

## Geld und Kredit, Sommer 2023

### Worum geht es bei G&K?

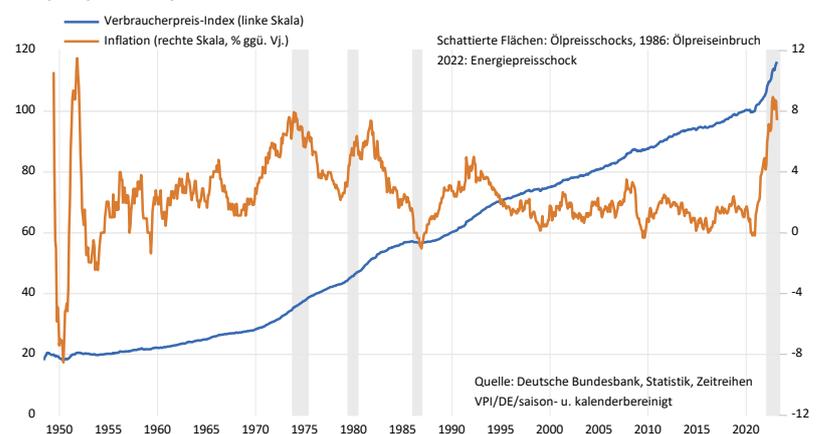
Am Freitag, den 10. März 2023, wurde die Silicon Valley Bank (SVB) geschlossen. Die Bank, mit einer Bilanzsumme von gut 200 Mrd. Dollar (für US-Verhältnisse ein Institut mittlerer Größe), brach zusammen, weil ein großer Teil ihrer Einleger ihr Geld möglichst sofort zurückhaben wollten. Und zwar gleichzeitig. Am folgenden Sonntag wurde die New Yorker Signature Bank aus dem gleichen Grund geschlossen – erneut ein Sturm (*run*) der nicht versicherten Einleger. In den USA werden Einlagen bis 250.000 Dollar geschützt. Bei der SVB waren aber rund 90% der Depositen jenseits dieser Schwelle. Am 15. März stürzten dann die Aktien der Schweizer Credit Suisse (CS) um fast 25% ab. Die Schweizer Nationalbank (SNB) sprang der CS mit einer Liquiditätshilfe von 50 Mrd. Franken bei. Noch am selben Tag verkündeten die Notenbank und die Aufsicht in einer [gemeinsamen Presserklärung](#), die CS sei finanziell gesund. Am 19. März, einem Sonntag (weshalb wohl?), wurde dann eine Übernahme der Bank durch die andere Schweizer Großbank, die UBS, beschlossen. Kurzum, im Bankensektor gibt es seit einiger Zeit erheblichen Stress.

Das hängt vor allem auch damit zusammen, dass die Notenbanken die von ihnen festgelegten Zinsen (also die Leitzinsen oder Politiksätze, hier die der [Europäischen Zentralbank](#) und hier jene der [US Federal Reserve](#)) seit dem vergangenen Jahr mit kräftigen Schritten angehoben haben. Der Grund dafür war, dass die Inflation seit dem Sommer 2021 mit Raten zulegte, die man seit 4 Jahrzehnten nicht mehr gesehen hatte. (Noch im Dezember 2020 war das Preisniveau im Euroraum gesunken.) Im Verlauf der Covid-19 Pandemie kam es dann zu erheblichen Lieferkettenprobleme (Angebotsflaschenhälsen). Der russische Angriff auf die Ukraine und der damit verbundene abrupte Anstieg der Energiepreise verschärfte das Problem. Im März dieses Jahres, das ist der aktuelle Wert, betrug der Anstieg des [harmonisierten Preisindex](#) im Vorjahresvergleich 6,9%.

Die orangene Linie in der ersten Graphik (*Kaufkraft und Inflation*) zeigt den Verlauf der Inflationsrate in Deutschland seit 1948. Sie dokumentiert die Veränderungsraten (Vorjahresabstände) der blauen Linie, des Verbraucherpreisindex. Der Kehrwert dieser Kurve, also  $1/\text{Preisindex}$  (nicht in der Graphik), gibt den Kaufkraftverfall an: Mit einer DM bzw. einem Euro, konnte man 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 Preisstabilität, also niedrige Inflationsraten sorgen sollen. Einfluss auf die Erreichung dieses Zieles, das für die Europäische Zentralbank (EZB) qua Arbeitsauftrag absoluten Vorrang hat, haben aber auch weitere wirtschaftliche Akteure: die Haushaltspolitiker und das Zusammenspiel zwischen Lohn- und Preissetzern. In der Europäischen Währungsunion (EWU) sind es 20 unterschiedliche Haushaltspolitiken und noch vielfältigere Interaktionsmechanismen auf den jeweiligen Güter- und Arbeitsmärkten.

**Kaufkraft und Inflation in Deutschland**



Es gibt allerdings weitere Ziele – und damit möglicherweise Zielkonflikte: Die amerikanische Notenbank soll auch für angemessenes Wachstum und Beschäftigung sorgen. Notenbanken müssen auch auf die Finanzstabilität achten (siehe oben, SVB und CS). Das war tatsächlich historisch ihre ursprüngliche Aufgabe. Die Märkte erwarten, dass die Notenbanken dem Finanzstabilitätsziel den Vorrang geben. Deshalb vermuten sie, dass der Zinsstraffungskurs noch in diesem Jahr wieder aufgegeben wird.

