Unklarheit bezüglich wichtiger Parameter der neuen Reaktionsfunktion, angekommen zu sein. So beschleunigten sich die Inflationserwartungen für die USA seit Bekanntgabe der überarbeiteten Strategie im August 2020 deutlich. Die aus Finanzmarktprodukten gewonnene zweijährige Inflationserwartung in zwei Jahren stieg von 1,6 % im Juli 2020 auf 2,5 % im März 2021 und liegt damit auch deutlich über der unmittelbar vor der Coronapandemie erwarteten Inflation (siehe Abb. 1). Auch im internationalen Vergleich haben sich die Inflationserwartungen in den USA seither am stärksten beschleunigt (siehe Abb. 2).

Der Ausstieg aus den Negativzinsen und unkonventionellen Maßnahmen, welche die Wahrscheinlichkeit einer erneuten, langanhaltenden Niedrigzinsphase in zukünftigen Rezessionen minimieren, sollten Priorität bei der Überarbeitung der geldpolitischen Strategie der EZB haben. Das glaubhafte Versprechen, vergangene Abweichungen vom Inflationsziel durch die Ausrichtung der Geldpolitik an einer durchschnittlichen Inflationsrate zumindest zum Teil nachzuholen, scheint eine pragmatische Lösung zu sein. Die EZB sollte dabei transparent bezüglich des für das durchschnittliche Inflationsziel und des für ein Überschießen des durchschnittlichen Inflationszieles relevanten Zeitraum sein.



Anmerkungen: Aus Finanzmarktdaten gewonnene Inflationserwartungen beziehen sich auf die in zwei Jahren erwartete durchschnittliche Inflation für die kommenden zwei Jahre.

Quelle: Refinitiv Datastream, BVR

## Berücksichtigung der Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum in den Verbraucherpreisen

Nahezu alle Befragten erachteten die Wohnkosten als für die Entwicklung der eigenen Kaufkraft relevant. Vor diesem Hintergrund ist es mindestens unglücklich, dass Wohnkosten im Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), der für die Geldpolitik im Euroraum maßgeblich ist, nur unzureichend erfasst werden. Unionsweit machen Wohnungsmieten aktuell lediglich 7,5 % des Warenkorb aus. Die Kosten für selbstgenutzten Wohnraum werden im HVPI momentan gar nicht berücksichtigt.

Die Inklusion der Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum wurde in der Vergangenheit zwar ernsthaft in Erwägung gezogen. Im Jahr 2018 hat sich die EU Kommission jedoch nach Konsultationen mit der EZB und den Mitgliedsstaaten gegen deren Berücksichtigung im HVPI ausgesprochen. Dies wurde im Wesentlichen mit den hohen Anforderungen an die Datenqualität im HVPI, welche die Preisindizes für selbstgenutztes Wohneigentum nicht erfüllen, und den damit verbundenen Problemen der zeitnahen Verfügbarkeit der Daten begründet.

Das Ziel von Verbraucherpreisindizes ist die Erfassung der Preise von Gütern und Dienstleistungen, welche von Haushalten mit Konsumabsicht erworben werden. Die Berücksichtigung von selbstgenutztem Wohneigentum hängt daher maßgeblich davon ab, inwieweit der Konsum- oder der Anlageaspekt beim Immobilienkauf im Mittelpunkt stehen. Dies lässt sich naturgemäß nur schwer feststellen.

Nach aktueller Interpretation bei der Berechnung des HVPI steht der Anlageaspekt beim Immobilienkauf im Mittelpunkt. Daher sollte der Preis selbstgenutzten Wohneigentums bei der Berechnung des HVPI, wie dies aktuell der Fall ist, nicht berücksichtigt werden. Hieraus resultiert jedoch eine deutliche Unterrepräsentation der Wohnkosten im Warenkorb des HVPI im Vergleich zu den tatsächlichen Ausgaben der Haushalte. Um die Kosten selbstgenutzten Wohneigentums bei der Berechnung des nationalen Verbraucherpreisindex (VPI) dennoch berücksichtigen zu können, er-

weitert etwa Deutschland bei der Berechnung des nationalen (nicht harmonisierten) Verbraucherpreisindex die Grundgesamtheit um die Kosten selbstgenutzten Wohneigentums.

