Ausgesuchte Kapitel der Makroökonomik

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

13. Der Fisher-Effekt

Der Fisher-Effekt

Zinsen und Inflation

„Liquiditätseffekt“

- Mehr Geld -> mehr Angebot am Kapitalmarkt -> niedrigerer Zins

Aber auch:

- Mehr Geld -> höhere Inflation

Also sollte man erwarten:

- Niedrige Nominalzinsen gehen einher mit hohen Inflationsraten

Empirisch:

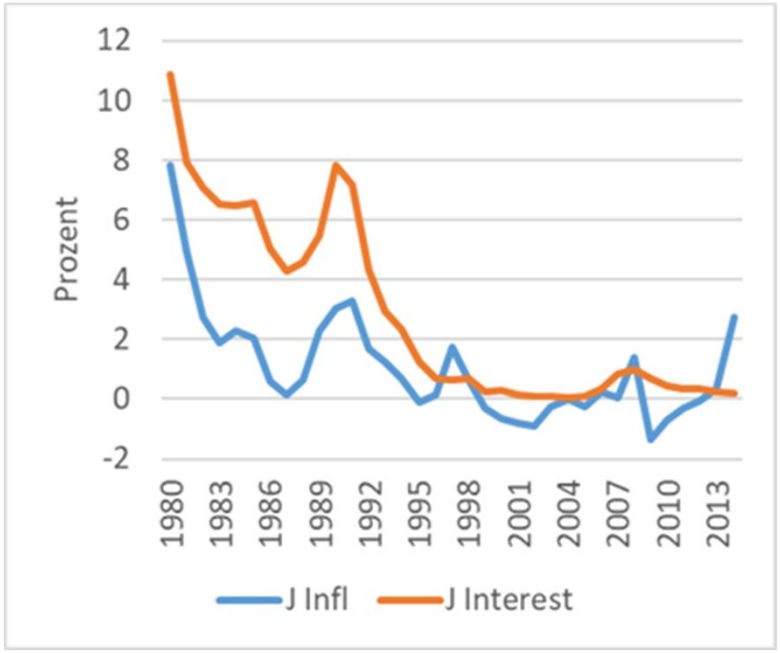
- Hohe Nominalzinsen gehen einher mit hohen Inflationsraten

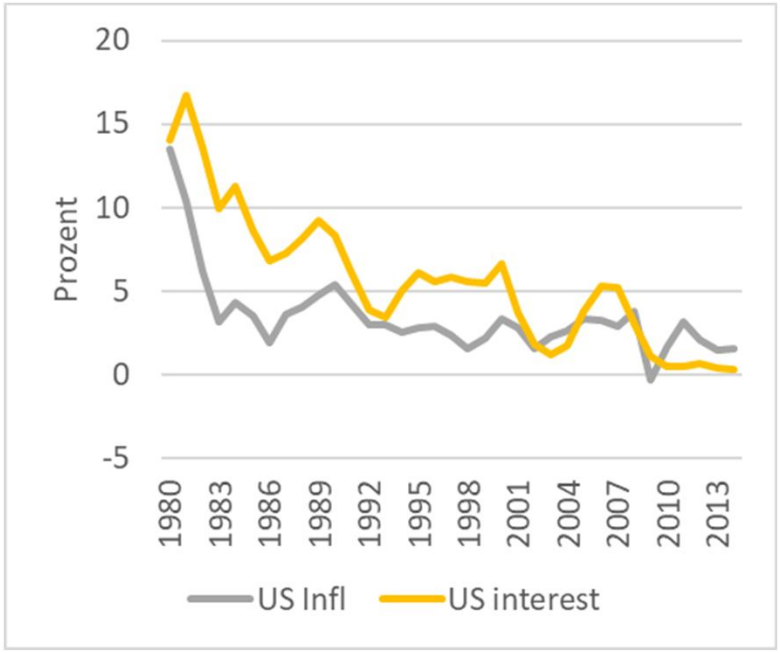
Der Fisher-Effekt

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Zinsen und Inflation

Nominalzinsen und Inflation in den USA und Japan





Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2015.

Der Fisher-Effekt

Hohe Nominalzinsen bei hohen Inflationsraten

Erklärung von Irvin Fisher:

Bei einem gegebenen Nominalzinssatz führt Inflation zu einem Rückgang des Realzinssatzes.

Wenn eine expansive Politik den Nominalzins vermindert und dies zu Inflation führt, dann würde der Realzins stark fallen.

Für die Sparer wäre es dann nur wenig lohnend ihre Ersparnisse anzubieten, da sie einen realen Wertverlust fürchten müssen.

Gleichzeitig wäre es für Investoren attraktiv, vermehrt Kredite aufzunehmen, da die Rückzahlung in einem Geld erfolgt, dass einen Teil seines Wertes verloren hat.

Für beide Marktseiten ist letztlich der Realzins entscheidend.

Der Fisher-Effekt

Die Rolle des erwarteten Realzinssatzes

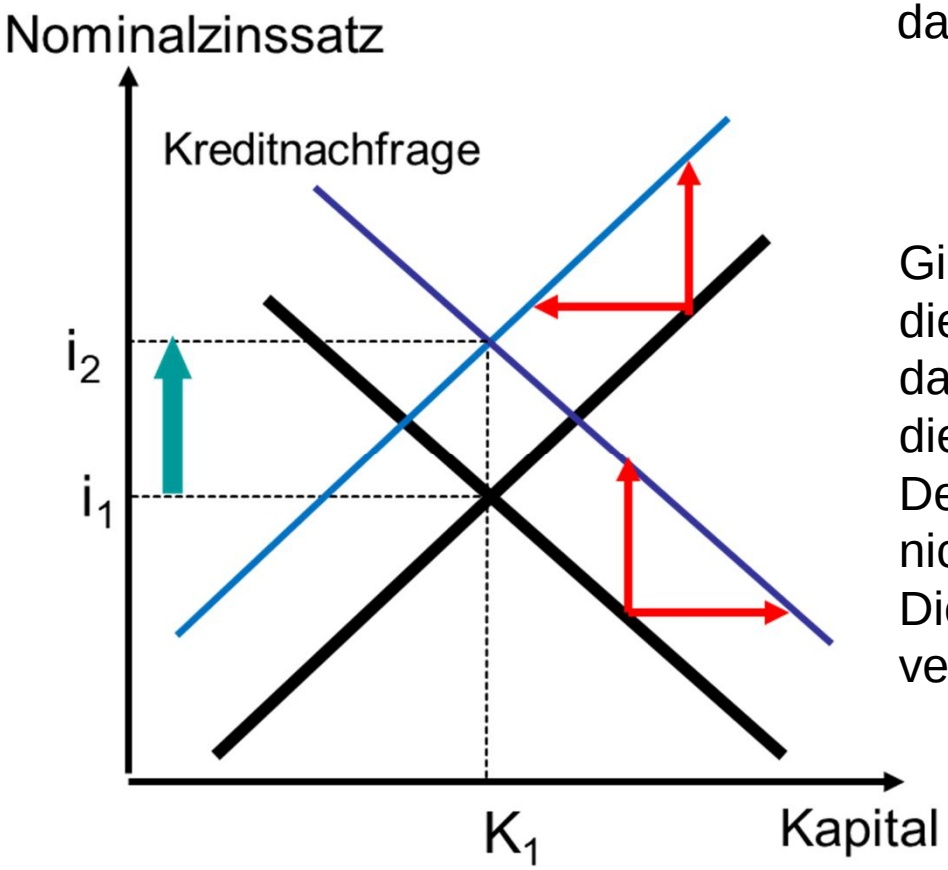
Bei der Frage, zu welchem Zinssatz sie bereit sind, Kredit zu vergeben**, werden die Sparer also die Inflationsrate berücksichtigen – und zwar die Rate, die sie für die Zukunft erwarten**. Genauso werden potentielle Nachfrager am Kreditmarkt die erwartete Inflationsrate berücksichtigen.

Das Entscheidungskalkül von Sparern und Investoren:

- Die Sparer überlegen sich, wieviel Kapital sie in Abhängigkeit vom Realzins anbieten möchten. Zu dem Realzins addieren sie dann die erwartete Inflationsrate.
- Die Investoren überlegen sich, wieviel Kapital sie in Abhängigkeit vom Realzins nachfragen möchten und addieren dann ebenfalls zu dem Realzins die erwartete Inflationsrate.

Der Fisher-Effekt

Die Rolle des erwarteten Realzinssatzes



Steigt die erwartete Inflationsrate, dann steigt der Nominalzinssatz.

„Fisher-Effekt“

Gibt es keine Unsicherheit über die zukünftige Inflationsrate, dann steigt der Nominalzins um die erwartete Inflationsrate.
Der Realzins verändert sich nicht.
Die Kapitalmenge die am Markt vergeben wir, bleibt konstant.

