



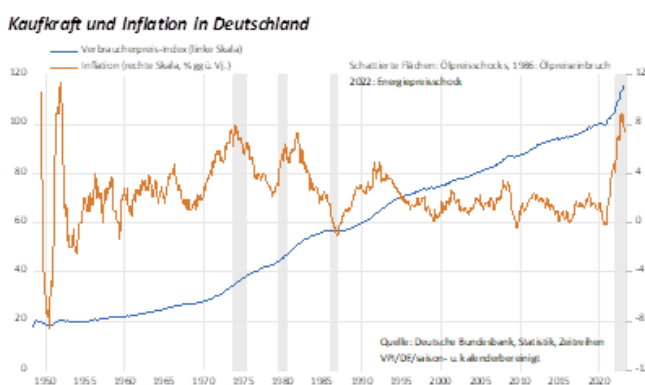
Prof. Hans-Helmut Kotz
Institut für allgemeine Wirtschaftsforschung
Abteilung für Wirtschaftstheorie

Geld & Kredit Sommer 2024

Worum geht es bei G&K?

Seit dem Sommer 2021 nahm die Inflation im Euroraum – den 20 Ländern, die den Euro als gemeinsame Währung nutzen – mit Raten zu, die man seit 4 Jahrzehnten nicht mehr gesehen hatte. (Noch im Dezember 2020 war das Preisniveau gesunken.) Im Verlauf der Covid-19 Pandemie kam es dann aber zu sektoralen Nachfrageverschiebungen (von Dienstleistungen zu Gütern) sowie erheblichen Störungen in den grenzüberschreitenden Lieferketten (Angebotsflaschenhälsen). Der russische Angriff auf die Ukraine im Februar 2022 und der damit verbundene abrupte Anstieg der Energiepreise verschärfte die Probleme. In ihrem Höhepunkt im Oktober 2022 lag die Preissteigerungsrate im Euroraum bei 10,6%, (in Deutschland bei 11,6%) Seither fallen die Inflationsraten. Im Februar dieses Jahres betrug der Anstieg des harmonisierten Preisindex im Vorjahresvergleich noch 2,6% (DE: 2,7%).

Als Antwort auf die sich 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 im Sommersemester 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

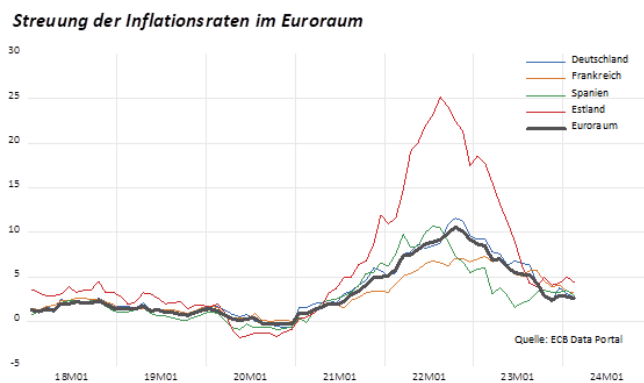
den Kaufkraftverfall: Mit einer DM bzw. einem Euro, konnte man im Verlauf der Zeit immer weniger an realen Gütern und Dienstleistungen kaufen. Inflation ist gleichbedeutend mit Kaufkraftverfall.

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.

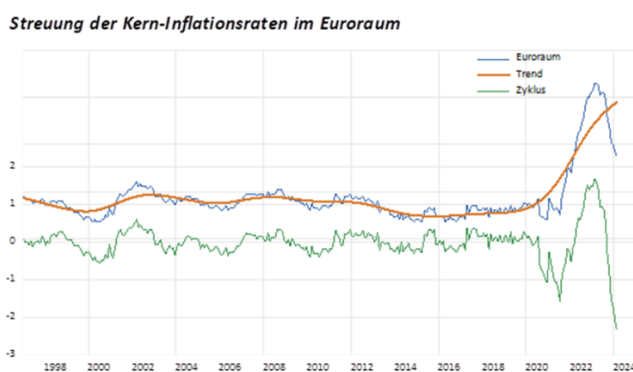
In der Europäischen Währungsunion (EWU) sind es 20 unterschiedliche Haushaltspolitiken und noch vielfältigere Interaktionsmechanismen auf den jeweiligen Güter- und Arbeitsmärkten. Das zeigt sich etwa in der Streuung der Inflationsraten zwischen den Euroländern.

Von den Notenbanken wird darüber hinaus erwartet, dass sie weitere Aufgaben erledigen. Das Anstreben mehrerer Ziele ist allerdings in der Regel Zielkonflikten verbunden. Die amerikanische Notenbank hat z.B. ein „duales Mandat“: Neben der Preisniveaustabilisierung soll sie auch für angemessenes Wachstum und 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.

Der eben erwähnte 2,6% Anstieg des Preisniveaus (im Vorjahresvergleich: Februar 2024 gegenüber Februar 2023) ist der Durchschnittswert für die Währungsunion. In den einzelnen Euroländern veränderten sich die Preise der Warenkörbe immer noch recht unterschiedlich. Vor einem Jahr waren die Unterschiede noch 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.

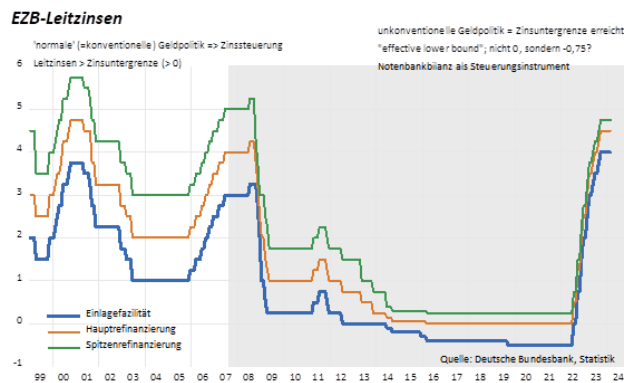
Wenn Sie sich die erste Graphik in [dieser Eurostat Pressemitteilung vom März 2023](#) anschauen, dann fällt vor allem ein Posten auf: Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak waren mit +15,4% die großen Inflationstreiber. Die Energiepreise gingen dagegen mit - 0,9% leicht zurück. Ein Jahr zuvor hatten sie 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 Warenkorbes (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 Entscheidungsgremiums 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, 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. Mittlerweile geht die Diskussion darum, wann die EZB ihren wichtigsten Zins – den Einlagenzins – senkt.



Das sind genau die Fragen, die uns im Sommersemester 2024 auch 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 jüngst [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 an Finanzmärkten direkt aktiv oder indirekt 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 **HS 3043, zum ersten Mal am 22. April 2024**. Die **Übung** wird von Marius Jäger, MSc., angeboten und findet im Wechsel, ebenfalls im HS 3043 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; 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