



EUROPEAN CENTRAL BANK

EUROSYSTEM

Die Geldpolitik der EZB in der Corona-Krise

Webinar von Sven Giegold (MdEP)
mit der Heinrich-Böll-Stiftung,
14. April 2021

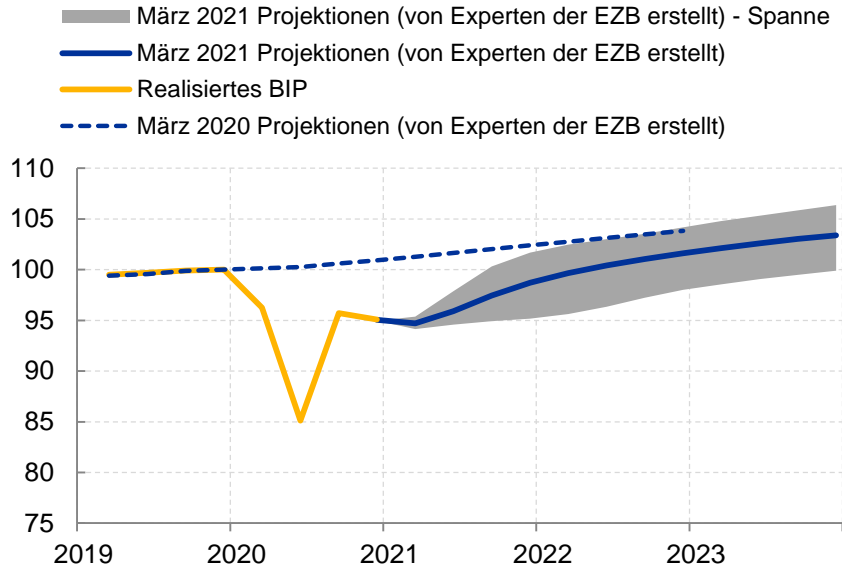


Prof. Dr. Isabel Schnabel
Mitglied des Direktoriums der Europäischen Zentralbank

Schwerer wirtschaftlicher Einbruch mit lang anhaltenden Auswirkungen

Aktuelle Projektionen des Eurosystems

Reales Bruttoinlandsprodukt (Index: Q4 2019 = 100)

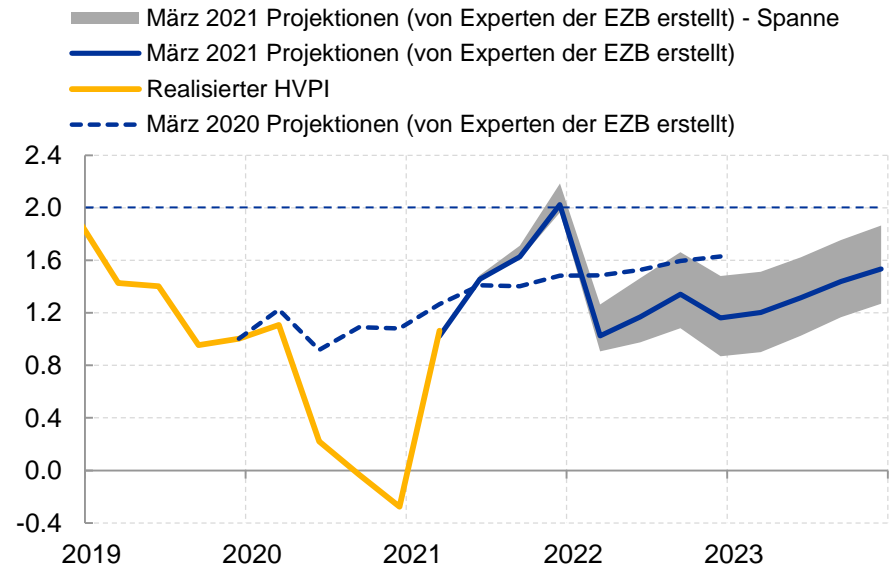


Quelle: EZB.

Anmerkung: Die graue Fläche zeigt die Spanne der Schätzungen, die einen milderen und einen schwereren Verlauf der Krise abdecken.

Jüngste Daten: Q4 2020 für Daten zum realisierten BIP sowie für im März 2021 veröffentlichte, von Experten der EZB erstellte Projektionen.

Inflationsrate (Jahreswachstumsraten HVPI, in %)



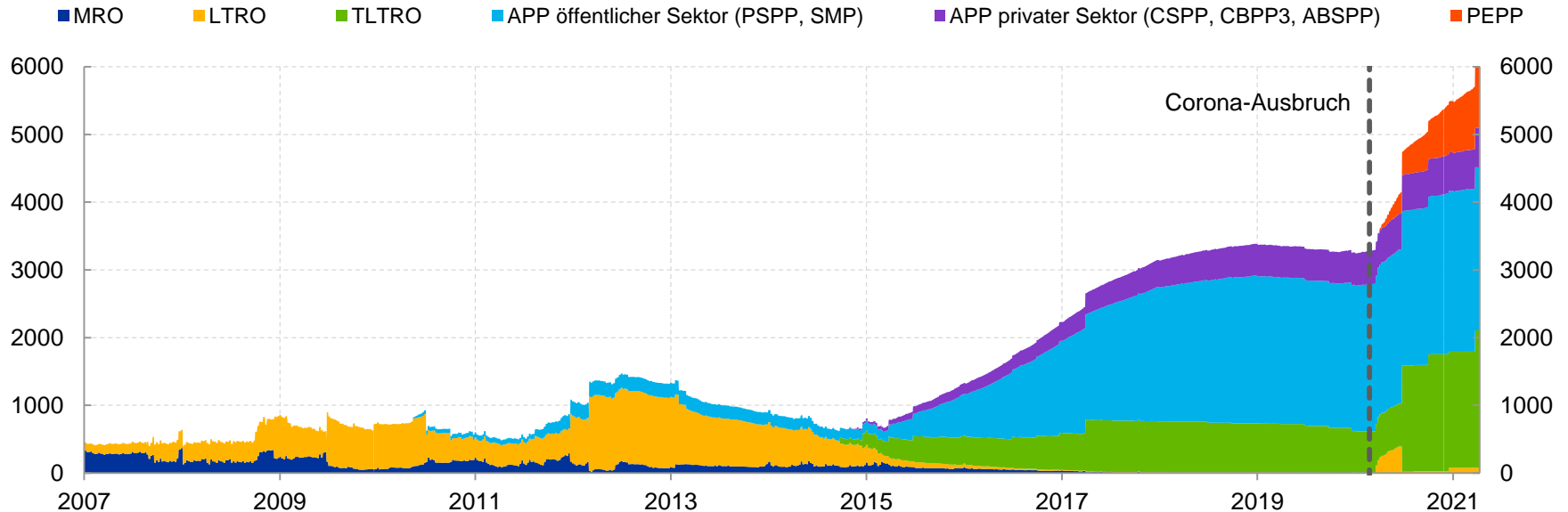
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die graue Fläche zeigt die Spanne der Schätzungen, die einen milderen bzw. einen schwereren Verlauf der Krise abdecken.

Jüngste Daten: Q1 2021 für Daten zum realisierten HVPI.

Starke Ausweitung der EZB-Bilanz aufgrund neuer geldpolitischer Maßnahmen in Reaktion auf die Corona-Pandemie