Der Fisher-Effekt

Die Rolle des erwarteten Realzinssatzes

Im Ergebnis entspricht also der Nominalzinssatz dem gleichgewichtigen Realzinssatz plus der erwarteten Inflationsrate:

$i = r + \pi^e$ (π^e : erwartete Inflation)

Ein Anstieg der erwarteten Inflationsrate führt also zu höheren Nominalzinsen. Die erwartete Inflation wird beim Kapitalmarktzinssatz „eingepreist“. Dieser Umstand, wird als „Fisher-Effekt“ bezeichnet.

14. Inflation und Deflation

Inflation und Deflation

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Aktuell: Das Thema “Inflation” treibt die Leute um

Zinswende angekündigt

Ökonomen kritisieren EZB-Vorgehen

Stand: 09.06.2022 17:16 Uhr tagesschau

tagesschau Sendung verpasst?

Startseite ▸ Wirtschaft ▸ Finanzen ▸ Ökonomen kritisieren EZB-Vorgehen als zögerlich

22.03.2022

Tarifrunden bei hoher Inflation

Droht jetzt die Lohn-Preis-Spirale?

Die Inflation steigt und steigt. | **mehr**

Von **Euronews** mit **AFP, AP**

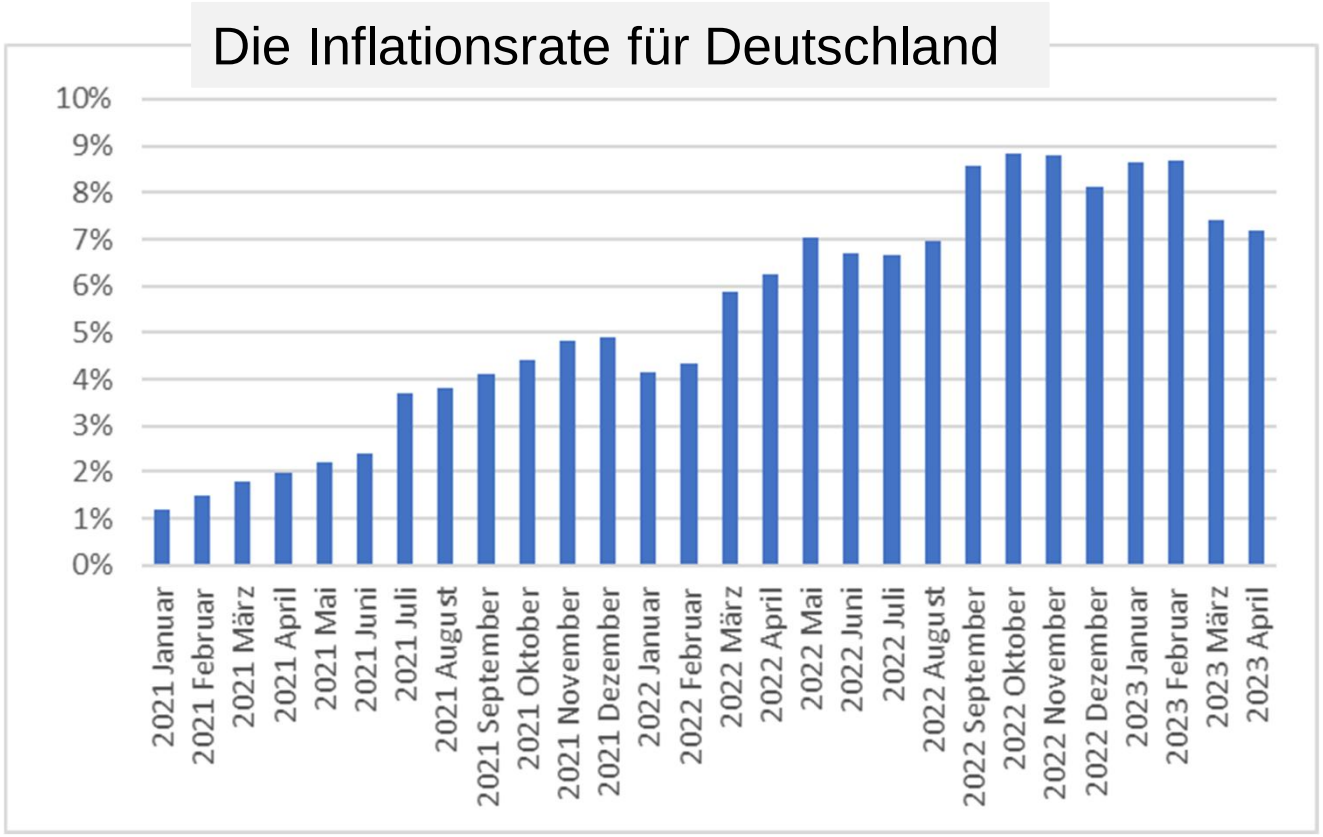
Inflation außer Kontrolle? Kritik an EZB nach historischem Zinsschritt

Die Entscheidung der EZB für höhere Zinsen komme zu spät, meinen Experten. Da ist die Rede vom drohenden "Crash" und vom "Pakt mit dem Teufel"

Inflation und Deflation

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Aktuell: Das Thema “Inflation” treibt die Leute um



Verbraucherpreisindex für Deutschland, Veränderung zum Vorjahresmonat
Quelle: Statistisches Bundesamt

Inflation und Deflation

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Vor einigen Jahren war “Deflation” die große Sorge

Die Welt 17.04.14
Mit einem Bein in der Deflation
Die persönliche Inflation ist niedriger als die gemessene.
Für den Schuldenabbau ist das problematisch
Von Dieter Wermuth

LEITARTIKEL ZUR DEFLATION: Falsche Angst vor Inflation
Von ROBERT VON HEUSINGER (FR-ONLINE, 2.4.2014)
Der Euro-Zone droht eine Deflation.
Mindestens eine Krise lang haben Geldpolitiker und Wissenschaftler vor einer angeblich drohenden Inflation gewarnt. Sie sollten besser bekämpfen, was uns wirklich droht: Deflation.

Angst vor Deflation übertrieben
Die Inflation wird steigen – und die EZB nur zusehen
Sonntag, 20.04.2014, 19:07 ·
von FOCUS-Online-Experte Jörg Rohmann

Inflation und Deflation

EZB-Konferenz

SPIEGEL ONLINE
26. Mai 2014, 10:48 Uhr

Draghi will Deflation verhindern

Mario Draghi beschwichtigt die Märkte. Er will bei Bedarf ein Abgleiten der Euro-Zone in die Deflation verhindern - und scheut dafür auch nicht vor neuen Maßnahmen zurück.

2. April 2016

Europäische Zentralbank Machtlos gegen die Deflation

Berlin. Die Europäische Zentralbank flutet die Euro-Zone mit billigem Geld und hat ihren Leitzins auf null gesenkt. Die Sparer leiden, doch höhere Zinsen sind erst zu erwarten, wenn der Euro-Raum endlich auf die Beine gekommen ist.
Von Birgit Marschall Rheinische Post
http://www.rp-online.de/

Inflation und Deflation

Insgesamt: Inflation und Deflation verursachen erhebliche Sorgen.

Dies war nicht immer der Fall!

Vor allem Inflation wurde eine Zeit lang auch als durchaus positiv betrachtet

Bundeskanzler Helmut Schmidt:
‚Lieber 5% Inflation als 5% Arbeitslosigkeit.‘

Inflation und Deflation

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Definitionen

- anhaltendes Steigen der Preise ↦ “Inflation”

- Abnahme der Preissteigerungsrate ↦ “Disinflation”

- anhaltendes Fallen der Preise ↦ “Deflation”

In der Praxis hat es sich durchgesetzt, dann von “Inflation” zu sprechen, wenn das Preisniveau in einem Monat höher ist als im entsprechenden Monat des Vorjahres.

Zum Beispiel: $Inflationsrate\ April\ 2023 = \frac{P_{April\ 2023} - P_{April\ 2022}}{P_{April\ 2022}}$

P: Preisindex der Verbraucherpreise

Inflation und Deflation

Ursachen der Inflation

„Inflation is always and everywhere is monetary phenomenon“.
Milton Friedman

Es gibt einen weitgehenden Konsens, dass langfristig die Geldpolitik für die Inflationsrate verantwortlich ist. Das heisst**, starke und anhaltende Preisniveausteigerungen** sind auf starke Erhöhungen der Geldmenge zurückzuführen.

$$P = \frac{vM}{Y} \qquad \text{bzw.} \qquad \pi \approx dv + dM - dY$$

Bei einem kontanten M müsste entweder Y sehr stark fallen oder v sehr stark steigen.

