



Prof. Hans-Helmut Kotz
Institut für allgemeine Wirtschaftsforschung
Abteilung für Wirtschaftstheorie

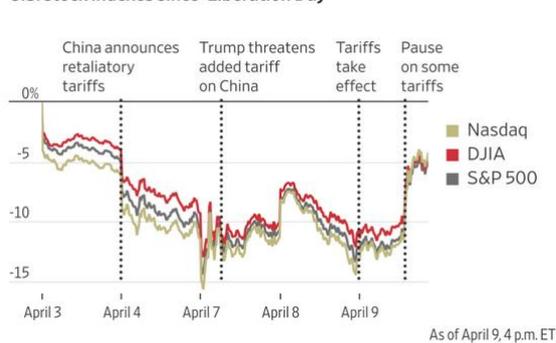
Geld & Kredit Sommer 2025

Worum geht es bei G&K?

Gewiss nicht um Zölle, oder doch? Seit Wochen werden die Wirtschaftsnachrichten durch die Zollpolitik der US-Regierung dominiert. Seit dem 2. April 2025 noch einmal verstärkt. An dem Tag verkündete US-Präsident Trump die Einführung von „reziproken Zöllen“. Die waren so berechnet, dass die USA mit allen Handelspartnern – und zwar jeweils bilateral – eine ausgeglichene Bilanz im Handel mit Gütern (nicht Diensten) aufweisen sollte. Je höher der US-Einfuhrüberschuss (das Handelsdefizit) aus einem Land, desto höher sollten die Einfuhrabgaben sein. Für Europa ergab sich daraus ein Aufschlagsatz von 20%, für China von 34% – und für Lesotho von 50%. Das waren die Sätze am 2. April (Financial Times, 4. April 2025). Am 4. April erwiderte China mit einem Aufschlag in gleicher Höhe. Daraufhin wurden die US-Zölle erneut drastisch (um 50 Prozentpunkte) erhöht. Am 10. April betragen sie 104,3 %, die chinesischen Gegenzölle 106,6 %. Nur wenige Stunden nach ihrer Einführung wurden die Zölle allerdings, bis auf den Basissatz von 10%, für 90 Tage wieder ausgesetzt – außer für China.

Das alles ist aus der Perspektive der Außenwirtschaftstheorie äußerst merkwürdig. Die Grundlagen des regelbasierten multilateralen Handelssystems drohen vollständig zu erodieren. (Martin Wolf, seit

U.S. stock indexes since 'Liberation Day'



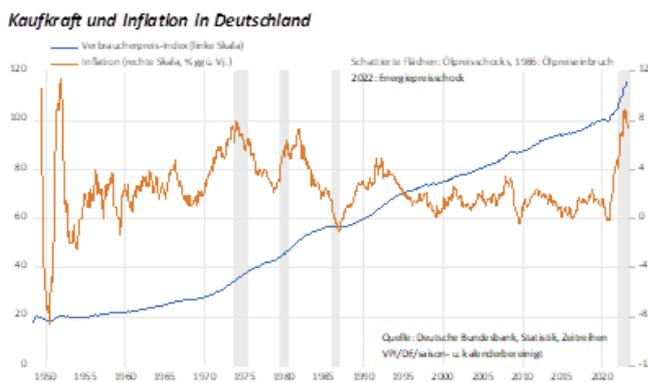
Jahrzehnten Wirtschafts-Leitartikler der *Financial Times*, benutzt in dem zitierten Artikel für das von der US-Regierung verfolgte Konzept Worte wie bescheuert, bekloppt usw.) Inwiefern aber betrifft die neue Zollpolitik der USA den Gegenstand von G&K? Es sind vor allem drei Punkte. Seit der Großen Finanzkrise (2007 bis 2010) ist die Gewährleistung der Finanzstabilität, die ursprüngliche Notenbankaufgabe, wieder in den Vordergrund gerückt. Notenbanken wurden erneut zum „Ausleiher letzter Zuflucht“. Um das Finanzsystem zu stabilisieren, wurden sie gezwungen, in enormen Umfang zusätzliche