Deren Messung ist allerdings keineswegs trivial. Im Falle der Selbstnutzung von Wohnraum liegt keine monetäre Transaktion vor, die Preise sind deshalb nicht beobachtbar. Das Statistische Bundesamt in Deutschland approximiert die hypothetisch anfallenden Kosten selbstgenutzten Wohnraums mittels beobachteter Mieten qualitativ vergleichbarer Objekte (Imputation). Dieses Verfahren hat den Vorteil, dass Kosten und Nutzen des sehr langlebigen Gutes Wohneigentum periodengenau zugerechnet werden können. Für Deutschland liegt der Anteil der Nettokaltmieten (inklusive der Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum) bei 19,6 % am Warenkorb des VPI. Im Vergleich dazu liegt das Gewicht der Nettokaltmieten im deutschen HVPI (ausschließlich der Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum) bei lediglich 10,4 %.

Für den Euroraum ist dieses Vorgehen allerdings aus zwei Gründen nur schwer möglich. Zum einen verfügen nicht alle Länder des Euroraums über einen gut entwickelten Mietmarkt. In einem solchen Fall kann der nicht beobachtete Preis für selbstgenutztes Wohneigentum nicht zuverlässig durch Mietpreise approximiert werden. Der HVPI soll jedoch über alle EU-Länder vergleichbar sein, was ein einheitliches Verfahren bei der Erstellung des Indexes notwendig macht. Zum anderen ist in der Methodik des HVPI vorgesehen, dass nur monetäre Transaktionen mit Konsumzweck berücksichtigt werden sollen. Bei selbstgenutztem Wohneigentum liegt jedoch keine solche Transaktion vor.

Eine zweite Möglichkeit ist die Interpretation des Immobilienkaufes als Erwerb eines dauerhaften Konsumgutes, nicht einer Kapitalanlage. In einem solchen Fall kann bei einer Transaktion mit Konsumzweck ein Marktpreis beobachtet werden, welcher die Kriterien des HVPI erfüllt. Der Langlebigkeit des Konsumgutes Wohnimmobilie kann, im Gegensatz zur Imputation der Preise mittels Mietpreisen, allerdings nicht Rechnung getragen werden.