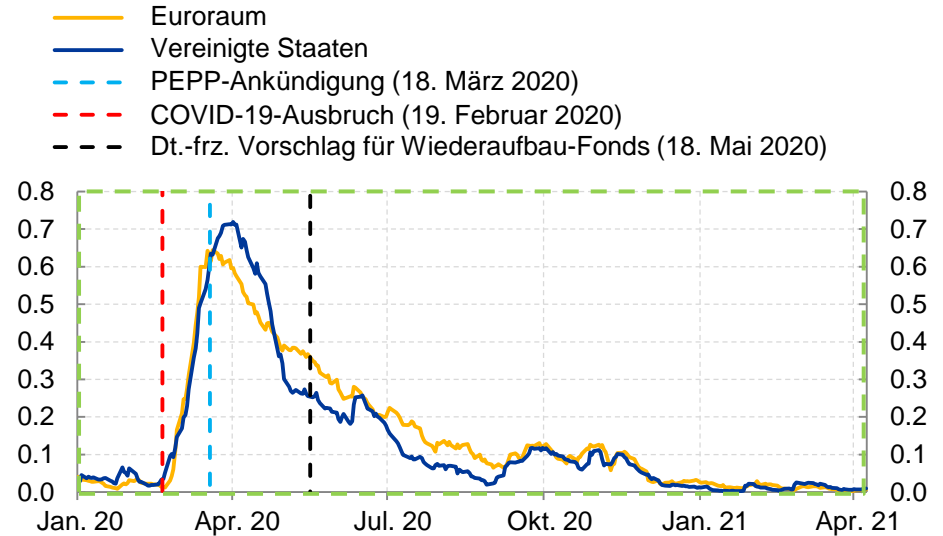
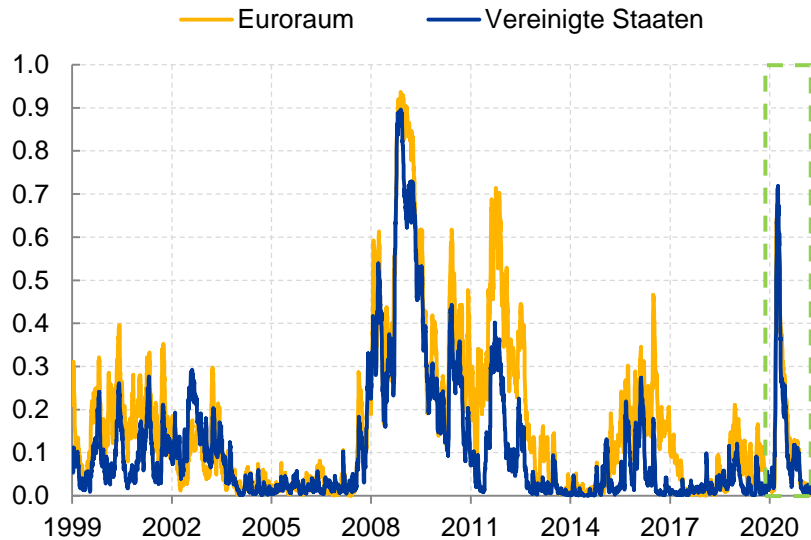
EZB-Bilanz nach Programmen (in Mrd. €)



Quellen: EZB, EZB-Berechnungen.
Jüngste Daten: 9. April 2021.

Geldpolitische Maßnahmen haben schwere Finanzkrise verhindert

Indikator für systemischen Stress im Finanzmarkt (CISS) (Index)

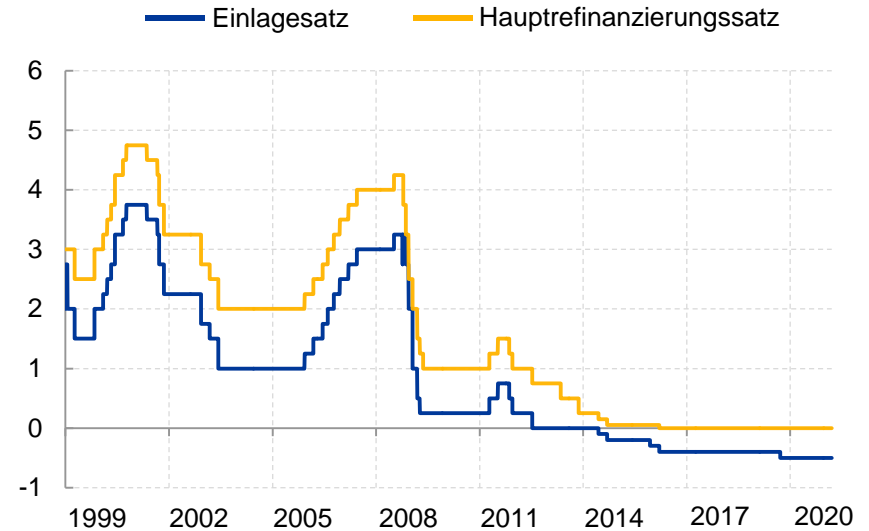
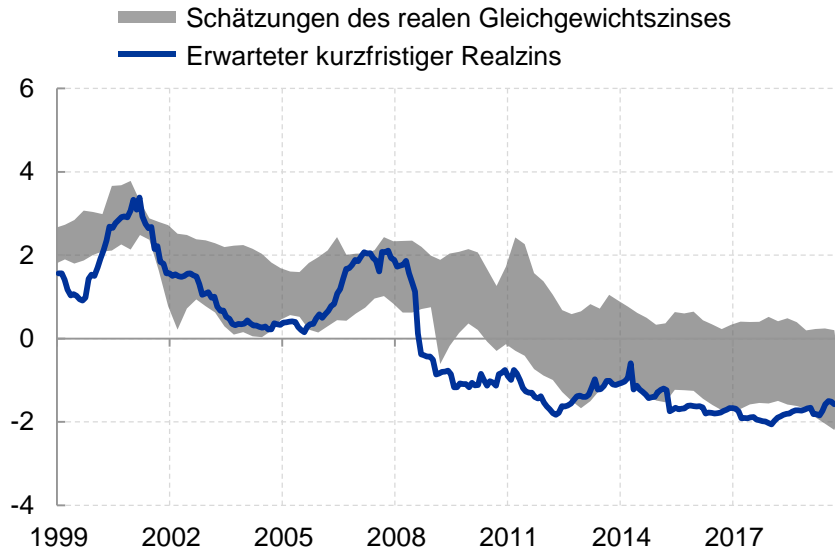


Quelle: EZB, Working Paper Nr. 1426.

Anmerkungen: CISS steht für Composite Indicator of Systemic Stress (0 = kein Stress, 1 = hoher Stress). Der Indikator aggregiert Stresssignale aus Geld-, Anleihe-, Aktien- und Devisenmärkten. Jüngste Daten: 8. April 2021.

Langjähriges Absinken des realen Gleichgewichtszinses im Euroraum macht unkonventionelle Geldpolitik zum geeigneten Instrument

Realzins, modellbasierte Schätzungen des realen Gleichgewichtszinses und Leitzinsen im Euroraum (in %)

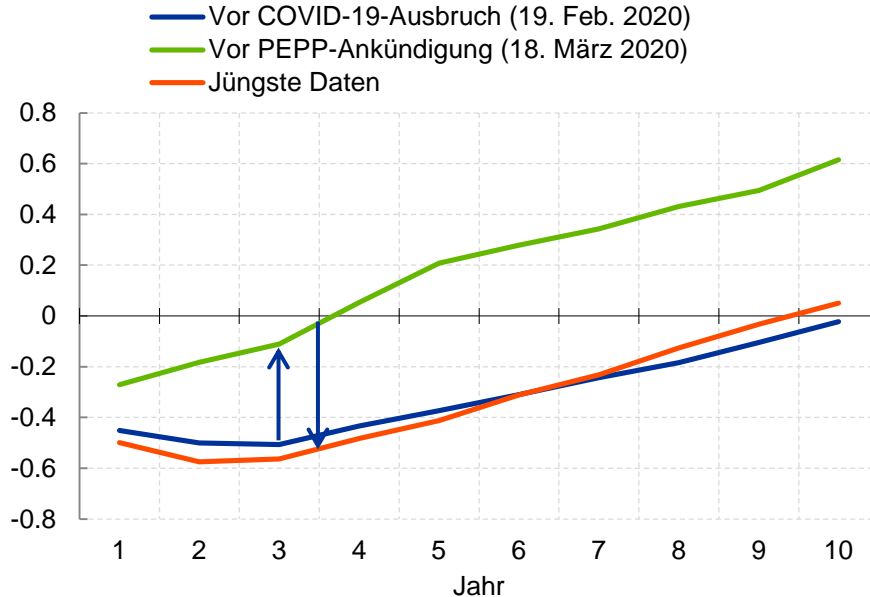


Quelle: EZB, The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy, Occasional Paper Nr. 217. Aktualisierungen: Ajevskis (2018), Brand, Goy, Lemke (2020), Brand, Mazelis (2019), Fiorentini, Galesi, Pérez-Quirós, Sentana (2018), Holston, Laubach, Williams (2017), Jarocinski (2017).

Anmerkungen: Die Spanne der Schätzungen umfasst Punktschätzungen mehrerer Modelle und enthält daher Modellunsicherheiten, jedoch keine anderen Unsicherheitsquellen. Der erwartete kurzfristige Realzins basiert auf der Differenz zwischen EONIA und den Konsenserwartungen hinsichtlich der Inflation für das darauffolgende Kalenderjahr.