Liquidität bereitzustellen, durch deutliche erhöhte Kreditvergabe an Banken sowie den Ankauf von Wertpapieren. Ihre Bilanzen wuchsen in der Spitze um rund das 10fache. Die Finanzmärkte haben jedenfalls sehr negativ auf die US-Zollpolitik reagiert. Die Aktienindizes verloren erheblich an Wert (der NASDAQ innerhalb von vier Tagen fast 20%, siehe die Graphik; Quelle: *Wall Street Journal*, 10. April 2025). Noch problematischer war die Entwicklung an den Anleihemärkten. Am Markt für amerikanische Staatsanleihen, dem weltweiten Leitmarkt, fielen die Kurse (= stiegen die Zinsen) in einem außergewöhnlichen Umfang. Eine Vermutung war, dass sehr hoch verschuldete Arbitrageure Zwangsverkäufe tätigen mussten. Die negativen Folgeeffekte streuten zwangsläufig über das gesamte Finanzsystem. Es gibt aber auch strukturelle Gründe für die Zinssteigerungen. Die amerikanische

Finanzpolitik ist auf einem Kurs, der von als nicht-durchhaltbar angesehen wird. Wie auch immer, der Ausverkauf an den Anleihemärkten war, so das *Wall Street Journal*, der Grund dafür, dass der US-Präsident dann doch für zunächst 90 Tage die Stopptaste bei den Zöllen (außer für China) drückte.

Die US-Zölle könnten aus einem zweiten Grund für die Geldpolitik relevant sein. Sie dürften, sofern sie von den Importeuren weitergereicht werden können, die Preise in den USA erhöhen. Das wäre zwar „nur“ ein Einmaleffekt, der dennoch die Kaufkraft der Haushalte schmälern würde, vor allem jene der einkommensschwächeren Haushalte. Daraus könnte allerdings ein nachhaltiger Impuls werden, soweit es zu Zweitrundeneffekten käme, die Inflation (die Veränderung des Preisniveaus) also anziehen würde. Die amerikanische Notenbank wird vor diesem Hintergrund große Vorsicht walten lassen, die Leitzinsen also kaum – wie bislang erwartet – senken. Mit erhöhter Unsicherheit sollten auch die Risikoprämien in den Zinsen ansteigen. Das sollte, drittens, ebenso wie die deutlich höheren Zölle, das Wachstum dämpfen. (Der verringerte Radius der Arbeitsteilung führt ebenfalls zu Effizienzverlusten.) Auch das verändert die Umfeldbedingungen der Geldpolitik. Der Hintergrund, vor dem Notenbanken ihre Entscheidungen treffen, ist weit schwieriger einzuschätzen.

Als Antwort auf die sich im Sommer 2022 stark beschleunigende Preisentwicklung haben die Notenbanken im Frühjahr (die U.S. Federal Reserve) bzw. Sommer 2023 (die Europäische Zentralbank) die von ihnen festgelegten Zinsen in kräftigen Schritten angehoben. ([Hier](#) sind die Daten für die so genannten Leitzinsen oder *policy rates* der EZB und [hier](#) jene für die Fed). Damit sind Fragen verbunden, die wir in G&K behandeln werden: Weshalb haben die Notenbanken so reagiert? Ist die Inflation aufgrund der Maßnahmen der Notenbanken zurückgegangen? Welche Mechanismen werden unterstellt, wenn man von der Wirksamkeit der Notenbankmaßnahmen ausgeht?



Notenbanken haben seit langem als vorrangiges (oder primäres) Ziel, die Kaufkraft des Geldes zu stabilisieren. Inwieweit das etwa für Deutschland gelungen ist, dokumentiert die Graphik (*Kaufkraft und Inflation*). Die orangene Linie zeigt den Verlauf der Inflationsrate in Deutschland seit 1948. Sie bildet die Veränderungsrate (Vorjahresabstände) des Verbraucherpreisindex (der blauen Linie) ab. Der Kehrwert dieser Kurve, also $1/\text{Preisindex}$ (nicht in der Graphik), bemisst

den Kaufkraftverfall: Mit einer DM bzw. einem Euro, konnte man im Verlauf der Zeit immer weniger an realen Gütern und Dienstleistungen kaufen. Inflation ist gleichbedeutend mit Kaufkraftverfall.