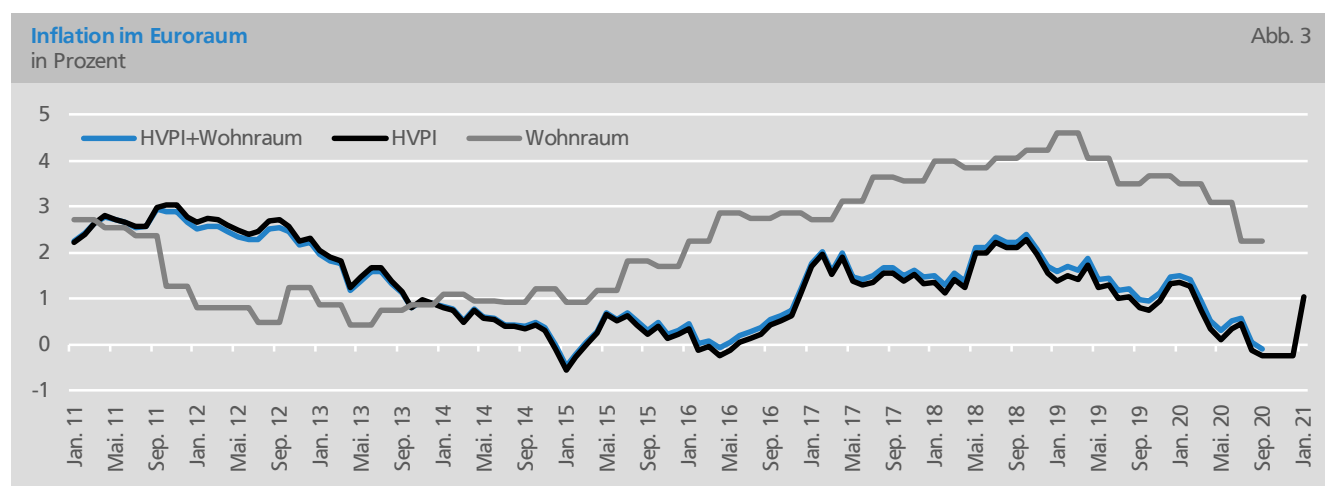


Um ein Gefühl für die aus der Berücksichtigung selbstgenutzten Wohnraums im HVPI resultierenden Effekte zu bekommen, erweitern wir den HVPI um eben jene Kosten. Wir verwenden dabei die Komponente „Neuer Wohnraum“ des Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum. Zur Erstellung einer einheitlichen Basis für die Vergleichbarkeit nutzen wir die Gewichte der Komponenten „Größere Reparaturen und Instandhaltung“ des Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum und „Instandhaltung und Reparatur der Wohnung“ des HVPI. Basis für die Aggregation des um selbstgenutzten Wohnraums erweiterten HVPI sind die Ländergewichte des HVPI.

Die Abbildung 3 vergleicht den am HVPI gemessenen Preisauftrieb mit dem berechneten Preisauftrieb für selbstgenutzten Wohnraum und dem um diese Komponente erweiterten HVPI für den Euroraum.<sup>1</sup> Seit dem Jahr 2014 ist der Preisauftrieb für selbstgenutzten Wohnraum im Euroraum deutlich stärker als der am HVPI gemessene allgemeine Preisauftrieb. Aufgrund deutlich verzögerter Verfügbarkeit der Daten kann dieser Index aktuell jedoch nur bis zum Ende des 3. Quartals 2020 berechnet werden. Trotz des deutlich höheren Preisauftriebes neuen Wohnraums ergäbe

sich bei Berücksichtigung dieser Komponente im HVPI allerdings keine fundamental andere Preisdynamik im Euroraum. Ähnlich wie zur Jahresmitte 2016<sup>2</sup> läge die Inflationsrate zuletzt rund 0,2 Prozentpunkte über der des HVPI.

Die Berücksichtigung selbstgenutzten Wohnraums im HVPI ist jedoch mit Schwierigkeiten behaftet. Die hier verwendete Komponente des Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum erfüllt aktuell nicht alle an die Komponenten des HVPI gestellten Anforderungen. So soll der HVPI eine monatliche Frequenz aufweisen und 15 Tage (für den Januar 20 Tage) nach Monatsende von den nationalen Ämtern an Eurostat übermittelt werden. Erste Schätzungen müssen gar bis zum Ende des laufenden Monats erstellt werden. Der Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum inklusive der hier verwendeten Komponente „Neuer Wohnraum“ wird hingegen lediglich auf Vierteljahresbasis berechnet und weist eine Verzögerung von etwa 100 Tagen auf. Auch beinhalten die Preise für Wohnraum nach dem von Eurostat vorgegebenen Verfahren Bodenpreise, welche aus theoretischer Sicht exkludiert werden sollten. Ein herausrechnen der Bodenpreise hätte jedoch zur Folge, dass sich die Preise nicht mehr direkt



Anmerkungen: Euroraum ausschließlich Griechenland und Lettland.  
Quelle: Eurostat, BVR

<sup>1</sup> Da die Preise für selbstgenutzten Wohnraum für Griechenland nicht verfügbar sind und die für unsere Berechnung wichtigen Gewichte für „größere Reparaturen und Instandhaltung“ im Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum für Lettland erst für die Jahre ab 2018 ausgewiesen werden, exkludieren wir diese beiden Länder in unseren Berechnungen.