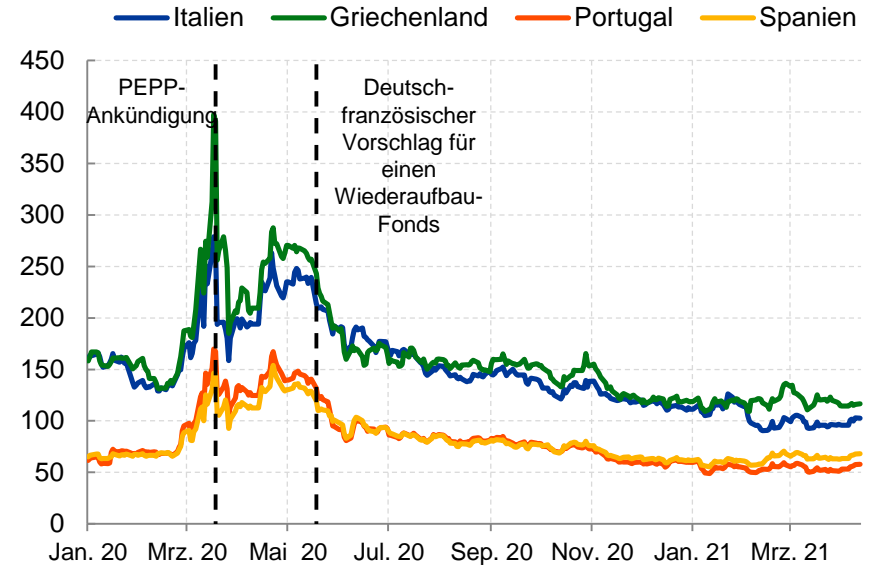
Rückgang der Zinsen im Staatsanleihemarkt und des Fragmentierungsrisikos

BIP-gewichtete Zinsstrukturkurve im Euroraum
(in %)



Quellen: Bloomberg, EZB.
Jüngste Daten: 9. April 2021.

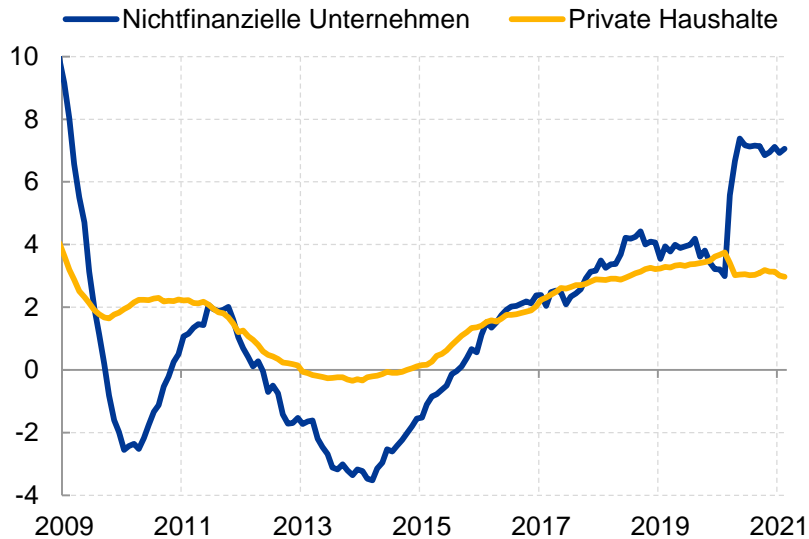
Renditedifferenzen zu 10-jährigen deutschen Staatsanleihen
(in Basispunkten)



Quelle: Bloomberg.
Jüngste Daten: 9. April 2021.

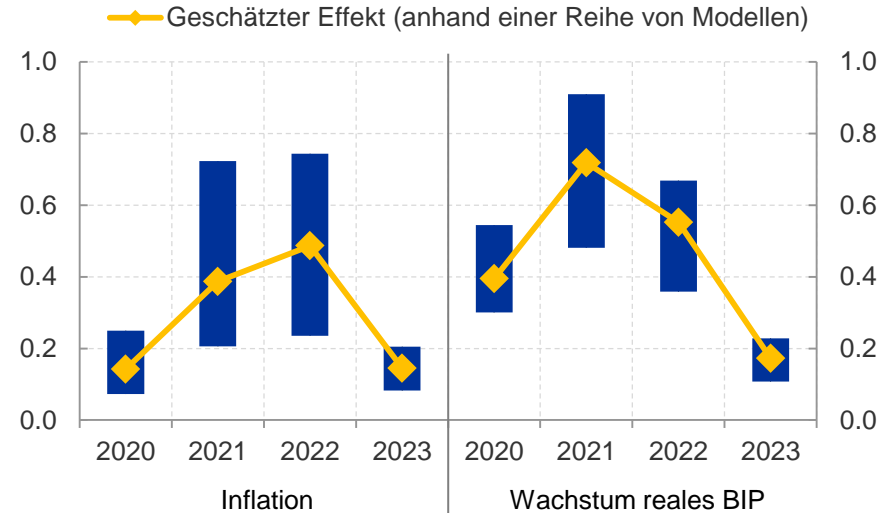
Kräftiges Kreditwachstum, spürbare Impulse durch geldpolitische Maßnahmen

Kreditwachstum im Euroraum (jährliche Wachstumsrate, in %)



Quelle: ECB (BSI).
Anmerkung: Die jährlichen Kreditwachstumsraten sind um Verkäufe, Verbriefungen und Cash-Pooling bereinigt.
Jüngste Daten: Februar 2021.

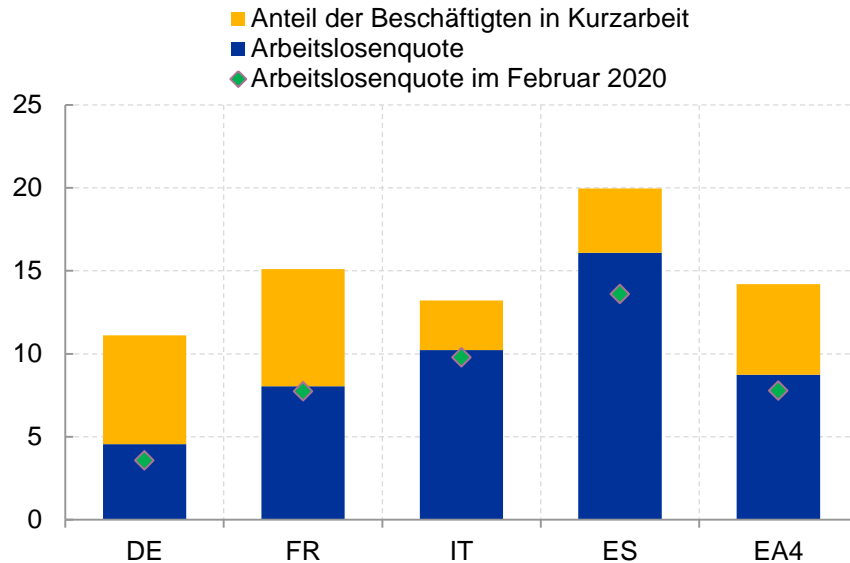
Geschätzter Effekt der geldpolitischen Maßnahmen seit März 2020 (in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.
Anmerkungen: Die Grafik zeigt den Durchschnitt der Schätzungen anhand verschiedener Modelle. Die Maßnahmen umfassen das PEPP, die TLTRO-III und die Aufstockung des APP um 120 Mrd. €. Die Analyse bezieht sich auf die geschätzten Auswirkungen der Beschlüsse zu APP, PEPP und TLTRO im März, April, Juni, und Dezember 2020.

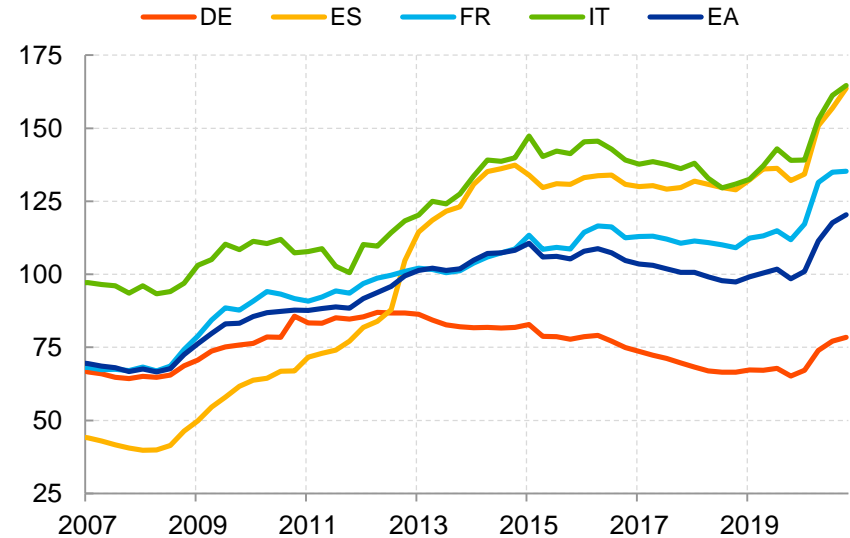
Positiver Effekt fiskalischer Maßnahmen auf den Arbeitsmarkt, spürbarer Anstieg der Staatsschuldenquote

Arbeitslosenquote und Auswirkung der Kurzarbeit (in %)



Quellen: Eurostat, Bundesagentur für Arbeit, ifo Institut, Ministère du Travail, de L'Emploi et de L'Insertion, INPS, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, EZB-Berechnungen.
Anmerkung: EA4 steht für Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien.
Jüngste Daten: Februar 2021

Staatsschuldenquote (in % des BIP)



Quelle: Institute of International Finance.
Anmerkung: DE – Deutschland, ES – Spanien, FR – Frankreich, IT – Italien, EA – Euroraum.
Jüngste Daten: Q4 2020.