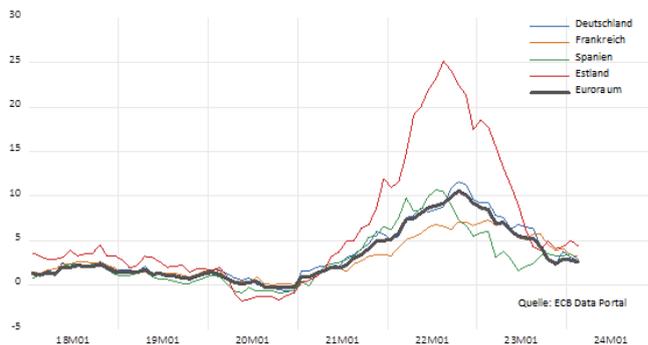
Worum geht es also in Geld und Kredit? Um **Geld und Kredit**, natürlich! Genauer: um die Politik von Notenbanken, die in erster Linie für niedrige Inflationsraten sorgen sollen. Einfluss auf die Erreichung dieses Zieles haben aber auch weitere wirtschaftliche Akteure: unter anderem die Haushaltspolitiker, die Interaktion zwischen Lohn- und Preissetzern und eventuell auch die Wettbewerbspolitik. Und, wie zu Anfang beschrieben, eben auch die Handelspolitik.

In der Europäischen Währungsunion (EWU) sind es 20 unterschiedliche Haushaltspolitiken und noch vielfältigere Interaktionsmechanismen auf den jeweiligen Güter- und Arbeitsmärkten. Das zeigt sich etwa in der Streuung der Inflationsraten zwischen den Euroländern.

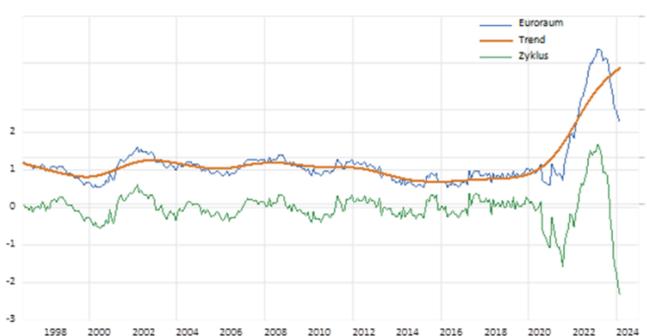
Von den Notenbanken wird darüber hinaus erwartet, dass sie weitere Aufgaben erledigen. Das Anstreben mehrerer Ziele ist allerdings in der Regel mit Zielkonflikten verbunden. Die amerikanische Notenbank hat z.B. ein „duales Mandat“: Neben der Preisniveaustabilisierung soll sie auch für angemessenes Wachstum sowie eine hohe Beschäftigung sorgen. Seit der großen Finanzkrise von 2007ff. ist überdies unbestritten, dass Notenbanken zudem auf die Finanzstabilität achten müssen. Das war tatsächlich historisch ihre ursprüngliche Aufgabe.

Mittlerweile ist die Inflation im Vergleich zum Herbst 2022 deutlich zurückgegangen. Aktuell beträgt er 2,2% (im Vorjahresvergleich: März 2025 gegenüber März 2024). Das ist der Durchschnittswert für die Währungsunion. In den einzelnen [Euroländern](#) veränderten sich die Preise der Warenkörbe immer noch recht unterschiedlich. [Vor zwei Jahren](#) waren die Unterschiede noch deutlich ausgeprägter. Damals hatte Luxemburg mit rund 3% die niedrigste, Lettland mit 17,3% die höchste Inflationsrate. Beide gehen allerdings nur mit ihrem Ländergewicht von jeweils etwa 0,3% in die Berechnungen des Euroraum HVPI ein. (Zum Vergleich: die beiden Schwergewichte sind Deutschland und Frankreich mit 27,1% bzw. 19,6%.) Im Herbst 2022, als die Inflationsraten gipfelten, lagen sie in Spanien und Frankreich bei etwa 7%, im Baltikum bei über 20%. In Frankreich und Spanien gab es Preisdeckel und Unterstützungsmaßnahmen durch die öffentlichen Haushalte, die in den baltischen Ländern nicht möglich waren. Zwischen den Euroländern lag die Standardabweichung der Kerninflation (also unter Ausschluss der stark streuenden Energie- und Nahrungsmittelpreise) bei gut 6%. (Das ist die blaue Linie in der Graphik. Wenn man diese Daten glättet, erhält man die orangene Trendlinie.) Im Herbst 2022 war die Streuung reichlich drei Mal so hoch als im Mittel seit der Euro-Einführung.