<sup>2</sup> Vgl. ECB (2016) Assessing the impact of housing costs on HICP inflation, ECB Economic Bulletin, Issue 8, Seite 47 bis 50.

aus einer monetären Transaktion ergäben, was für die Berücksichtigung im HVPI jedoch eine notwendige Bedingung darstellt. Auch die Festlegung der Gewichte ist keineswegs trivial, da zwischen selbstgenutzten und nicht selbstgenutzten Wohnimmobilien privater Haushalte unterschieden werden muss.<sup>3</sup> Vor dem Hintergrund der von der Bevölkerung des Euroraums wahrgenommenen hohen Wichtigkeit, sollten die Bemühungen zur Integration der Kosten selbstgenutzten Wohnraumes in den HVPI jedoch wieder aufgenommen bzw. intensiviert werden.

### Wie sollte das Eurosystem den Klimawandel berücksichtigen?

Die Bekämpfung des Klimawandels ist eine der zentralen Aufgaben für die Wirtschaftspolitik weltweit, aktuell sowie für die absehbare Zukunft. Dies erfordert hohe Kraftanstrengungen und sollte von möglichst vielen Institutionen unterstützt werden. Zwar findet die abstrakte Forderung, Notenbanken sollten nach Möglichkeit zur Bekämpfung des Klimawandels beitragen, breite Zustimmung. Die Bekämpfung des Klimawandels ist allerdings nur ein Baustein auf dem Weg zu einer nachhaltigeren Wirtschaft. In der Praxis ist jedoch bereits dies mit vielen Fallstricken behaftet.

Durch die Berücksichtigung des Klimawandels ergibt sich für Zentralbanken der Interessenkonflikt zwischen einer möglichst breiten Transmission des gewünschten geldpolitischen Expansionsgrades einerseits und der wirtschaftspolitischen Förderung einzelner Sektoren oder Unternehmen auf der anderen Seite. Dieser Zielkonflikt ergibt sich unabhängig von der Wahl des Instruments. Aktuell wird zumeist über Instrumente auf der Aktivseite der Notenbankbilanz diskutiert, insbesondere eine bevorzugte Behandlung von Banken mit einem hohen Anteil „grüner Kredite“ im Kreditportfolio bei Refinanzierungsgeschäften mit dem Eurosystem, eine bevorzugte Behandlung „grüner Wertpapiere“ und „grüner Kredite“ bei der Hinterlegung von

Sicherheiten im Rahmen von Repo-Geschäften oder ein Fokus auf „grüne Anleihen“ im Rahmen von Wertpapierkäufen.<sup>4</sup> Mit all diesen Maßnahmen ginge eine ungleiche Behandlung von Unternehmen und eine Segmentierung der Finanzierungsbedingungen im Euroraum einher. Damit würde die Notenbank von dem im Euroraum bisher fundamentalen Grundsatz der Marktneutralität, dass Notenbankinterventionen nicht einzelne Unternehmen, Staaten oder Anleihen bevorzugen sollten, abweichen. Wie effektiv eine aktive Industriepolitik des Eurosystems zur Bekämpfung des Klimawandels wäre, ist allerdings unklar.

Allen Überlegungen liegt die Annahme zu Grunde, dass ein objektives und im Euroraum einheitliches Maß zur Bewertung der Nachhaltigkeit unternehmerischer Aktivität existiert. Aktuell scheint diese notwendige Bedingung jedoch noch nicht erfüllt. Europaweit einheitliche Kennzahlen zur Bewertung der Nachhaltigkeit von Finanzprodukten dürften die Bewertung von Finanzmarktprodukten erheblich erleichtern und zu einer besseren Berücksichtigung der mit Nachhaltigkeit in Verbindung stehenden Risiken an den Finanzmärkten führen. Daher sollte das Eurosystem die Schaffung solcher europaweit einheitlichen Kennzahlen weiter konstruktiv begleiten. Dies liegt im ureigenen Interesse des Eurosystems, da mit dem Klimawandel verbundene finanzielle Risiken durch die massive Ausweitung der Geldbasis mindestens indirekt auch Eingang in die Bilanzen der Notenbanken gefunden haben. Solange die EZB an der unkonventionellen Geldpolitik im Euroraum festhält, setzt sich das Eurosystem diesen Risiken weiter aus.