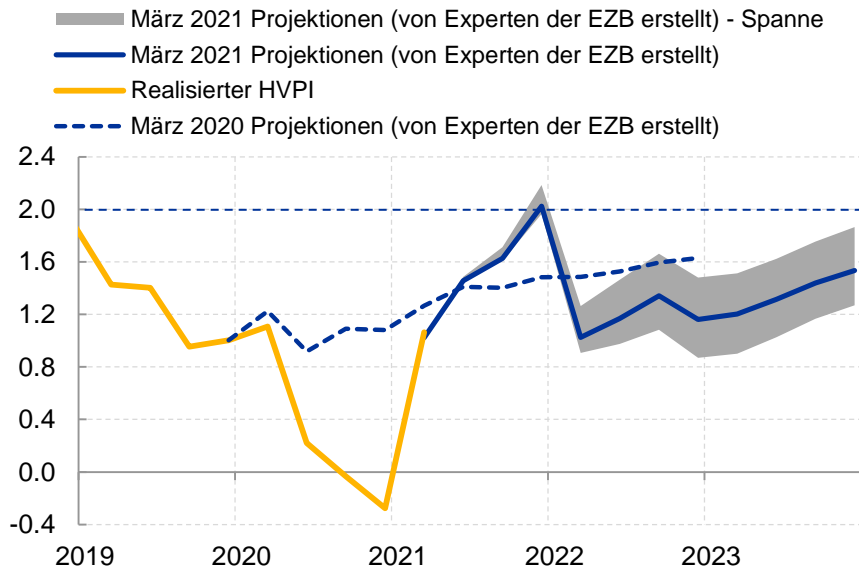
Weitere Folien zur Diskussion

Droht eine hohe Inflation?

Kurzfristiger, aber nicht nachhaltiger Anstieg der Inflation

Inflationsrate

(Jahreswachstumsraten HVPI, in %)



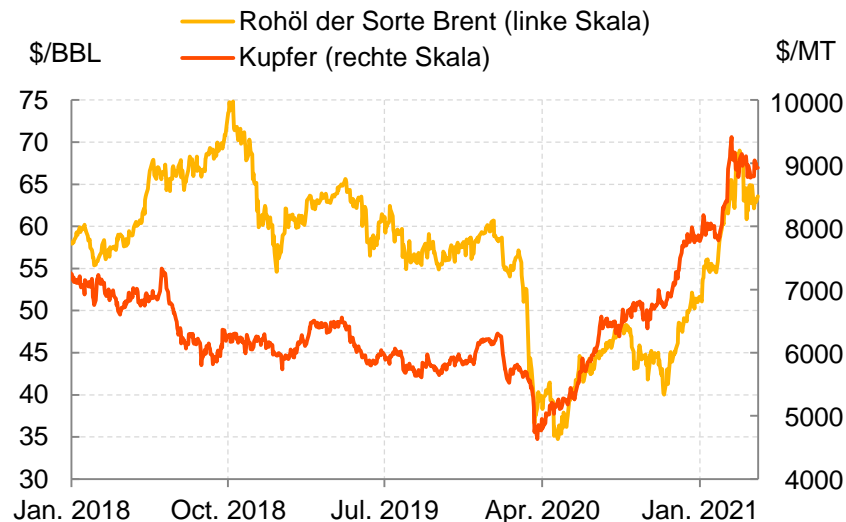
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die graue Fläche zeigt die Spanne der Schätzungen, die einen milderen bzw. einen schwereren Verlauf der Krise abdecken.

Jüngste Daten: Q1 2021 für Daten zum tatsächlichen HVPI.

Rohstoffpreise

(Ölpreis in \$/BBL, Kupferpreis in \$/MT)



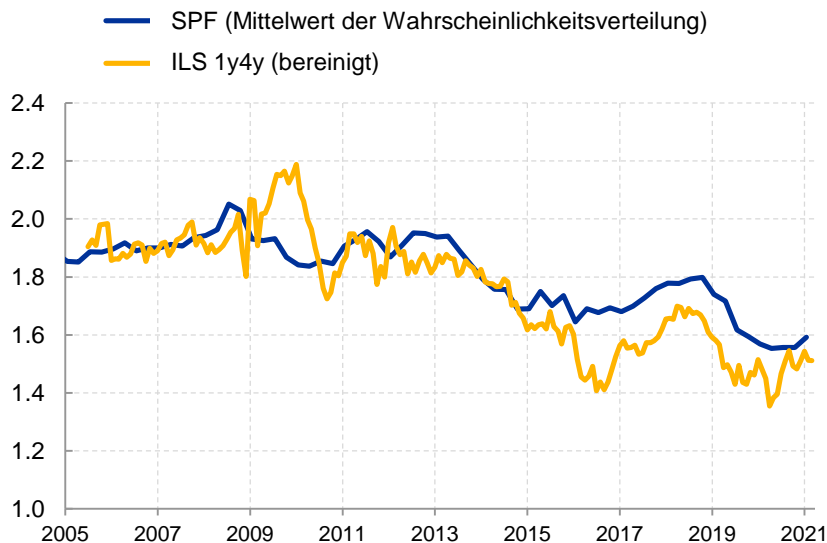
Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: Beim Kupferpreis handelt es sich um rollierende 3-Monats-Forward-Kontrakte für Kupfer (LME).

Jüngste Daten: 9. April 2021.

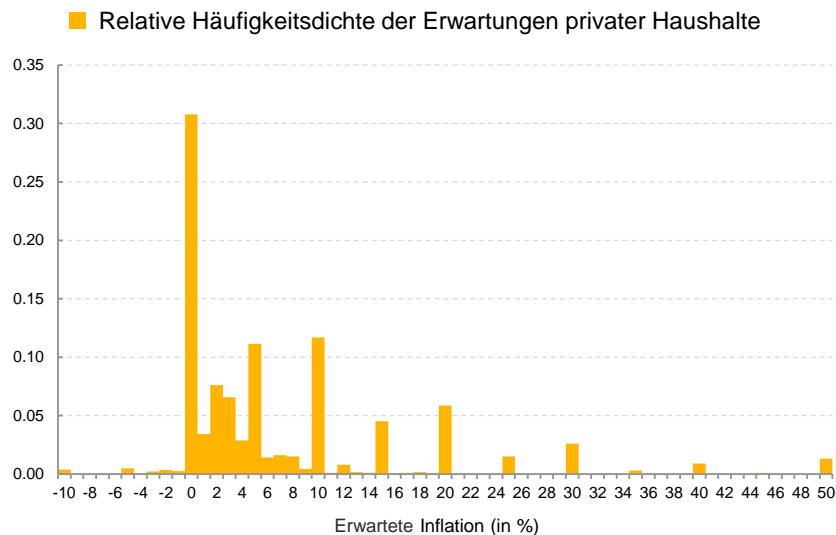
Längerfristige Inflationserwartungen von Experten deutlich unter 2%, große Schwankungsbreite bei Inflationserwartungen der privaten Haushalte

Umfrage- und marktbasiertere längerfristige Inflationserwartungen (Veränderung zum Vorjahr, in %)



Quellen: Survey of Professional Forecasters (SPF), Refinitiv, Eurosystem-Berechnungen.
Anmerkung: Die dargestellte marktbasiertere 1y4y ILS-Rate wurde mithilfe eines Zinsstrukturmodells um Inflationsrisikoprämien bereinigt.
Jüngste Daten: Q1 2021 (SPF), März 2021 (ILS).