Zum Beispiel: Inflation von 30% bei konstantem M würde bedeuten:

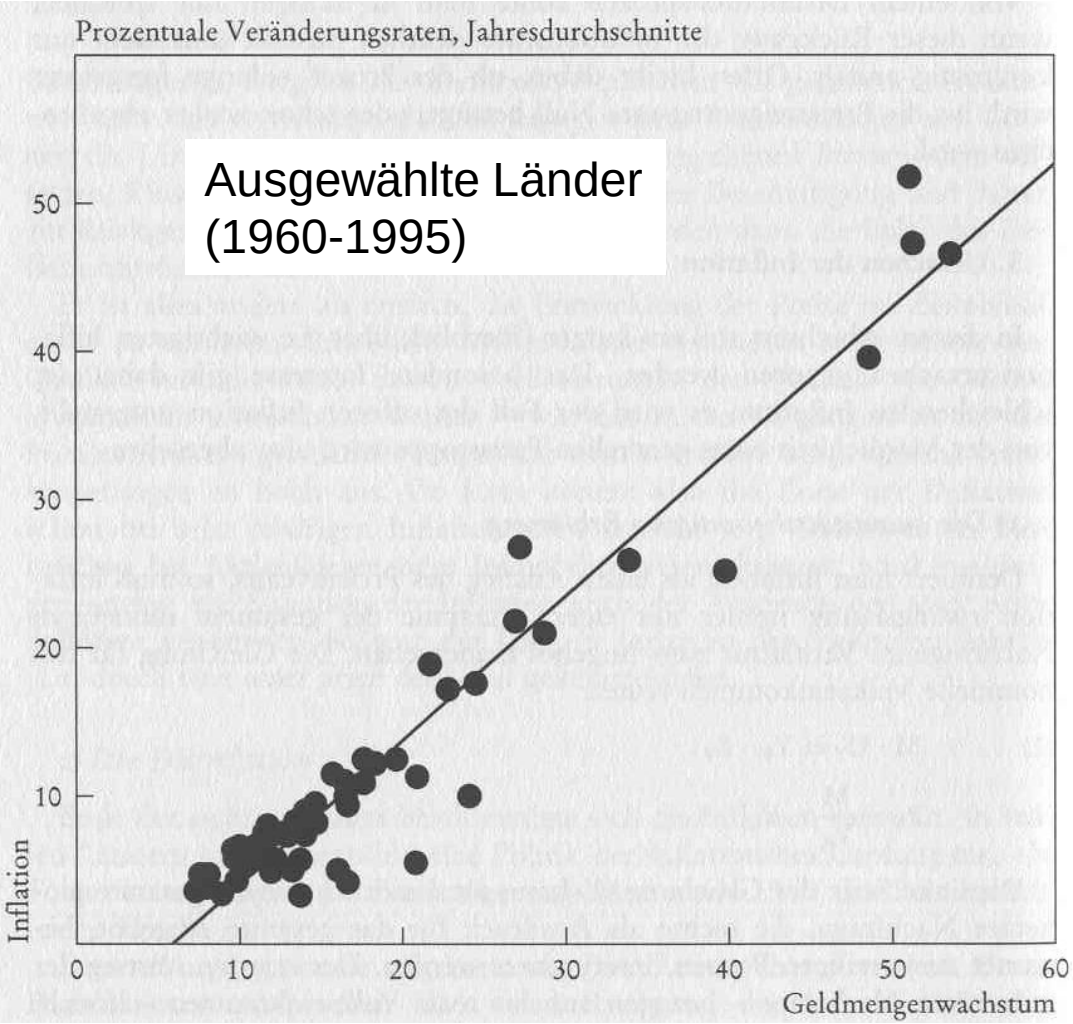
Entweder steigt v innerhalb eines Jahres um 30% oder Y fällt innerhalb eines Jahres um 23%.

Beides ist wenig realistisch.

dv, dM, dY: prozentuale Veränderungen

Inflation und Deflation

Geldmengenwachstum und Inflation



Es gibt einen Zusammenhang,
Vor allem in der langen Frist.

Werden jedoch nur Länder mit relativ niedrigen Inflationsraten betrachtet, dann ist der Zusammenhang nicht mehr so deutlich.

Quelle: Issing (2011), S. 211.

Inflation und Deflation

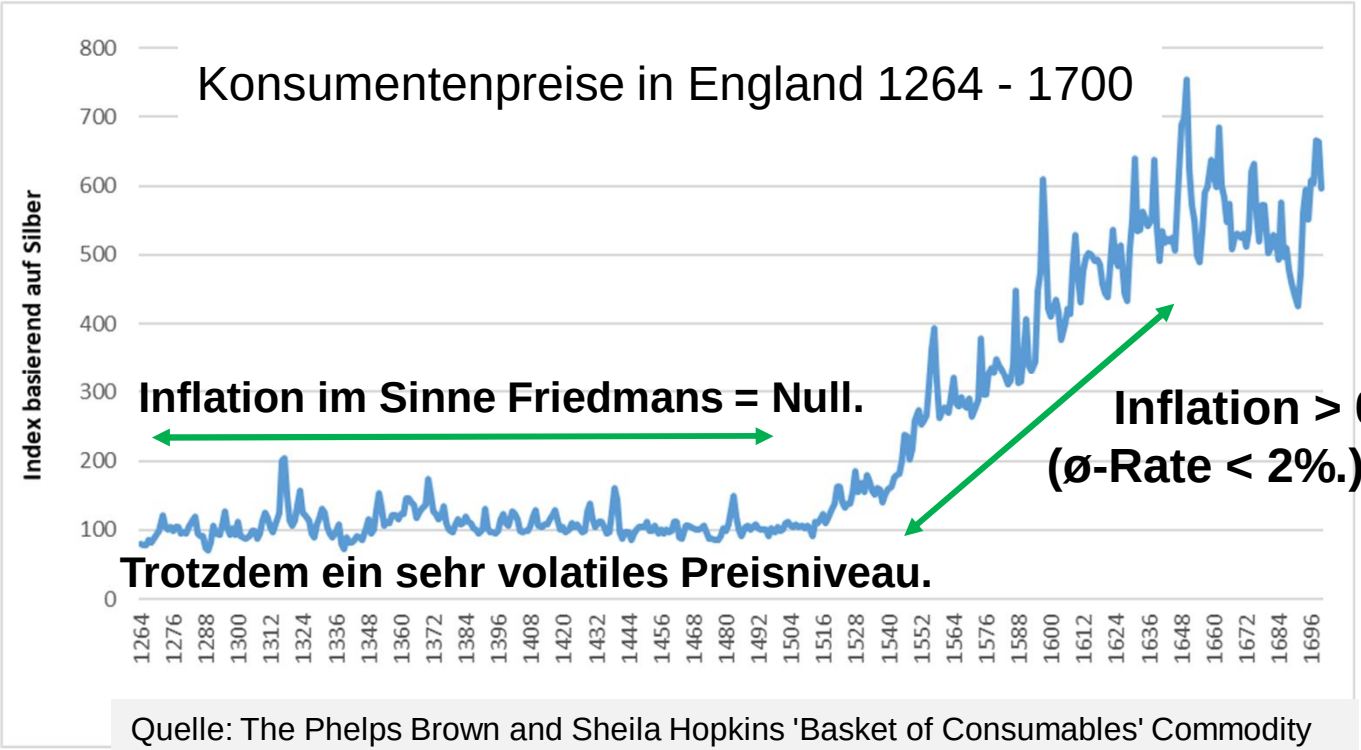
hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Inflation immer ein monetäres Phänomen?

Friedman: Inflation = „a steady and sustained rise in prices“

Folglich:

Nicht jede Zunahme des Preisniveaus ist Inflation im Sinne von Friedman.