Die eben erwähnten 6,9% sind der Durchschnittswert für die Währungsunion. In den einzelnen [Teilnehmerländern der EWU](#) veränderten sich die Preise der Warenkörbe aber sehr unterschiedlich.

Luxemburg hatte mit rund 3% die niedrigste, Lettland mit 17,3% die höchste Inflationsrate. Beide gehen allerdings nur mit ihrem [Ländergewicht](#) von 0,3% bzw. 0,2% in die Berechnungen ein. (Zum Vergleich: die beiden Schwergewichte sind Deutschland und Frankreich mit 27,6% bzw. 19,6%.)

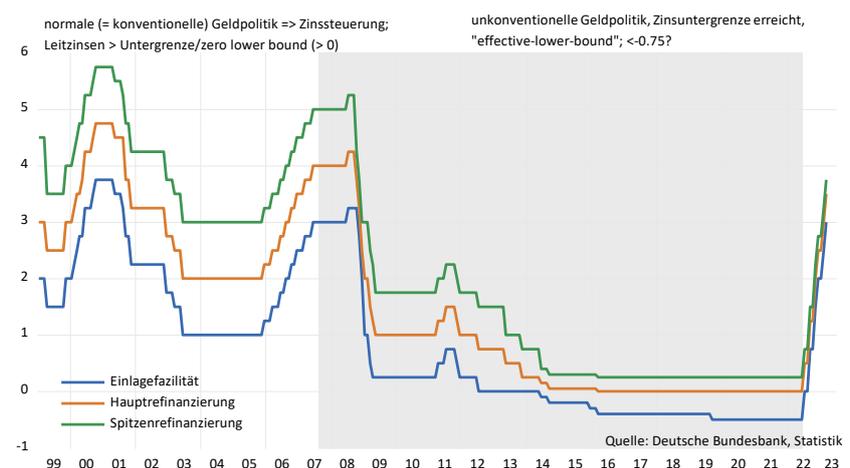
Wenn Sie sich die erste Graphik in [dieser Eurostat Pressemitteilung](#) anschauen, dann fällt vor allem ein Posten auf: Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak waren im März 2023 mit +15,4% die großen Inflationstreiber. Die Energiepreise gingen dagegen mit -0,9% leicht zurück. Noch vor einem Jahr hatten sie dagegen 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 aus. Haushalte mit niedrigem Einkommen haben besonders hohe Anteile an Energie- und Lebensmittelausgaben.

In allen Teilnehmerländern der EWU hat die Haushaltspolitik auf diese Situation reagiert, allerdings auf deutlich unterschiedliche Weise. Die hohen Inflationsraten waren und sind ein zentrales Thema der Politik, etwa, im vergangenen Jahr, 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 macht. Das war naheliegend, da für die [Hälfte aller Franzosen](#) die Inflation das entscheidende Problem darstellt. 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 amtierende französische Regierung schon erheblich interveniert. Zum Programm von Präsident Macron gehörte ein ganzes Bündel weiterer 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 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)

#### EZB Leitzinsen



funktionieren. Die Zahl derer, die deshalb seit dem Herbst 2021 einen zügigen Ausstieg aus der sogenannten unkonventionellen Geldpolitik verlangen, wuchs. (Die *EZB-Leitzinsen* macht deutlich, seit wann die EZB unkonventionell war, also nicht mehr die Leitzinsen als Instrument einsetzen konnte.) Seit dem Frühsommer 2022 hob die EZB dann ihre Leitzinsen deutlich an. Was spricht dafür, dass dieser Kurs weiterverfolgt wird, was dagegen? Finanzinstabilitäten etwa?

Das sind genau die Fragen, die uns im Sommersemester 2023 beschäftigen werden. Etwa: Welche [Funktionen](#) erfüllt Geld? (Ist [Bitcoin](#) mithin 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?) Die Politiksätze wurden seit dem Sommer 2022 wieder gestrafft, und zwar mit hohem Tempo (jedenfalls in einer historischen Perspektive). Die [Anleiherenditen](#) zogen zögerlich nach, auch in [Deutschland](#)? (Sind die Notenbanken dafür verantwortlich? 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? 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](#) 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 Europäische Zentralbank (EZB) oder das amerikanische Federal Reserve Board (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

Wir beginnen jede Vorlesung mit einem kurzen 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 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.
- In den beiden Punkten zuvor 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 als **Blockveranstaltung 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 24. April 2023**. 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 „Neuem“ zum Thema Geldpolitik.

### Unterrichtsteam

#### Hans-Helmut Kotz

Honorary professor, 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 drei Excellence in Teaching Awards erhalten habe.

**Marius Jäger**

Wissenschaftlicher Mitarbeiter, Abteilung Wirtschaftstheorie; Dozent, VWA, Stuttgart sowie Research Assistant, Abteilung für öffentliche Finanzen, Deutsche Bundesbank

Bachelor Studium, Freiburg, BSc.; Master Studium, Freiburg, MSc.

Interessen: Empirical Economics, Political Economics und Geldpolitik

Wir freuen uns auf das Sommersemester 2023 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](mailto:hans-helmut.kotz@vwl.uni-freiburg.de)