Mit der gezielten Förderung einzelner Unternehmen oder Sektoren würde das Eurosystem jedoch in Politikfelder vordringen, welche gewählten Volksvertretern vorbehalten bleiben sollten. So scheint zwar ein breiter Konsens über die Notwendigkeit eines reduzierten Ausstoßes von Treibhausgasen in der EU zu herrschen. Keineswegs Einigkeit herrscht hingegen darüber, wie

<sup>3</sup> Das Office for National Statistics (ONS) im Vereinigten Königreich unterscheidet bei der Festlegung der Gewichte beim Zugang neuer Objekte nicht zwischen selbstgenutzten und nicht selbstgenutzten Objekten. Für den Erwerb bereits existierender Objekte zur Selbstnutzung durch private Haushalte sieht sich das ONS nicht in der Lage Gewichte zu ermitteln, und unterstellt bei der Berechnung des Index daher ein Gewicht von 0.

<sup>4</sup> Vgl. Network for Greening the Financial System (2021), Adapting central bank operations to a hotter world, Technical document.

und mit welcher Geschwindigkeit dies erreicht werden soll und wer die Kosten dieses Anpassungsprozesses tragen soll. Dieser Prozess mag einem Teil der Bevölkerung – zu Recht oder zu Unrecht – nicht dynamisch genug sein. Dies zu Verhandeln ist jedoch die Aufgabe gewählter Politiker. Die gezielte Förderung einzelner Wirtschaftsaktivitäten sollte Aufgabe der Europäischen Investitionsbank bleiben.

### Fazit

Oberste Priorität bei der Überarbeitung der geldpolitischen Strategie im Euroraum sollte eine Rückkehr zur konventionellen Geldpolitik und damit verbunden der Ausstieg aus der Negativzinspolitik und eine Rückführung der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen haben. Um dies zu ermöglichen muss sichergestellt werden, dass das Eurosystem zukünftig mittels Zinspolitik auch auf tiefe Rezessionen angemessen reagieren kann. Ein vielversprechender Ansatz ist vergangene Verfehlungen des Inflationszieles zumindest zum Teil in der Zukunft nachzuholen. Einen solchen Ansatz hat die Fed im vergangenen Jahr mit der Einführung eines durchschnittlichen Inflationszieles beschlossen. Auch das Eurosystem sollte bei der eigenen Überarbeitung der geldpolitischen Strategie einen solchen Ansatz in Erwägung ziehen.

Außerdem sollte die Preisentwicklung von Wohnimmobilien eine stärkere Berücksichtigung im Inflationsmaß finden. Da selbstgenutztes Wohneigentum aufgrund statistischer Anforderungen im HVPI aktuell nicht berücksichtigt wird, sind Wohnimmobilienpreise in diesem Index deutlich untergewichtet. Die Approximation der Preise für selbstgenutztes Wohneigentum über beobachtete Mieten scheint aufgrund von Datenanforderungen auf europäischer Ebene nicht möglich. Die Berücksichtigung von Immobilienpreisen im HVPI scheint eine vielversprechende Alternative. Allerdings sind Daten hierzu aktuell nur mit erheblicher Zeitverzögerung verfügbar. Deshalb sollten die Anstrengungen zur Berücksichtigung dieser Preise intensiviert werden.