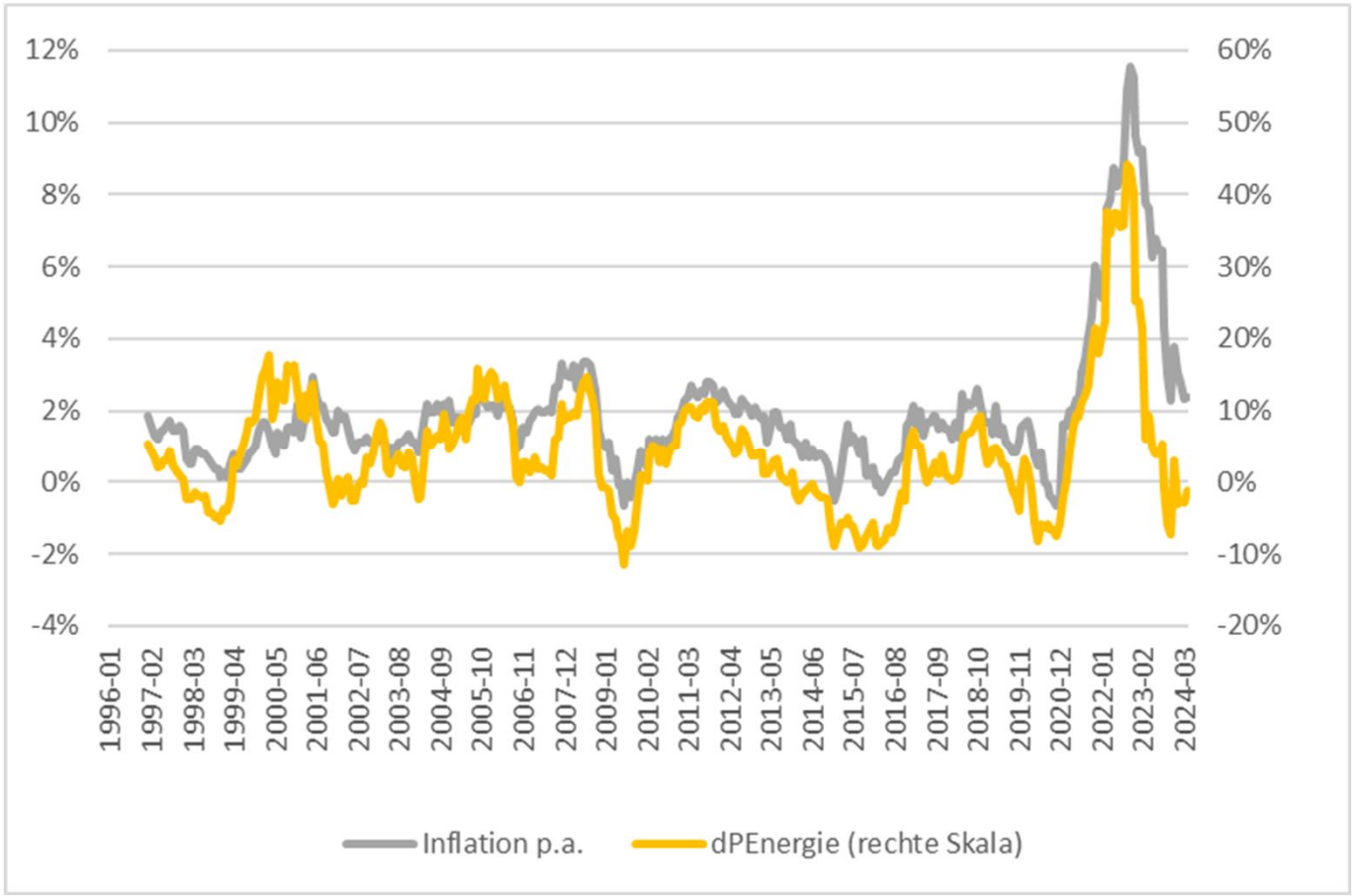
Quelle: The Phelps Brown and Sheila Hopkins 'Basket of Consumables' Commodity Prices and Craftsmen's Wages, in Southern England.

Inflation und Deflation

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Inflation immer ein monetäres Phänomen?

Auch in der Gegenwart: Die kurzfristige Inflationsrate wird oft durch reale Faktoren bestimmt, z.B. Knappheit von Energie



HVPI und Energiepreise im HVPI. Quelle DBk.

Inflation und Deflation

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Die Kosten der Inflation

Bei der Untersuchung der Kosten der Inflation ist es wichtig, zwischen antizipierter und nicht antizipierter Inflation zu unterscheiden.

Antizipierte Inflation

Reales Schrumpfen von Geldbeständen (höhere Cash Management-Kosten)

Kosten der Preisanpassung

Verzerrungen im Steuersystem

- „kalte Progression“
- Besteuerung von
  - nom. Zinseinkommen
  - nominalen Gewinnen („Scheingewinne“)
- Diskriminierung des Eigenkapitals

Nicht antizipierte Inflation

Verteilungswirkungen zu Lasten von Gläubigern und Arbeitnehmern führen zu Verteilungskämpfen

Erhöhung der Unsicherheit

- höhere Transaktionskosten
- höhere Risikoprämien
- verminderte Informationseffizienz
- verminderte Effizienz der Allokation der Ressourcen

Inflation und Deflation

Die Kosten der Inflation

- Erhöhte Cash-Management-Kosten

$$M^d = \sqrt{(Ab)/2i}$$

Inflation führt zu höheren Nominalzinsen. Verlangen Anleger einen Realzinssatz von 2%, dann entspricht der erforderliche Nominalzins: - 12% bei Inflation=10%
- 22% bei Inflation=20%

‘Fisher-Effect’

Steigen die Nominalzinsen, dann geht die durchschnittliche gehaltenen Kasse zurück und es müssen mehr „Wege zur Bank“ gemacht werden..

i	3%	10%	20%	50%	200%	1000%
Md	632,46	346,41	244,95	154,92	77,46	34,64
n	1,58	2,89	4,08	6,45	12,91	28,87

A: 2000 EUR pro Monat, b: 1 EUR pro Trx. i: % pro Jahr

Inflation und Deflation

Die Kosten der Inflation

- Verzerrung der relativen Preise

Wenn das Preisniveau steigt, dann steigen nicht alle Preise gleichzeitig. Vielmehr steigen einige früher, andere später.

Dies bedeutet, das im Verlauf der Inflation die relativen Preise beeinflusst werden.

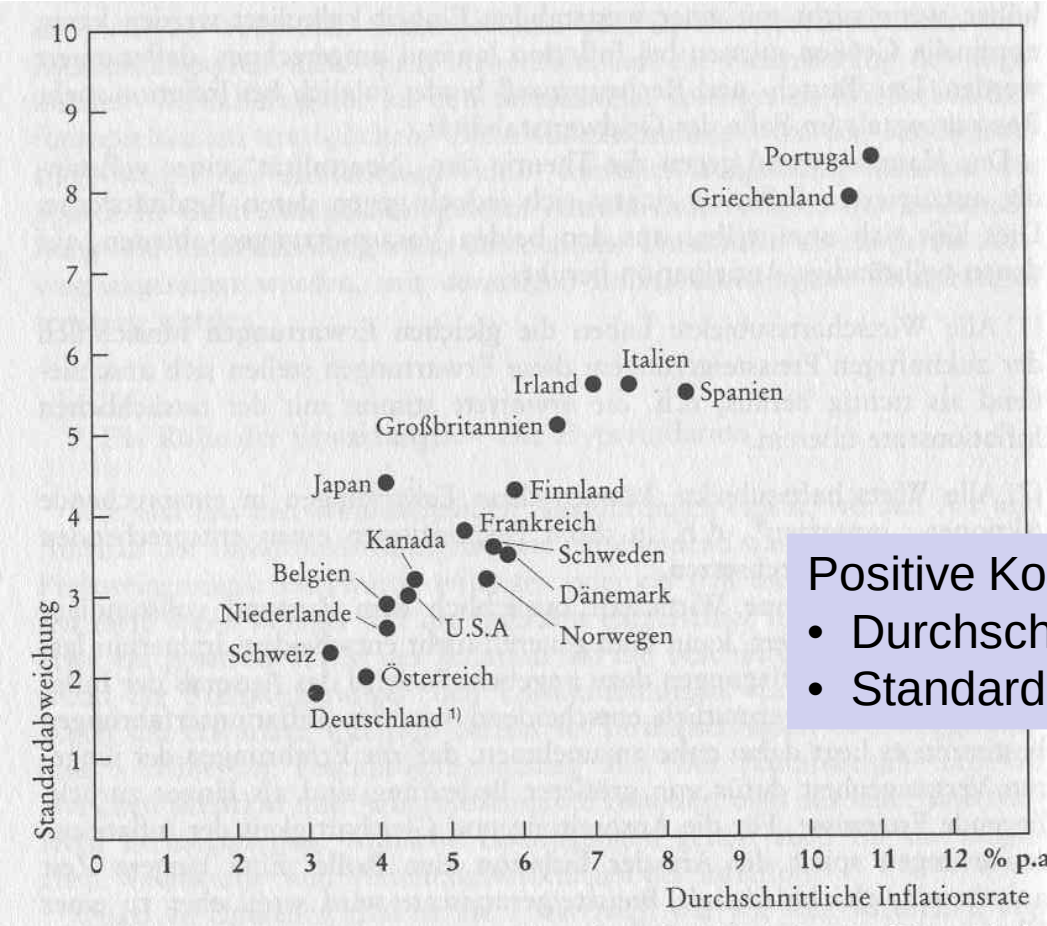
Dies ist sehr bedeutend, da die Allokation der Ressourcen durch die relativen Preise gesteuert wird. In der Inflation können die Wirtschaftssubjekte nicht mehr sicher sein, dass der Anstieg eines Einzelpreises einen relativen Anstieg bedeutet oder nur eine etwas raschere Anpassung an die allgemeine Inflation.