Streuung der Inflationsraten im Euroraum



Streuung der Kern-Inflationsraten im Euroraum



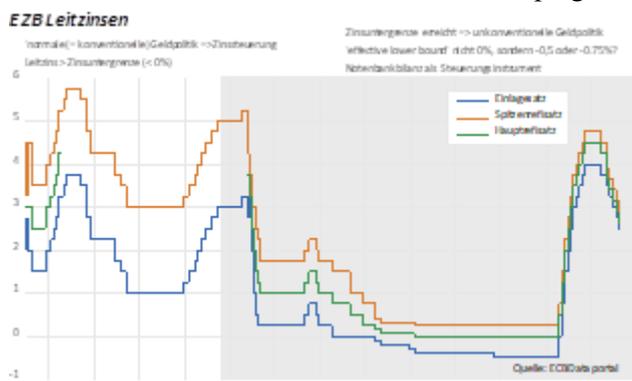
Wenn Sie sich die erste Graphik in [dieser Eurostat Pressemitteilung vom März 2023](#) anschauen, dann fällt vor allem ein Posten auf: Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak waren mit +15,4% die großen Inflationstreiber. Die Energiepreise gingen dagegen mit - 0,9% leicht zurück. Ein Jahr zuvor hatten sie allerdings um 45% zugelegt. In der gleichen Mitteilung finden Sie auch, dass etwa 10% der Ausgaben des durchschnittlichen EWU-Haushalts auf Energie entfallen (20% auf Nahrungsmittel, alkoholische Getränke und Tabak). Auch dieser Durchschnitt weist eine sehr hohe Streuung zwischen den Teilnehmerländern und vor allem auch über die Einkommensgruppen auf. Haushalte mit niedrigen Einkommen haben besonders hohe Anteile an Energie- und Lebensmittelausgaben. Sie belastet die Inflation vor allem.

Die wirtschaftspolitischen Antworten auf diese Herausforderungen unterschieden sich deutlich zwischen den Teilnehmerländern der EWU. Die hohen Inflationsraten waren und sind ein zentrales Thema der Politik, etwa 2022 bei der Stichwahl um die Präsidentschaft in Frankreich. Frau Le Pen hoffte den Amtsinhaber Emmanuel Macron schlagen zu können, indem sie den Schutz der Kaufkraft zum [Hauptthema](#) ihrer Wahlplattform machte. Das war naheliegend, da für die [Hälfte aller Franzosen](#) die Inflation das entscheidende Problem darstellte. Frau Le Pen versprach Steuererleichterungen (u.a. Senkung der Mehrwertsteuer auf Energieprodukte von 22% auf 5,5%), eine Verringerung der Autobahngebühren um 15% sowie 10%ige Lohnsteigerungen für diejenigen Arbeitnehmer, die bis zum dreifachen Mindestlohn verdienen. Natürlich hatte auch die damals amtierende französische Regierung schon erheblich interveniert. Zum Programm von Präsident Macron gehörte ein ganzes Bündel von Maßnahmen (Aufrechterhaltung des Energiepreisschutzschirmes, Gewinnbeteiligung in Unternehmen, die Dividenden ausschütten, Preisrabatt an der Zapfsäule usw.). In Deutschland hatte die Regierung ebenfalls ein [Entlastungspaket](#) für Industrie und Verbraucher auf den Weg gebracht.