Die Bekämpfung des Klimawandels ist eine der zentralen Aufgaben der europäischen Politik in den kommenden Jahren. Allerdings sollte das Eurosystem sich

nicht ohne Not auf das Feld der europäischen Industriepolitik drängen lassen. Die Marktneutralität ist ein zentraler Grundsatz der europäischen Geldpolitik, welcher nicht angetastet werden sollte. Vielmehr sollte das Eurosystem weiter die Ausarbeitung eines Systems zur Beurteilung der Nachhaltigkeit von Unternehmen und Investitionen begleiten. ■





## Finanzmärkte: Mittelfristiger Preisauftrieb nahe des Inflationszieles

BVR Inflationsaussichten

Der BVR Indikator für die Inflationsaussichten im Euro-raum hat in den vergangenen Monaten deutlich angezogen. Nach 44 Punkten im Februar liegt der Indikator im März bei (revidierten) 47 Punkten. Für April steigt das Inflationsbarometer auf 49 Punkte und liegt damit in der Nähe des neutralen Wertes von 50. Dies deutet auf eine mittelfristige Inflationsentwicklung im Einklang mit dem Inflationsziel der EZB hin.

### Konjunkturell bedingter Preisauftrieb beschleunigt sich deutlich

Die gewichtige Konjunkturkomponente der BVR Inflationsaussichten hat sich seit Februar deutlich beschleunigt. Diese Komponente stieg in den vergangenen beiden Monaten um insgesamt 11 Punkte auf 50 Punkte im April. Die Konjunktur dürfte damit nun neutral auf die mittelfristige Inflationsentwicklung wirken. Dieser deutlich beschleunigte konjunkturell bedingte Preisauftrieb im Euroraum ist insbesondere auf ein sich zuletzt deutlich aufgehelltes Wirtschaftsklima zurückzuführen. Die Perspektive einer Überwindung der Coronapandemie im Zuge einer, wenngleich schleppend voranschreitenden, Impfkampagne dürfte hierfür der maßgebliche Faktor sein. Aber auch die Auftragsbestände im Verarbeitenden Gewerbe gingen zu-

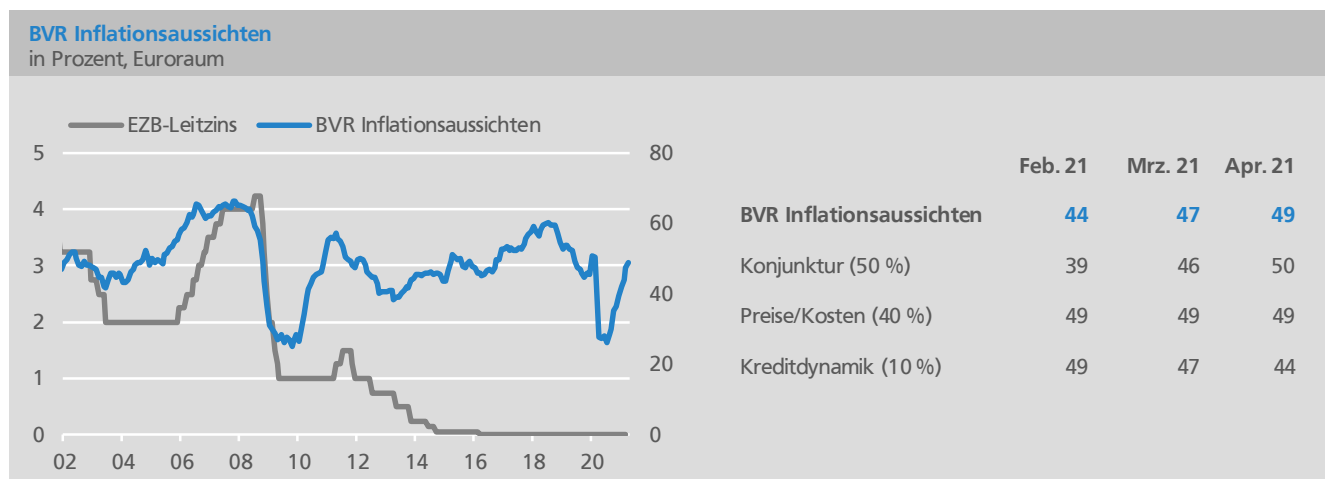
letzt deutlich weniger zurück und befinden sich in etwa auf dem Niveau des langjährigen Mittels.