Daher werden die Wirtschaftssubjekte eher Fehler machen und die Allokation der Ressourcen wird ineffizient.

Inflation und Deflation

Die Kosten der Inflation

- Zunahme der Unsicherheit



Mit der Höhe der Inflation nimmt auch die Schwankungsbreite zu. Damit wird es tendenziell schwieriger Erwartungen zu bilden.

Positive Korrelation von
- Durchschnittsrate
- Standardabweichung

Periode 1961 – 2010.
Quelle: Issing (2011), S. 251.

Inflation und Deflation

Die Kosten der Inflation

Langfristige Wirkung der Inflation:

Höheres Risiko für Investoren, die in nominal fixierte Aktiva (wie z.B. Bonds) investieren wollen.

Für die Schuldner steigt das Risiko ebenfalls.

Zum Beispiel: Eine Firma gibt ein Bond mit einer Laufzeit von einem Jahr heraus.
Der Nominalzins beträgt 10%.

In diesem Fall hängt der Realzins von der Inflationsrate ab:

Inflation = 10% → Realzins = 0%
Inflation = 8% → Realzins ≈ 2%
Inflation = 12% → Realzins ≈ -2%
Inflation = 0% → Realzins = 10%
Inflation = 20% → Realzins ≈ -10% (=-8,33%)
Inflation = 100% → Realzins = -45%

Inflationsrisiko ⇨ **Realzinsrisiko**

Inflation und Deflation

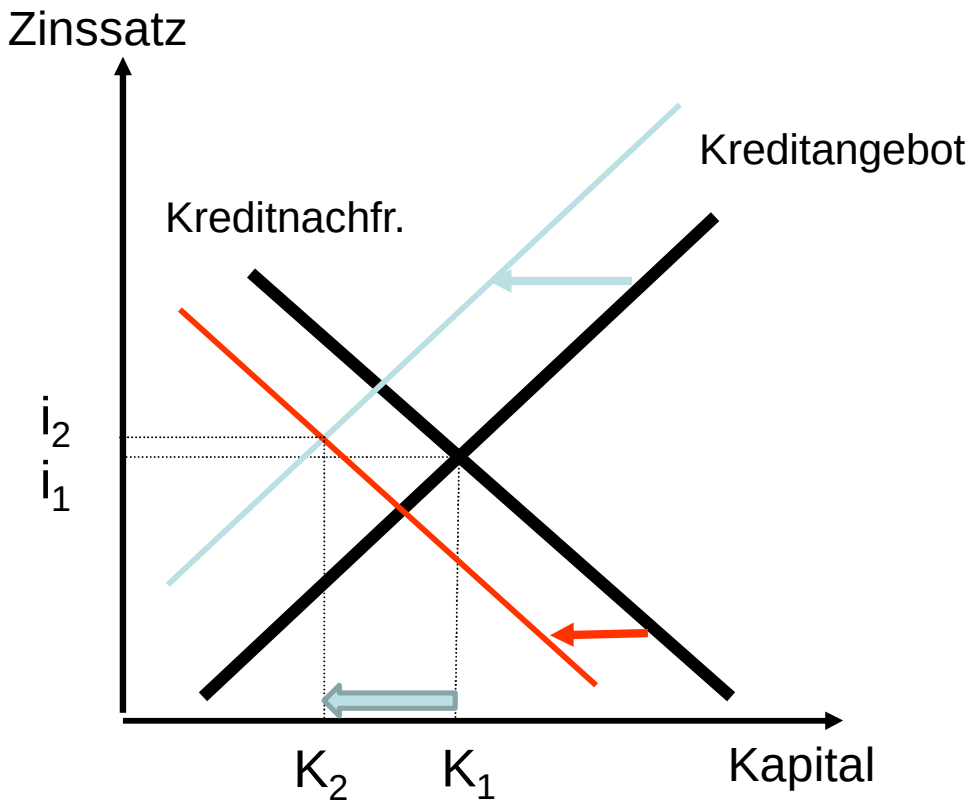
Die Kosten der Inflation

Zunehmende Unsicherheit

Wir haben bereits gesehen, dass eine **mit Sicherheit erwartete Inflation** einfach eingepreist wird. Der Zinssatz steigt, Die Kapitalmenge ändert sich nicht (Fisher-Effekt).

Anders ist es bei **Unsicherheit:**
Anstieg der Unsicherheit über die zukunftige Inflationsrate:*
- Kreditangebot fällt ⟵
- Kreditnachfr. fällt ⟵

Ergebnis:
Der Kapitalmarkt schrumpft.
Der Zinseffekt ist unbestimmt.



*: Gemeint ist: Die Unsicherheit nimmt zu, aber die Höhe der erwarteten Inflationsrate ändert sich nicht.

Inflation und Deflation

Die Kosten der Inflation

Inflationsunsicherheit: Gegenmaßnahmen

- Indexierung
- Kürzere Laufzeiten (etwa bei Krediten, Tarifverträgen)
- Investition in „reale“ Aktiva („Flucht in das Betongold“)

Mit allen diesen Maßnahmen sind aber Kosten verbunden:
- Zusätzliche Transaktionskosten
- Geringere Liquidität
- Geringere Erträge
- „Reale“ Risiken

Früher mussten Indexklauseln von der Bundesbank genehmigt werden.
Heute wird Indexierung im „Preisklauselgesetz“ geregelt.