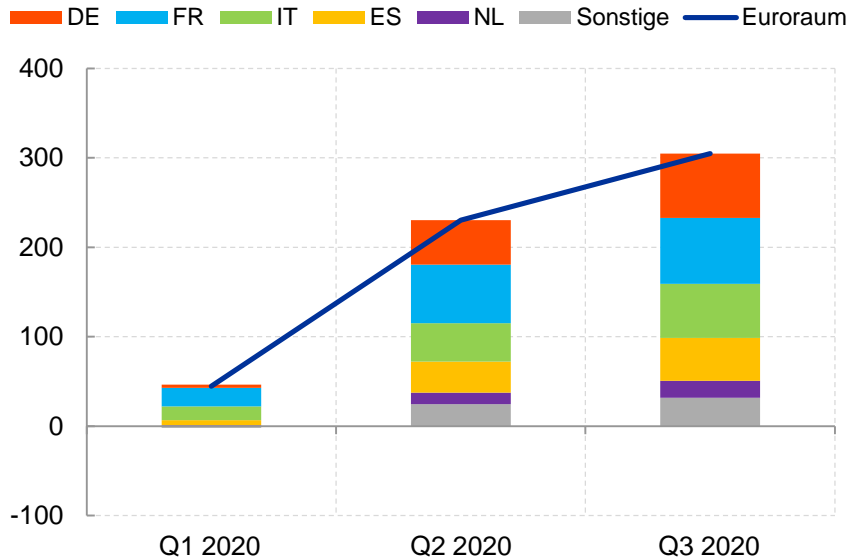
Häufigkeitsverteilung der Inflationserwartungen privater Haushalte (in %)



Quellen: DG-ECFIN, Eurosystem-Berechnungen.
Anmerkung: Die Stichprobe deckt die Jahre 2004-2020 ab.

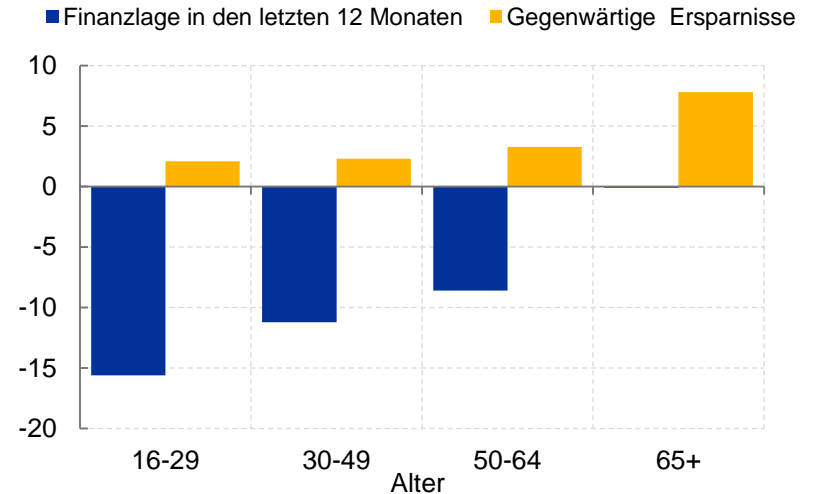
Was passiert mit der Überschussersparnis?

Akkumulierte Überschussersparnis im Euroraum (Höhe der seit Q4 2019 akkumulierten Überschussersparnis, in Mrd. €)



Quellen: Eurostat, nationale Statistikquellen und interne EZB-Schätzungen.
Anmerkungen: DE – Deutschland, FR – Frankreich, IT – Italien, ES – Spanien, NL – Niederlande.
Die akkumulierte Überschussersparnis ist definiert als die kumulierte Differenz zwischen realisierten Ersparnissen und geschätzten Ersparnissen basierend auf einem kontrafaktischen Verlauf in der Zeit vor der Pandemie.

Finanzlage und Ersparnisse privater Haushalte (Veränderung des Saldos, März 2021 vs. Januar 2020)

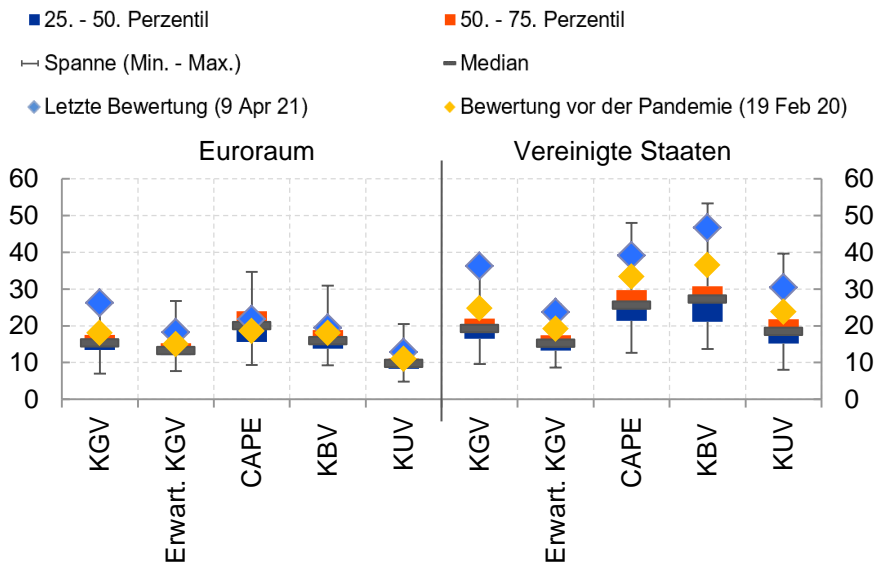


Quellen: DG-ECFIN, EZB-Berechnungen.
Anmerkungen: Die Änderung der Finanzlage privater Haushalte und ihrer Fähigkeit zur Ersparnisbildung wird anhand der Veränderung des jeweiligen Saldos zwischen Januar 2020 und März 2021 ermittelt. Der Saldo ergibt sich aus der Differenz der positiven Antworten und der negativen Antworten (jeweils in % der gegebenen Antworten) auf die jeweiligen Fragen zur Veränderung der Finanzlage und Ersparnissituation.

Geldpolitik und Vermögenspreise

Anzeichen überhöhter Bewertungen an den Aktienmärkten vor allem in den Vereinigten Staaten

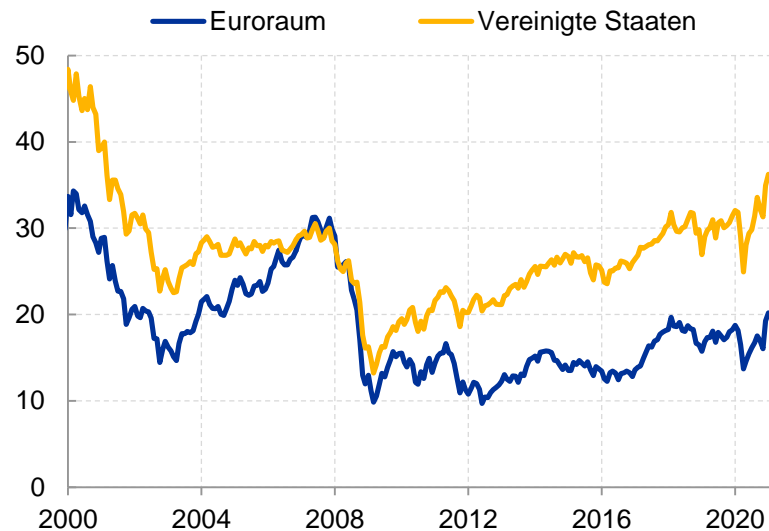
Rechnungslegungs-basierte Bewertungskennzahlen, Gesamtmarkt (Verteilung seit 1985, Verhältniszahl)



Quellen: Thomson Reuters, EZB-Berechnungen.

Anmerkungen: Bewertungskennzahlen werden seit 1985 im monatlichen Rhythmus erfasst – mit Ausnahme des erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) für den Euroraum, das seit 1989 verfügbar ist. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) und das Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV) wurden mit dem Faktor 10 multipliziert. Die blauen und roten Balken stehen für das 25. – 50. bzw. 50. – 75. Perzentil. Jüngste Daten: 9. April 2021.

Konjunkturbereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis (CAPE) in den Vereinigten Staaten und im Euroraum (Verhältniszahl)



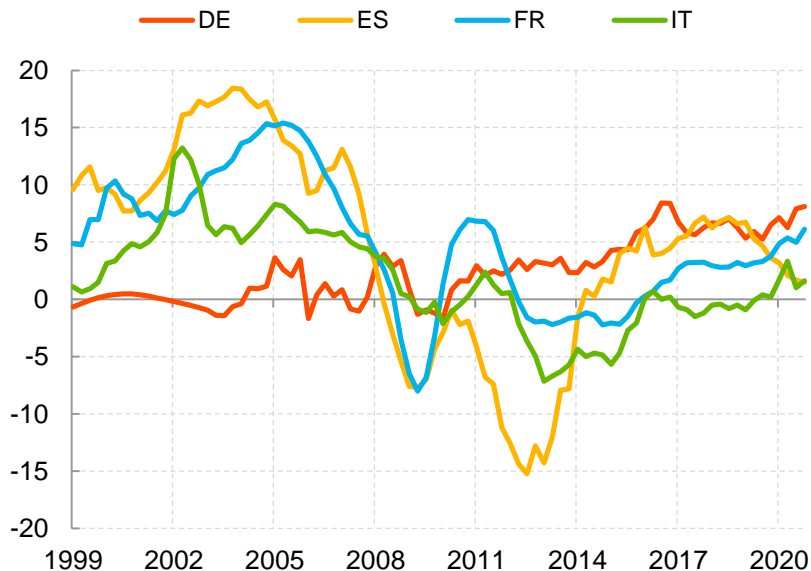
Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das konjunkturbereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis (CAPE) ist der inflationsbereinigte Wert eines Aktienindex geteilt durch die über die letzten zehn Jahre gemittelten realen Gewinne der Unternehmen im Index.