Derartige Maßnahmen (von Energiepreissubventionen, über Preisdeckel bis zum Einschalten der Wettbewerbsbehörden) gab und gibt es in allen Ländern der EWU. Sie sind nicht nur sehr unterschiedlich, sondern auch ebenso umstritten: Wer wird am Ende tatsächlich entlastet (die Frage nach

der Inzidenz)? Welche Fehlanreize sind damit verbunden? Wird damit die Inflation wirklich begrenzt? Was sind die wahren Inflationstreiber, die Faktoren die zum anhaltenden Anstieg des Preises des Warenkorb (eines absoluten Preises, im Unterschied zu relativen Preisen) führen?

Was sind die Erwartungen an die Geldpolitik, an die EZB? Auch hier gibt es erhebliche Unterschiede zwischen den Teilnehmerländern. Sie spiegeln sich in den Positionen der Mitglieder des



Entscheidungsorgans der EZB. Deren vorrangiges Ziel ist es, eine Inflationsrate von 2% zu gewährleisten, im Durchschnitt der EWU und in der mittleren Frist. Die Strategie, die dazu beitragen soll, basiert auf Theorien darüber, wie Geld und Kredit (und Finanzmärkte) funktionieren. Die Zahl derer, die seit dem Herbst 2021 einen zügigen Ausstieg aus der sogenannten unkonventionellen Geldpolitik verlangen, wuchs. (Die Graphik *EZB-Leitzinsen* zeigt [grau schraffierte Fläche], dass die EZB seit

dem Sommer 2007 unkonventionell wurde: die Leitzinsen sanken in Richtung der Nullzinsgrenze. Das Zinsinstrument wurde weitgehend wirkungslos. Die Steuerung der Notenbankbilanz wurde zum wichtigsten Instrument der Geldpolitik.) Seit dem Frühsommer 2022 hob die EZB dann ihre Leitzinsen allerdings sehr deutlich an. Sie hielt den Straffungskurs bis in den Herbst 2024. Seither senkte die EZB ihren wichtigsten Zins – den Einlagenzins – bis auf 2,5%. Die Märkte gehen von weiteren Leitzinssenkungen Richtung 2% aus. Aufgrund der erheblichen Unsicherheiten im Gefolge der Zollpolitik der USA sind hier aber neue Fragen aufgeworfen worden.

All dies sind Fragen, die uns im Sommersemester 2025 beschäftigen werden. Etwa: Welche Funktionen erfüllt Geld? (Unterfrage: Ist Bitcoin Geld?). Wie entsteht Geld oder wie wird es „geschöpft“? (...vor allem durch Kreditvergabe von Banken, als sogenanntes Innengeld.) Welche Rolle spielen Unsicherheit und Risiko bei der Nachfrage nach Geld? (Welche Vorlieben prägen das Risikoverhalten?) Obwohl die *policy rates* mit hohem Tempo gestrafft wurden (siehe die Graphik Leitzinsen), zogen die Anleiherenditen aber nur zögerlich nach, auch in Deutschland, weshalb? (Welchen Einfluss nehmen die Notenbanken auf die langfristigen Zinsen? Welche Rolle spielt die Fiskalpolitik, die in Reaktion auf die Covid-19 Krise und danach auf die Folgen des russischen Angriffs auf die Ukraine noch einmal deutlich expansiver wurde? Was hat es mit r^* – dem gleichgewichtigen Realzins – auf sich; siehe auch hier? Ist die – sehr mittelmäßige – Produktivitätsentwicklung von Belang?) Weshalb ist die Phillips-Kurve (der Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit – bzw. Ausbringungslücke – und Inflation) so flach? Weil die Inflationserwartungen (und hier sowie hier) so fest verankert sind? Oder sind die Gewerkschaften zu schwach bzw. die Preissetzungsmacht der Unternehmen zu hoch?

Fragen über Fragen. Sie beschäftigen Notenbanken – etwa die EZB oder die Fed – und damit alle, die ob an Finanzmärkten aktiv und damit direkt oder indirekt, etwa als private Haushalte, von den dortigen Entwicklungen betroffen sind. Diese Fragen beschäftigen deshalb auch uns in G&K. Wir suchen nach Antworten aus einer theoretischen Perspektive. Geldpolitik ist angewandte Theorie.