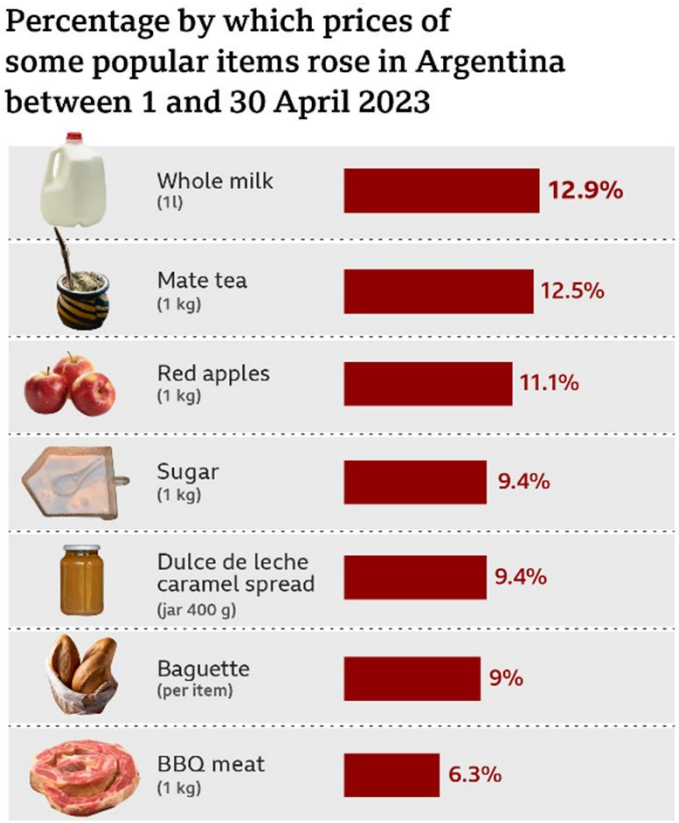
Inflation und Deflation

Die Kosten der Inflation

Record inflation: Five ways Argentines try to cope

https://www.bbc.com/news/world-latin-america-65524072

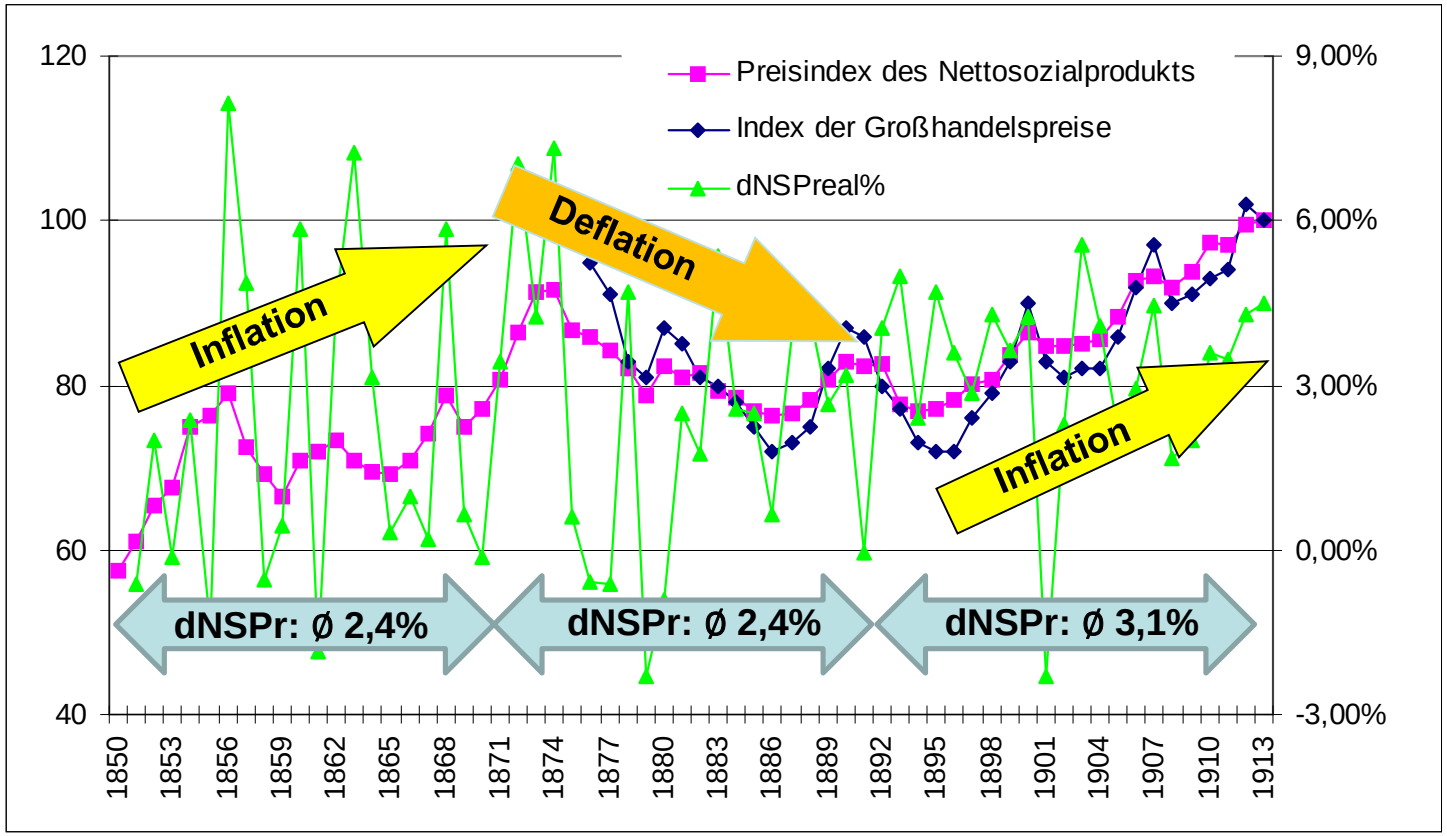
1. Buy now, pay later
2. Barter or swap
3. Bulk buying
4. Buying dollars
5. Spend, spend, spend



Inflation und Deflation

Inflation und Deflation: Historische Beispiele

Inflation/Deflation und Wachstum in Deutschland

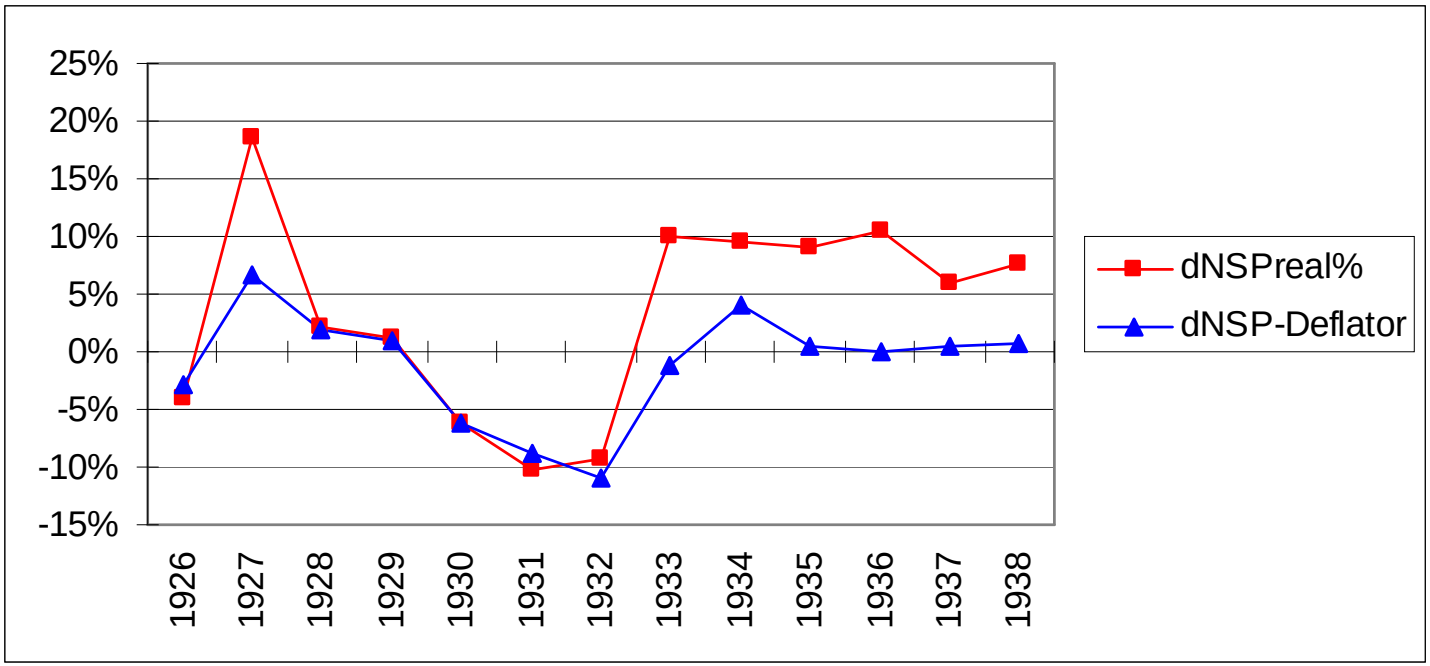


dNSPr:: Veränderung des realen Nettosozialprodukts in %

Im 19. Jh. gab es eine Periode der Deflation.

Inflation und Deflation

Inflation und Deflation: Historische Beispiele



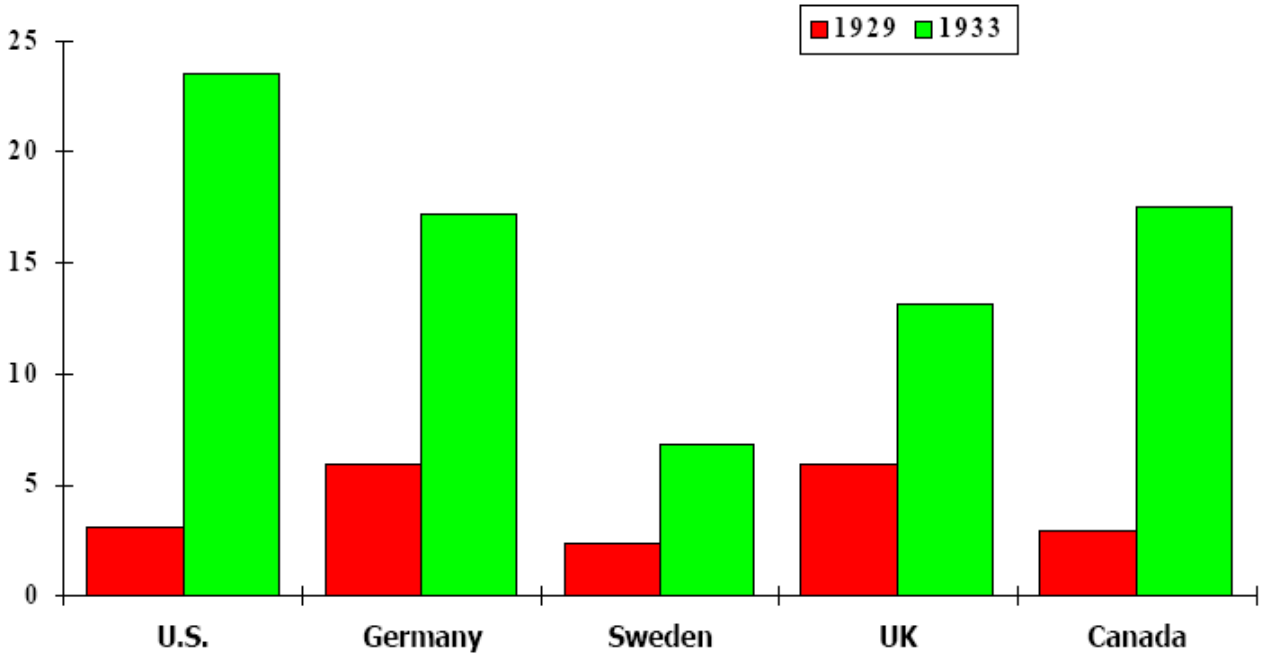
1930-32: eine traumatische Erfahrung mit Deflation: Weltwirtschaftskrise und enorme Arbeitslosigkeit.