Jüngste Daten: März 2021 (Monatswerte).

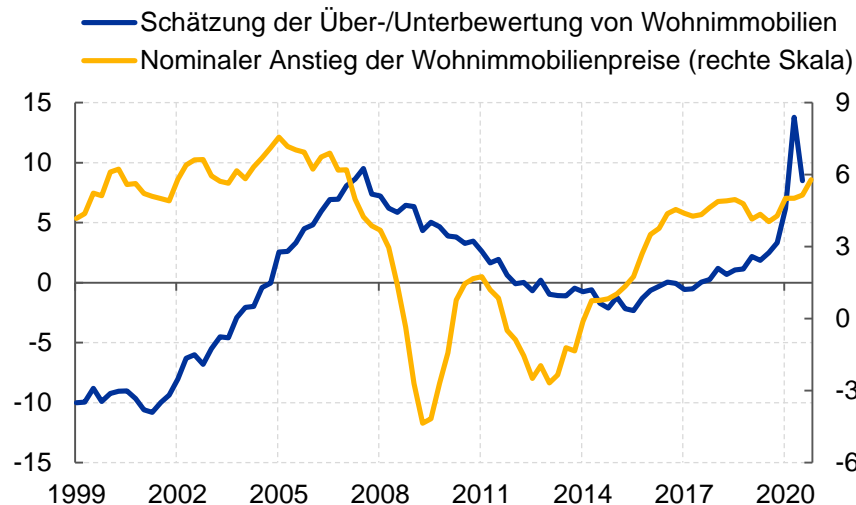
Anzeichen für Überbewertungen von Wohnimmobilien in einigen Regionen

Wohnimmobilienpreise (Veränderung zum Vorjahr, in %)



Quelle: Eurostat.
Jüngste Daten: Q4 2020.

Anstieg der Preise für Wohnimmobilien und Schätzung der Über-/Unterbewertung von Wohnimmobilien im Euroraum (Veränderung zum Vorjahr, in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

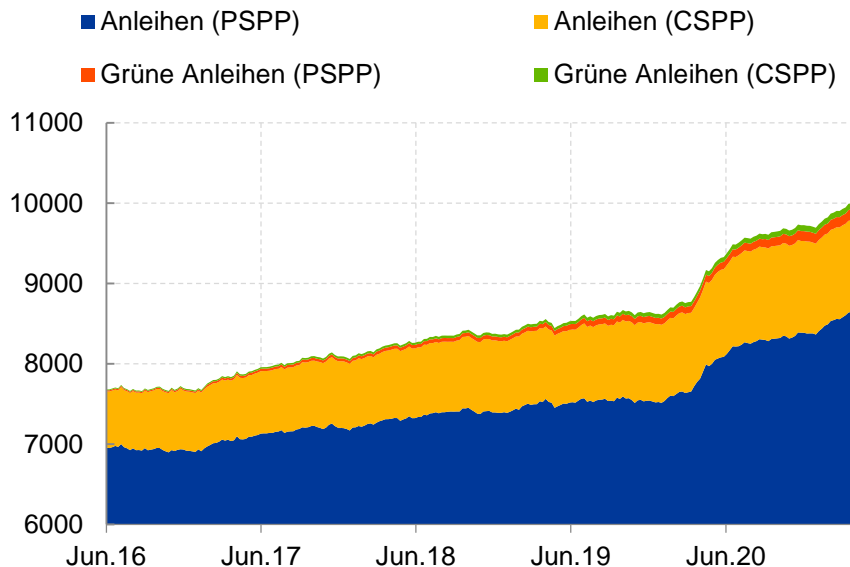
Anmerkung: Die blaue Linie entspricht dem Durchschnitt zweier Schätzungen der Über-/Unterbewertung von Wohnimmobilienpreisen – der Wohnimmobilienpreise im Verhältnis zum Einkommen und einer modellbasierten Methode (Bayesianische statische Gleichung).

Jüngste Daten: Q3 2020 (Schätzung der Über-/Unterbewertung von Wohnimmobilien), Q4 2020 (Daten zu Wohnimmobilienpreisen).

Geldpolitik und Klimawandel

Geringer Anteil grüner Anleihen am Gesamtmarkt, erheblicher Anteil der EZB an notenbankfähigen grünen Anleihen

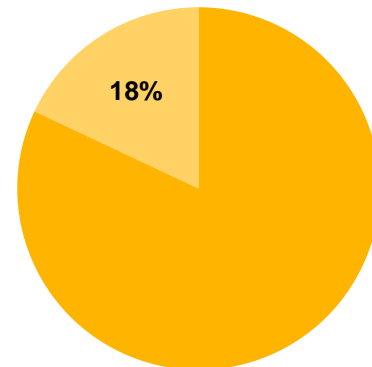
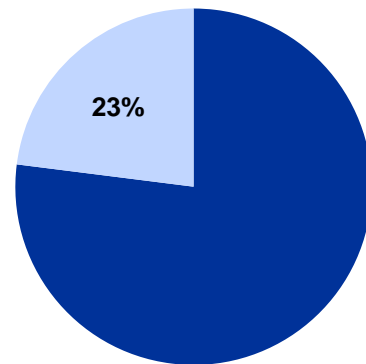
Marktvolumen der im Rahmen von PSPP/CSPP notenbankfähigen konventionellen/grünen Anleihen (in Mrd. €)



Quellen: EADB, EZB-Berechnungen.
Jüngste Daten: 2. April 2021.

Anteil des Eurosystems am Marktvolumen der im Rahmen von PSPP/CSPP notenbankfähigen grünen Anleihen (in %)

■ EZB-Anteil am Marktvolumen grüner Anleihen (PSPP) ■ EZB-Anteil am Marktvolumen grüner Anleihen (CSPP)

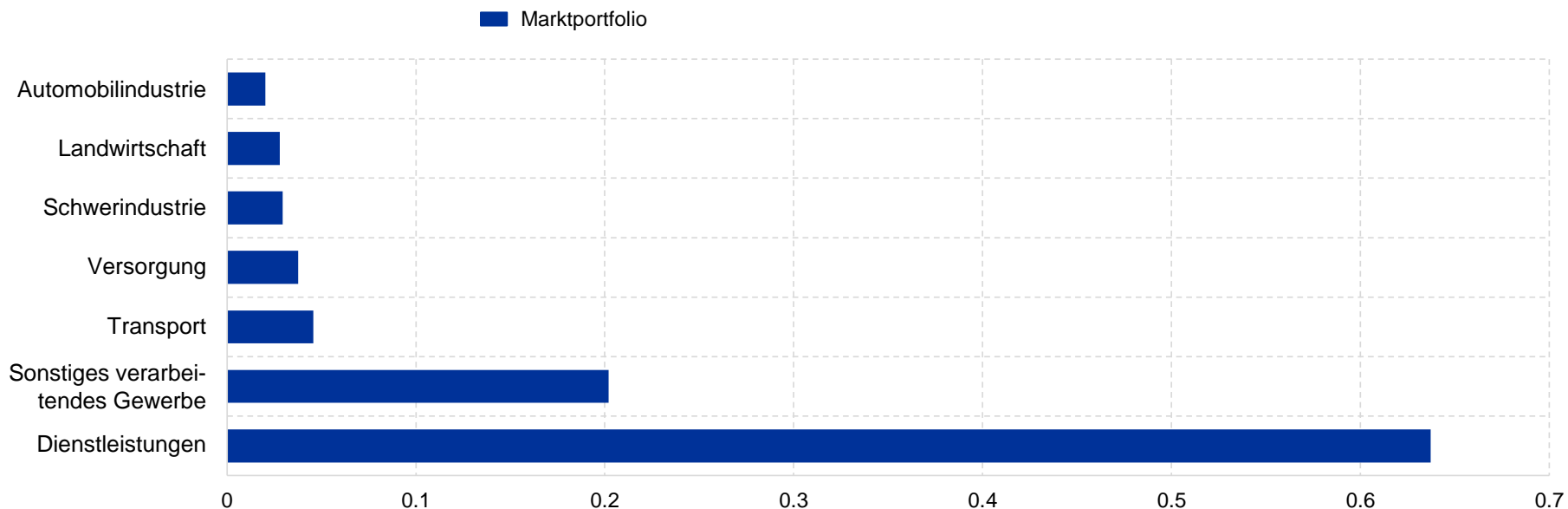


Quellen: EADB, EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Anleihebestände des Eurosystems werden als durchschnittlicher prozentualer Anteil am verfügbaren notenbankfähigen Marktvolumen zwischen 2018 und 2021 berechnet.
Jüngste Daten: 2. April 2021.