Herangehensweise – oder wie läuft eine Vorlesung?

Wir beginnen jede Vorlesung mit einem Blick auf ein aktuelles Thema. Da Geldpolitik unausweichlich mit vielen Politikfeldern verbunden ist (siehe oben), wird es für uns im Verlauf des Semesters mit Sicherheit keine Knappheit an aktuellen Fällen geben.

Die damit verbundenen Fragen erörtern wir stets aus der Perspektive von Theorien und mit Bezug auf Daten. In dem vorhergehenden Satz sind drei Punkte wichtig:

- Wir benutzen Modelle, um Daten einzuschätzen. Denn Daten (oder „Fakten“) verstehen sich nicht von selbst. Sie bedürfen der einsortierenden Interpretation.

- Es gibt in der Ökonomie eine Vielzahl von Theorien, der Plural ist also bewusst gewählt. Deshalb greifen wir auf unterschiedliche Lesarten der Daten zurück. Das ist auch der Ansatz von geldpolitischen Entscheidungsträgern.
- In den beiden zuvor erwähnten Punkten war von Daten die Rede. Wir fragen also stets, ob die Theorien mit den Daten in Einklang zu bringen sind. Geldpolitik versucht auf empirisch bewährten Argumenten aufzubauen.

Logistik: Zeit und Ort

G&K wird **zweiwöchentlich, montags von 10:00 bis 13:15** (mit einer Pause zwischen 11:45 und 12:00) gehalten. Wir treffen uns im **Max-Kade-Auditorium 2, in der Alten Universität, 1. OG, Bertoldstraße 17, zum ersten Mal am 28. April 2025**. Die **Übung** wird von Marius Jäger, MSc., angeboten. Sie findet wöchentlich, mittwochs von 8-10 Uhr in HS 1199 statt. Auf ILIAS stellen wir Ihnen die Links zur jeweiligen Vorlesung und Übung bereit. Dort finden Sie auch unseren **G&K Blog: Was gibt's Neues?** – offenkundig mit jeweils „Neuem“ zum Thema Geldpolitik.

Unterrichtsteam

Hans-Helmut Kotz

Honorarprofessor, Universität Freiburg und Resident Faculty, [Center for European Studies](#) sowie Visiting Professor, Department of Economics, Harvard University, Cambridge, MA; Senior Fellow, Leibniz Institute SAFE, Goethe Universität, Frankfurt. Zudem Academic Advisor, McKinsey Global Institute, Washington, DC; Member of the Board (Non-Executive Director), Caixa Geral Depósitos, Lissabon; zuvor: Mitglied des Vorstandes der Deutschen Bundesbank, Präsident der LZB Bremen, Niedersachsen, Sachsen-Anhalt, davor Chefvolkswirt, Deutsche Girozentrale, Frankfurt.

Noch ein Punkt: Mir macht Lehre seit langem Spaß. Das kommt auch darin zum Ausdruck, dass ich den Universitätslehrpreis der Uni Freiburg (in 2010) und in Harvard, wo ich seit 2010 jeweils im Herbstsemester unterrichte, mittlerweile vier Excellence in Teaching Awards erhalten habe.

Marius Jäger

Wissenschaftlicher Mitarbeiter, Abteilung Wirtschaftstheorie; Dozent, VWA, Stuttgart sowie Research Assistant, Abteilung für öffentliche Finanzen, Deutsche Bundesbank; Bachelorstudium, Freiburg, BSc.; Masterstudium, Freiburg, MSc.; Interessen: Empirical Economics, Political Economics und Geldpolitik.

Wir freuen uns auf das Sommersemester 2024 und das gemeinsame Lernprojekt.

Mit besten Grüßen

Hans-Helmut Kotz

Institut für allgemeine Wirtschaftsforschung
Abteilung für Wirtschaftstheorie
Albert-Ludwigs-Universität
Rempartstraße 16
D-79098 Freiburg
T: +49 (761) 203-2326
E: hans-helmut.kotz@vwl.uni-freiburg.de