Inflation und Deflation

Inflation und Deflation: Historische Beispiele

Deflation

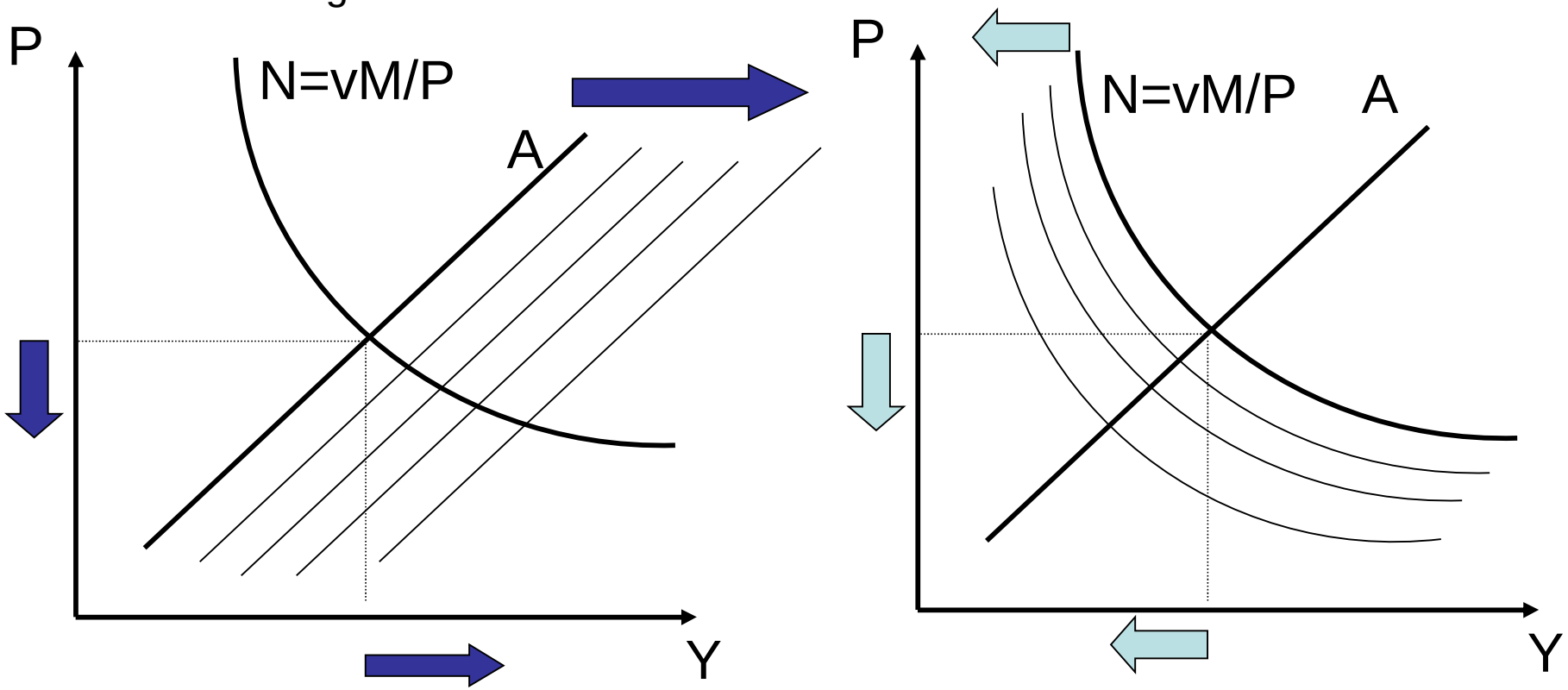
Arbeitslosigkeit in der Großen Depression



Inflation und Deflation

Zwei Arten von Deflation

N = reale Nachfrage
S = reales Angebot



Inflation und Deflation

Zwei Arten von Deflation

Deflation als Ergebnis einer Verschiebung des Angebots nach rechts
- aufgrund von Produktivitätszuwächsen oder
- zunehmendem Angebot von Rohstoffen

➡ Fallende Preise und wachsende Realwirtschaft
Kein Problem für die Wirtschaftspolitik
Beispiel: 1876 – frühe 1890er

Deflation als Ergebnis eines Rückgangs der gesamtwirt. Nachfrage
- wegen eines Rückgangs der Geldmenge und/oder
- eines Rückgangs der Umlaufgeschwindigkeit (Zunahme der Geldnachfr.)

➡ Fallende Preise und eine schrumpfende Realwirtschaft
Ein schweres Problem für die Wirtschaftspolitik
Beispiel: 1929 – Mitte 1930er

Inflation und Deflation

Deflation und Realwirtschaft

Warum führt ein Rückgang der Nachfrage zu einem Fall der Produktion?

Schließlich können ja die Anbieter bei einem Rückgang der Nachfrage die Preise senken, um ihr Produktionsniveau aufrecht zu erhalten.

- Problem träger Preise – insbesondere träger Nominallöhne
  Gefahr, daß Kosten langsamer sinken als Preise.
- Fallende Preise können zu der Erwartung führen, daß es sich lohnt auf noch tiefere Preise zu warten.
- Fallende Preise erhöhen den Realwert der Schulden. Das schadet den Schuldnern und kann zu Bankrotten führen.
- Der Realzins kann nicht unter die Deflationsrate fallen – auch dann, wenn eigentlich ein niedrigerer Zins notwendig wäre.
- Hohe Realzinsen können das Niveau der Kreditgewährung durch Banken reduzieren.

Inflation und Deflation

Deflation und Realwirtschaft

Eine Deflation, die auf Nachfragemangel beruht kann ökonomisch sehr schmerzhaft sein und zu einer anhaltenden Rezession führen.

Was kann dagegen getan werden?

- Die Geldpolitik muß die Zinsen senken.
- Wenn 0% nicht niedrig genug ist, kann eine Zentralbank Aktiva am Markt aufkaufen (Bonds, Wechsel, Aktien, Devisen).
- Die Regierung kann die Fiskalpolitik nutzen (am besten schulden-finanziert).

Ein wichtiger Punkt:
Die Erwartung fallender Preise muß gebrochen werden:

$$r^e = i - \pi^e \qquad \text{bzw.} \qquad r^e = i + d^e \quad (d = \text{Deflationsrate})$$

Für einen gegebenen Nominalzins (i) steigt der erwartete Realzins (r^e) mit der erwarteten Deflationsrate.

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

15. Grundlagen der europäischen Geldpolitik

Wer entscheidet in der EWU?

Dazu wäre erst einmal zu klären:

Wer ist überhaupt Mitglied der EWU?

Grundlagen

Gegenwärtig haben 20 Staaten der Europäischen Union haben den Euro eingeführt.

Belgien	Deutschland	Irland
Griechenland	Spanien	Frankreich
Italien	Zypern	Luxembourg
Malta	Niederlande	Österreich
Portugal	Slowenien	Slowakei
Finnland	Estland	Litauen
Lettland	Kroatien	

Über eine eigene Währung verfügen
Bulgarien, Tschechische Republik, Dänemark, Ungarn, Polen, Rumänien, und Schweden. Alle diese Länder sind aber EU-Mitglieder.

Grundlagen

Die EWU und die EU

Die europäischen Verträge sehen jedoch vor, dass alle EU-Mitglieder auch den Euro einführen sollen.

Allerdings müssen sie hierfür bestimmte Kriterien erfüllen („Konvergenzkriterien“).

Dänemark hat das Recht, eine eigene Währung zu behalten, auch wenn das Land die Konvergenzkriterien erfüllt. (Vor dem Brexit galt das auch für Großbritannien.)
Schweden hat einen flexiblen Wechselkurs zum Euro und verletzt somit ein Konvergenzkriterium. Damit bleibt auch Schweden auf unbestimmte Zeit ohne Euro.

Der in den vertraglichen Grundlagen der EU festgelegte „Normalfall“ ist, dass alle EU-Mitglieder den Euro einführen.

Grundlagen

Die Konvergenzkriterien

- **Preisstabilität:**

Die Inflationsrate darf nicht mehr als 1,5 Prozentpunkte über derjenigen der drei preisstabilsten Mitgliedsländer der Europäischen Union liegen.

- **Höhe der langfristigen Zinsen:**

Die langfristigen Nominalzinssätze dürfen nicht mehr als zwei Prozentpunkte über den entsprechenden Zinssätzen der drei preisstabilsten Mitgliedsländer der Europäischen Union liegen.