Papoutsi, Piazzesi und Schneider (2021)

Marktportfolio



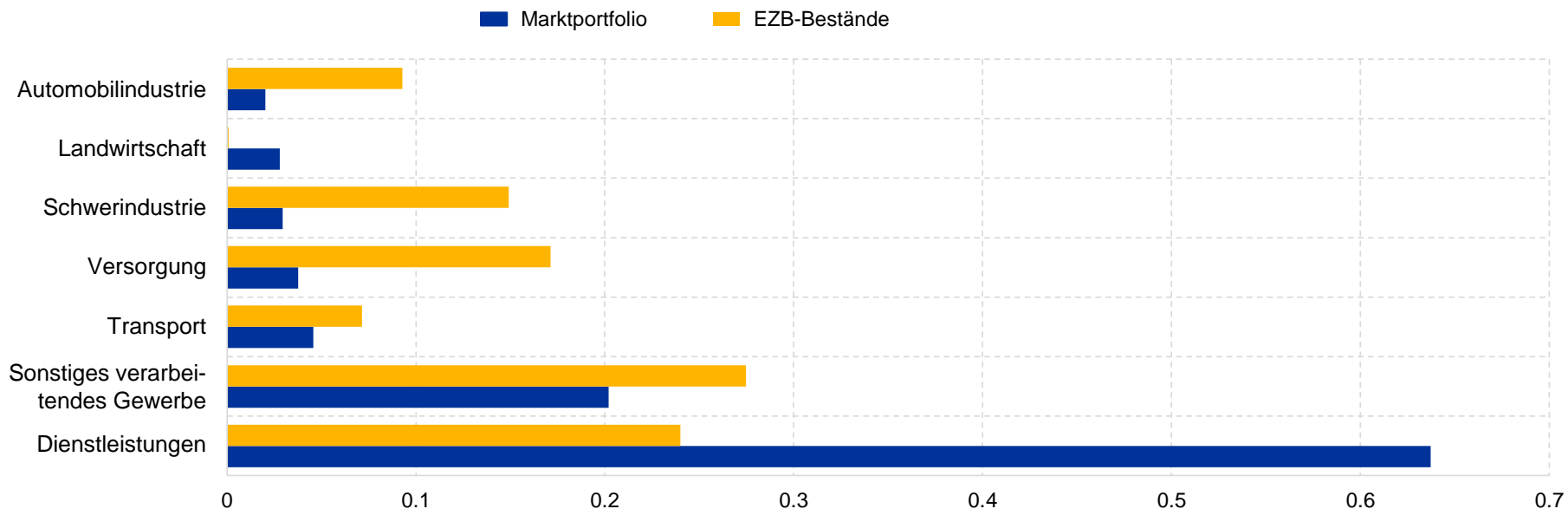
Quelle: Papoutsi, Piazzesi und Schneider (2021).

Datenquellen: EZB (SHS und CSDB), Eurostat, Orbis.

Anmerkungen: Marktanteil gemessen als Kapitalertrag je Sektor. Schwerindustrie: Öl- und Koks-, Chemie- und Metallindustrie sowie Industrie für nichtmetallische Mineralien. Sonstiges verarbeitendes Gewerbe: Nahrungsmittel-, Getränke-, Tabak- und Textilindustrie, Ledergewebe, Holz-, Papier-, Arzneimittel- und Elektronikindustrie, Industrie für elektronische Geräte, Maschinenbau, Möbelindustrie, Baugewerbe und sonstiges verarbeitendes Gewerbe.

Papoutsi, Piazzesi und Schneider (2021)

Marktportfolio vs. EZB-Bestände



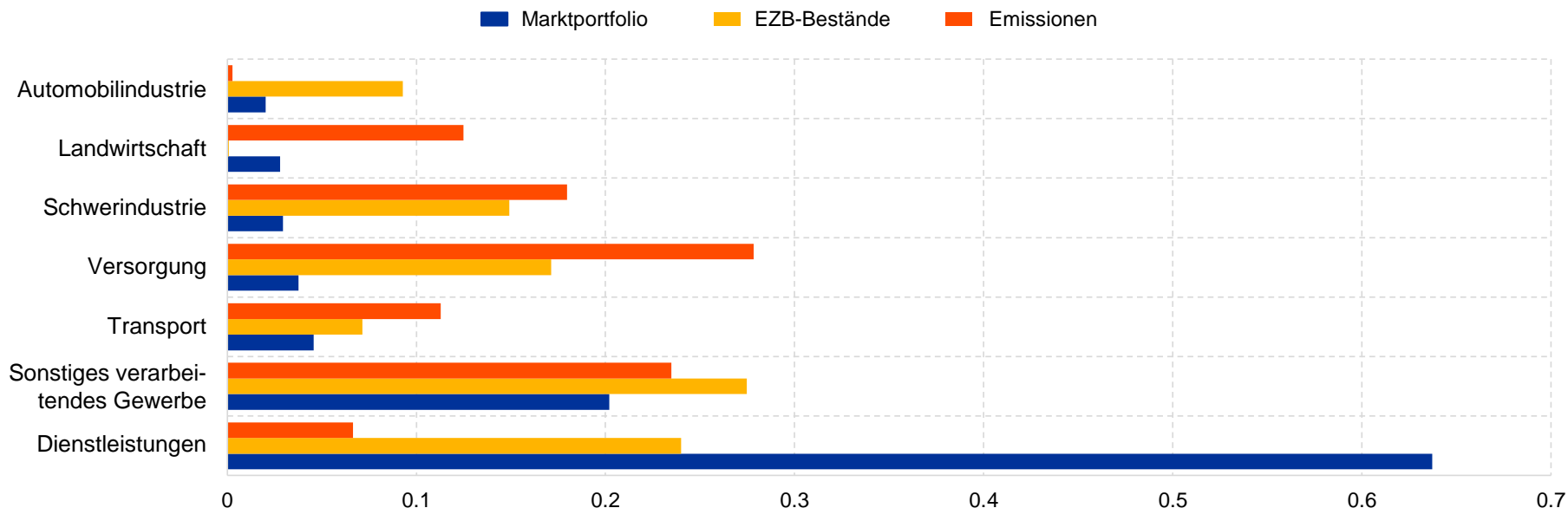
Quelle: Papoutsi, Piazzesi und Schneider (2021).

Datenquellen: EZB (SHS und CSDB), Eurostat, Orbis.

Anmerkungen: Marktanteil gemessen als Kapitalertrag je Sektor. Schwerindustrie: Öl- und Koks-, Chemie- und Metallindustrie sowie Industrie für nichtmetallische Mineralien. Sonstiges verarbeitendes Gewerbe: Nahrungsmittel-, Getränke-, Tabak- und Textilindustrie, Ledergewebe, Holz-, Papier-, Arzneimittel- und Elektronikindustrie, Industrie für elektronische Geräte, Maschinenbau, Möbelindustrie, Baugewerbe und sonstiges verarbeitendes Gewerbe.

Papoutsi, Piazzesi und Schneider (2021)

Marktportfolio vs. EZB-Bestände vs. sektorale Emissionsintensität



Quelle: Papoutsi, Piazzesi und Schneider (2021).

Datenquellen: EZB (SHS und CSDB), Eurostat, Orbis.