### Kostendruck neutral

Die Kostenkomponente hat sich in den vergangenen Monaten nicht verändert und liegt seit Februar unverändert bei 49 Punkten. Der kostenseitige Preisauftrieb dürfte damit in etwa neutral wirken. Zwar zogen die Rohölpreise im vergangenen Monat an, was sich in steigende Energiepreise übertrug. Zudem wertete der Euro gegenüber den Währungen der 42 wichtigsten Handelspartner des Euroraums leicht ab. Beides wirkt preistreibend. Der resultierende Kostendruck scheint jedoch in etwa in Einklang mit dem Inflationsziel von unter, aber nahe 2 % zu sein.

### Kreditdynamik schwächt sich ab

Die Kreditkomponente ist von 49 Punkten im Februar auf 44 Punkte im April gesunken. Von der Kreditdynamik geht damit ein leicht unterdurchschnittlicher Preisauftrieb aus. Dieser leichte Rückgang der Kreditkomponente ist in einer im Vergleich zu den Vormonaten etwas weniger dynamischen Kreditentwicklung an private Haushalte und Unternehmen begründet. ■



Die BVR Inflationsaussichten sind ein Indikator für die mittelfristige Inflationsentwicklung im Euroraum mit Werten zwischen null und 100. Der Indikatorwert von 50 ist mit dem Erreichen des impliziten Inflationszieles der EZB von „unter, aber nahe von 2 %“ verbunden. Geringere (höhere) Werte signalisieren eine geringere (höhere) mittelfristige Inflationsentwicklung. Die Konjunkturkomponente enthält die Industrieproduktion, den Auftragsbestand im Verarbeitenden Gewerbe, das Wirtschaftsklima und die Kapazitätsauslastung im Euroraum. Die Komponente für Preise/Kosten beinhaltet den HWWI-Energiepreisindex, die Lohnstückkosten und den handelsgewichteten Euro-Wechselkurs. Die Kreditdynamik wird anhand der Jahreswachstumsrate der Kredite an Unternehmen und Privathaushalte gemessen.

Quelle: BVR, Refinitiv Datastream



BVR Konjunkturbarometer

## Konjunktur: Erholung noch holprig

### BVR Konjunkturbarometer bleibt nach aktuellem Datenstand im April unverändert

Die wirtschaftliche Erholung Deutschlands von den Folgen der Coronapandemie verläuft weiterhin holperig und mit Rückschlägen. So haben Bundeskanzlerin Angela Merkel und die Länderregierungschefs am 23. März wegen der zu einer dritten Welle angestiegenen Neuinfektionszahlen eine abermalige Verlängerung der Schutzmaßnahmen bis zum 18. April beschlossen. Dennoch zeichnet sich für das Sommerhalbjahr, angesichts zunehmender Impfungen und Testungen, ein kräftiger Aufschwung ab. Hierauf deutet auch das BVR Konjunkturbarometer hin, das nach derzeitigem Datenstand im April noch bei 55 Punkten verharrt.

### Verbreiterte Stimmungsaufhellung

Es ist allerdings davon auszugehen, dass das Barometer nachträglich nach oben revidiert wird. Grund hierfür dürfte unter anderem das Verbrauchervertrauen sein, das voraussichtlich im April erstmals seit Mai 2018 wieder über das Vorjahresniveau steigen wird. Damit würden neben dem ifo Geschäftsklima und den ZEW-Konjunkturerwartungen auch das Verbrauchervertrauen

eine Steigerungswirkung auf das Barometer ausüben.

### Industrie-/Exportindikatoren im Aufwind

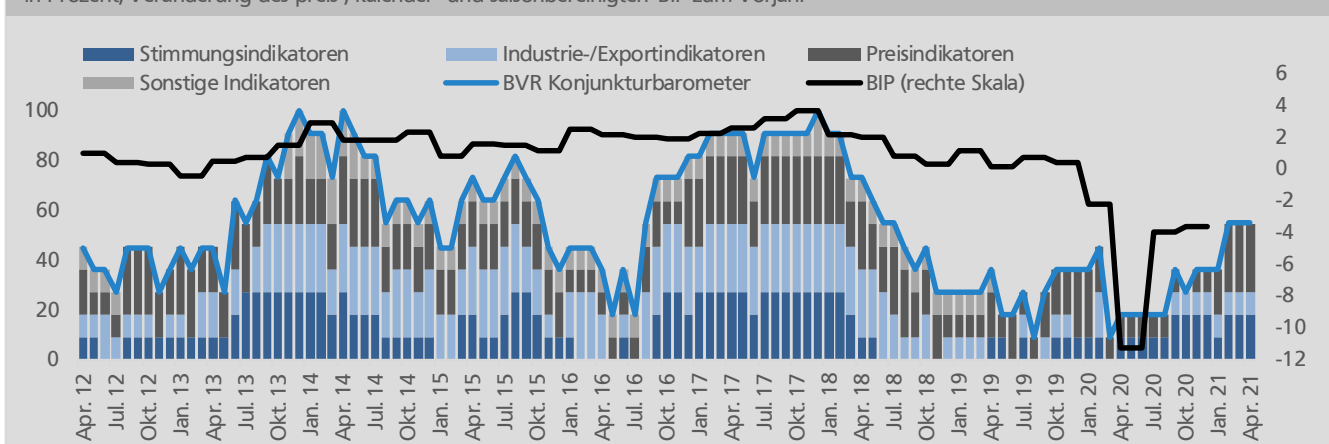
Auch die Industrie-/Exportindikatoren werden in naher Zukunft voraussichtlich für einen merklichen Anstieg des BVR Konjunkturbarometers sorgen. Nicht nur die Auftragseingänge des Verarbeitenden Gewerbes, die sich bereits seit September 2020 über ihren Vorjahreswerten befinden, auch die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes sowie die Ausfuhren der deutschen Wirtschaft dürften spätestens im April über ihre Vorjahresstände steigen. Impulse erhält die deutsche Industrie dabei unter anderem durch das 1,9 Bill. Euro schwere Konjunkturpaket von US-Präsident Biden, das Mitte März vom US-Kongress verabschiedet wurde.

### Steigende Preisindikatoren

Die Rohölpreise haben im Zuge der zeitweisen Blockade des Suezkanals durch das Containerschiff Ever Given zuletzt zwar etwas nachgegeben. Sie befinden sich jedoch noch immer deutlich über ihren pandemiebedingt sehr niedrigen Vorjahresständen, ebenso wie die Verbraucherpreise und das Börsenbarometer DAX, das zuletzt neue Höchststände verzeichnete. ■

#### BVR Konjunkturbarometer

in Prozent, Veränderung des preis-, kalender- und saisonbereinigten BIP zum Vorjahr



Das BVR Konjunkturbarometer ist ein Indikator für die konjunkturelle Entwicklung Deutschlands und kann Werte zwischen null und 100 annehmen. Es verdichtet die Signale von 3 Stimmungskennindikatoren (ifo Geschäftsklima, ZEW-Konjunkturerwartungen, Verbrauchervertrauen), 3 Industrie-/Exportindikatoren (Industrieproduktion, Industrie-Auftragseingang, Ausfuhren), 3 Preisindikatoren (Verbraucherpreisindex, Rohölpreis, DAX) und 2 sonstige Indikatoren (Geldmarktzins, Offene Stellen). Als Diffusionsindex misst das BVR Konjunkturbarometer den prozentualen Anteil der Indikatoren an allen 11 einbezogenen Indikatoren, die gegenüber dem Vorjahresmonat gestiegen sind. Liegen für einen Indikator aktuell noch keine Werte vor, wird das Signal des Vormonats verwendet.

Quelle: BVR, Refinitiv Datastream