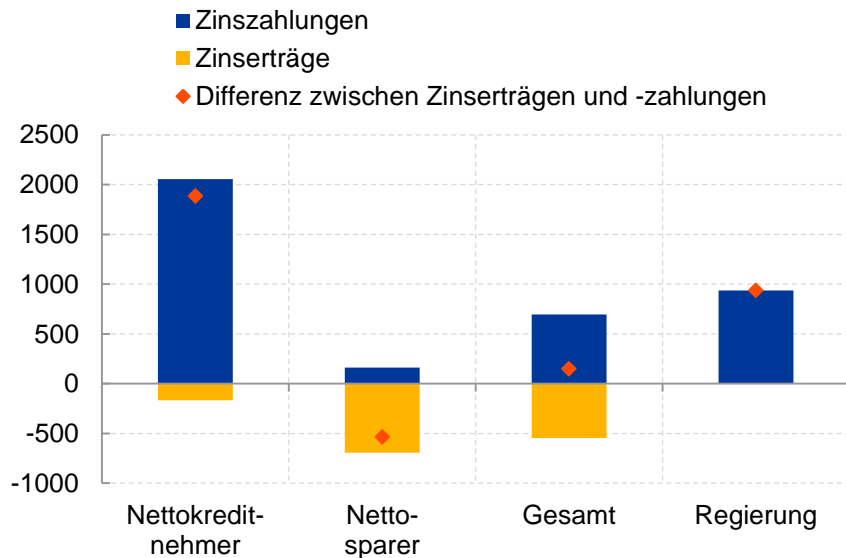
Anmerkungen: Marktanteil gemessen als Kapitalertrag je Sektor. Emissionsintensität gemessen an Scope-1-Emissionen je Sektor. Schwerindustrie: Öl- und Koks-, chemische und Metallindustrie sowie Industrie für nichtmetallische Mineralien. Sonstiges verarbeitendes Gewerbe: Nahrungsmittel-, Getränke-, Tabak- und Textilindustrie, Ledergewebe, Holz-, Papier-, Arzneimittel- und Elektronikindustrie, Industrie für elektronische Geräte, Maschinenbau, Möbelindustrie, Baugewerbe und sonstiges verarbeitendes Gewerbe.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

Anhang

Verteilungseffekte der Geldpolitik

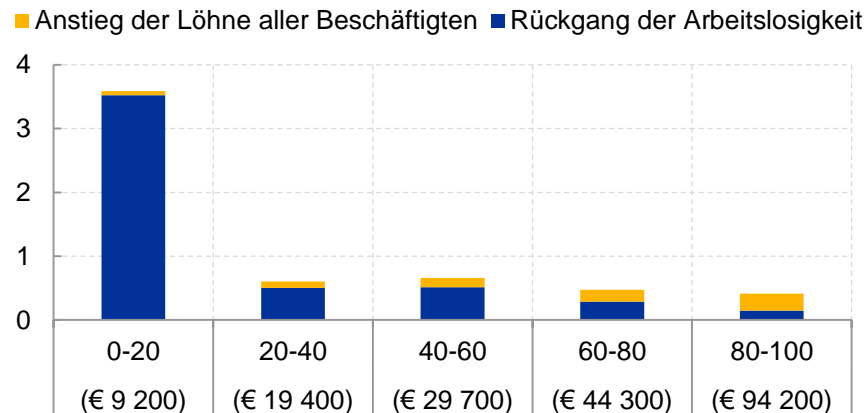
Veränderung des jährlichen Nettozinseinkommens in Deutschland: 2007-2017 (in €)



Quelle: Dossche, Hartwig und Pierluigi, mimeo (2019).

Anmerkung: Nettokreditnehmer – Haushalte mit negativem Nettofinanzvermögen, Nettosparer – Haushalte mit positivem Nettofinanzvermögen.

Effekt der geldpolitischen Lockerung auf Haushaltseinkommen nach Einkommensquintilen im Euroraum (in Prozent)

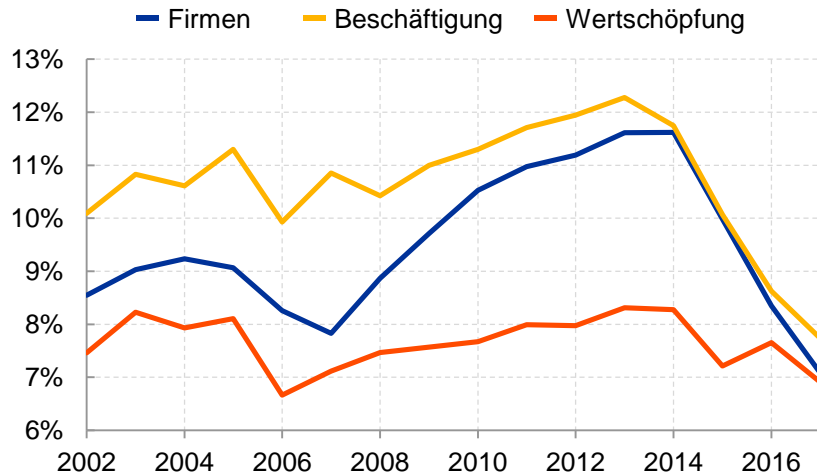


Quellen: Lenza und Slacalek (2018).

Anmerkungen: Die Grafik von M. Lenza und J. Slacalek (2018) veranschaulicht die prozentuale Veränderung des mittleren Einkommens in den einzelnen Einkommensquintilen im Euroraum vier Quartale nach den Auswirkungen eines Schocks durch eine quantitative Lockerung (QE-Schock). Dieser gilt als eine Verringerung des Renditeabstands zwischen einer 10-jährigen Staatsanleihe und dem Leitzins um 30 Basispunkte. Veranschaulicht wird außerdem, inwieweit diese Veränderung auf den Übergang von Arbeitslosigkeit in Erwerbstätigkeit (extensive margin) und inwieweit sie auf Lohnzuwächse (intensive margin) zurückzuführen ist. In Klammern ist das Anfangsniveau der mittleren Bruttoeinkommen privater Haushalte im jeweiligen Quintil angegeben. Die Statistik bezieht sich auf den Euroraum, der hier modellhaft als ein Aggregat aus Frankreich, Deutschland, Italien und Spanien besteht.

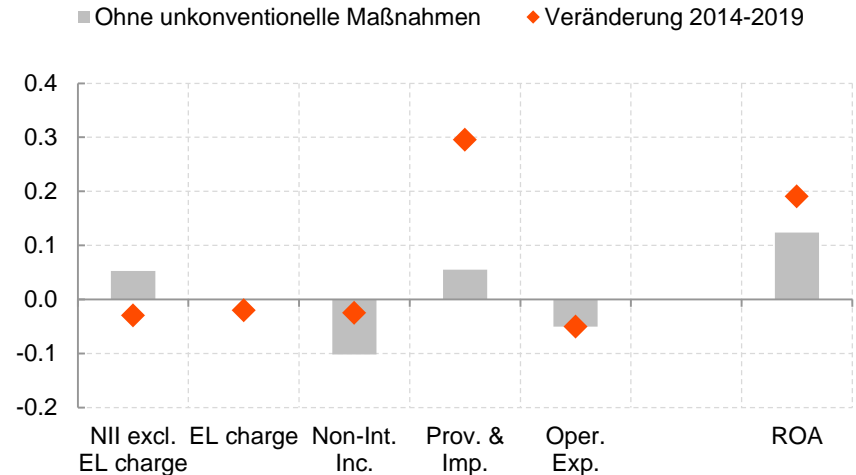
Auswirkungen der Geldpolitik auf Produktivität und Bankenprofitabilität

Anteil der „Zombiefirmen“ (Anteil der Firmen, der Beschäftigung und der Wertschöpfung, in %)



Quellen: Nationale Statistikquellen, nationale Zentralbanken, EZB-Berechnungen.
 Anmerkungen: Eigene Berechnungen anhand von Firmendaten aus fünf Euro-Ländern (BE, FI, NL, IT und PT) sowie aus Kroatien (HR). Zombiefirmen sind diejenigen Firmen mit einem Zinsdeckungsgrad unter 1 (Interest Coverage Ratio, ICR < 1) in drei aufeinanderfolgenden Jahren. Der Zinsdeckungsgrad bezeichnet das Verhältnis der Unternehmenseinnahmen (EBIT) zu den Zinszahlungen des Unternehmens. Ein Zinsdeckungsgrad unter 1 bedeutet, dass ein Unternehmen die fälligen Zinszahlungen nicht aus dem operativen Geschäft tätigen kann.

Veränderung der Bankenprofitabilität in den Jahren 2014-2019 und unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen (Anteil der Gesamtaktiva, in %)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.
 Anmerkungen: NII – Nettozinseinkommen; EL charge bedeutet Überschussliquiditätsgebühr; Non-Int. Inc. – zinsunabhängige Erträge; Prov. & Imp. – Rückstellungen und Wertberichtigungen; Oper. Exp. – Betriebskosten; ROA – Gesamtkapitalrendite. Die Stichprobe ist ausgewogen (sie deckt 194 Banken des Euroraums ab) und um große Fusionen sowie Übernahmen bereinigt. Zur Bestimmung der Auswirkungen der Instrumente wird gemäß Rostagno et al. (2019) ein dynamisches BVAR-Modell verwendet. Technische Einzelheiten zum Modell finden sich in Altavilla et al. (2018).