- **Haushaltsdisziplin:**

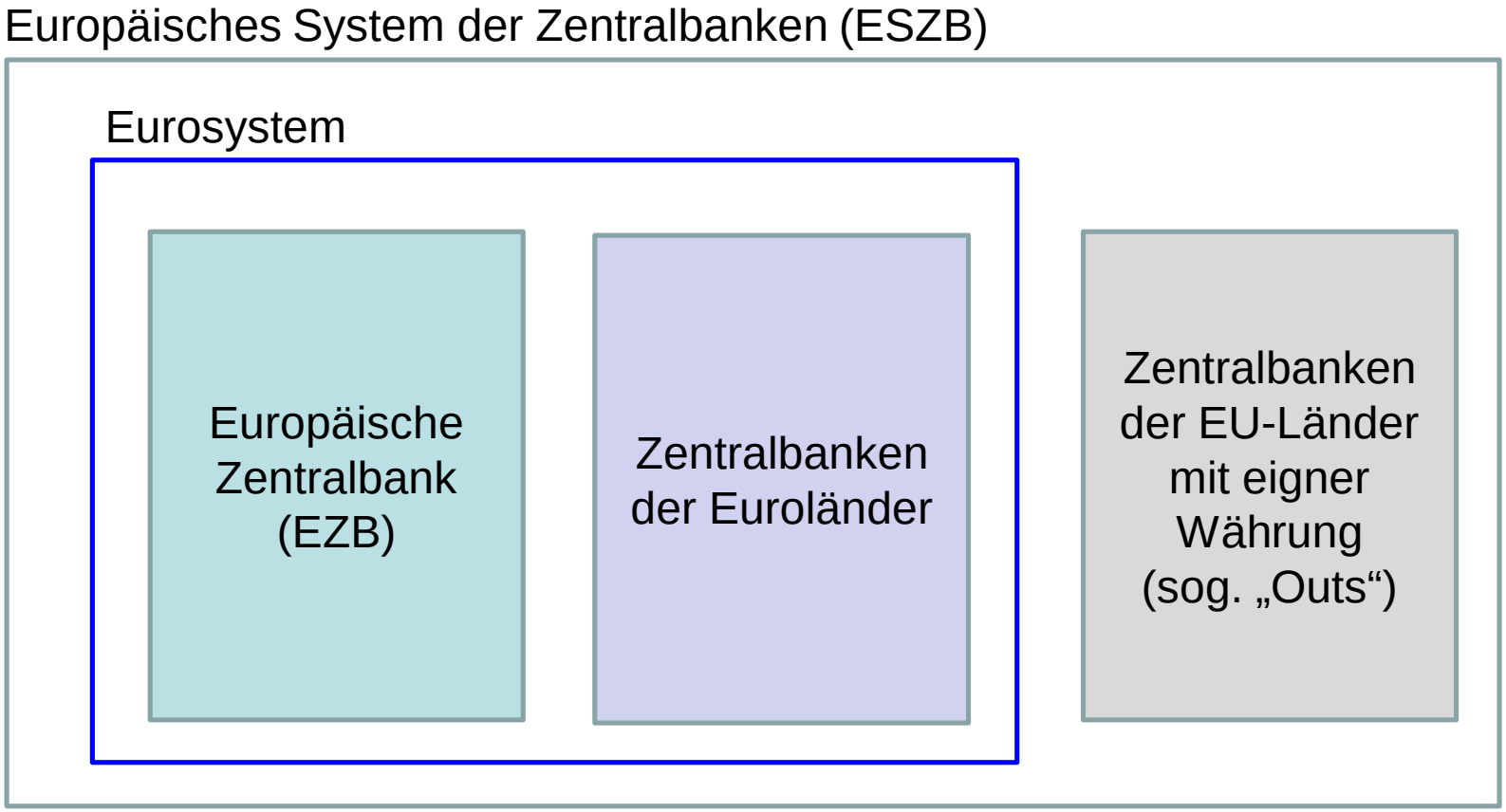
Das jährliche öffentliche Defizit sollte grundsätzlich nicht mehr als 3 %, der öffentliche Schuldenstand nicht mehr als 60 % des Bruttoinlandsprodukts betragen.

- **Wechselkursstabilität:**

Der Beitrittskandidat muss mindestens zwei Jahre am "Wechselkursmechanismus II" teilgenommen haben. Dabei darf der Wechselkurs der eigenen Währung nicht starken Schwankungen gegenüber dem Euro ausgesetzt gewesen sein.

Grundlagen

EZB, ESZB und Eurosystem



Solange nicht alle EU-Länder an der EWU teilnehmen, ist das Eurosystem die maßgebliche geldpolitische Institution.

Grundlagen

Gremien: Der Rat

Der EZB-Rat (Governing Council)

Der EZB-Rat ist das oberste Beschlussorgan der EZB. Er umfasst die sechs Mitglieder des Direktoriums sowie
die Präsidenten der nationalen Zentralbanken der 19 Mitgliedstaaten des Euroraums.

Aufgaben

- Erlassen der Leitlinien und Beschlüsse, die zur Erfüllung der dem Eurosystem übertragenen Aufgaben notwendig sind, und
- **Festlegung der Geldpolitik des Eurogebiets;**
  dies beinhaltet die Beschlussfassung über geldpolitische Ziele, Leitzinssätze und die Bereitstellung von Zentralbankgeld im Eurosystem sowie
- die Formulierung von Leitlinien zur Umsetzung der eben genannten Beschlüsse.

Im EZB-Rat werden die wesentlichen Entscheidungen getroffen.

Grundlagen

Der EZB-Rat (Governing Council)

Grundlagen

Gremien: Der Rat

Der EZB-Rat (Governing Council)

Gemäß den Verträgen der Europäischen Union musste das **Rotationssystem** eingeführt werden, als die Zahl der im EZB-Rat vertretenen Zentralbankpräsidenten 18 überschritt. Dies war am 1. Januar 2015 durch den Beitritt Litauens zum Euro-Währungsgebiet der Fall.

Die Länder des Euroraums werden entsprechend der Wirtschaftskraft und Größe des Finanzsektors in Gruppen unterteilt. Um festzulegen, welcher Zentralbankpräsident zu welcher Gruppe gehört, wurde eine Rangfolge erstellt. Die Zentralbankpräsidenten der Länder, die die Ränge eins bis fünf belegen – zurzeit sind dies Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien und die Niederlande –, teilen sich vier Stimmrechte. Auf die übrigen (15 Zentralbankpräsidenten) entfallen 11 Stimmrechte. Das Stimmrecht der Zentralbank-Präsidenten rotiert im monatlichen Turnus.

Die Mitglieder des EZB-Direktoriums haben ein dauerhaftes Stimmrecht.

Diese Details müssen Sie sich nicht merken.

Grundlagen

Gremien: Das Direktorium der EZB (Executive Board)

Das Direktorium umfasst

- den Präsidenten,
- den Vizepräsidenten sowie
- vier weitere Mitglieder.

Alle Direktoriumsmitglieder werden vom Europäischen Rat mit qualifizierter Mehrheit ausgewählt und ernannt.

Aufgaben

- die Vorbereitung der Sitzungen des EZB-Rats;
- die **Durchführung der Geldpolitik** des Euroraums gemäß den Leitlinien und Entscheidungen des EZB-Rats;
- die Erteilung von Weisungen an die nationalen Zentralbanken und
- die Ausübung bestimmter, vom EZB-Rat übertragener Befugnisse.

Grundlagen

Das Direktorium der EZB

Von links nach rechts: Piero Cipollone, Isabel Schnabel, Luis de Guindos (Vizepräsident), Christine Lagarde (Präsidentin), Philip R. Lane, Frank Elderson,

Grundlagen

Ziele des Eurosystems

- Preisstabilität
- Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik - soweit dies die Preisstabilität nicht gefährdet.

Dabei soll das Eurosystem im Einklang mit den Prinzipien einer offenen Marktwirtschaft handeln.
Neu hinzugekommen: Kampf gegen den Klimawandel

Grundlegende Aufgaben des Eurosystems

- **Durchführung und Festlegung der Geldpolitik**
- Durchführung von Devisengeschäften
- Verwaltung der Devisenreserven
- Förderung des Zahlungsverkehrs

Seit der Krise zudem erweiterte Kompetenzen

- auf dem Gebiet der Bankenaufsicht und
- der Sicherung der Stabilität des Finanzsystems.

Zudem hat sich die EZB noch das Ziel gesetzt, den Kampf gegen den Klimawandel zu unterstützen.

Grundlagen

Die Unabhängigkeit des ESZB

Die Unabhängigkeit der EZB ist festgelegt im

- Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union und der
- ESZB-Satzung.

Auswirkungen in der Praxis

Weder die EZB noch eine nationale Zentralbank noch ein Mitglied ihrer Beschlussorgane darf Weisungen von Organen oder Einrichtungen der EU, Regierungen der EU-Mitgliedstaaten oder anderen Stellen einholen oder entgegennehmen.

Sonstige Bestimmungen

- Die EZB verfügt über einen **eigenen Haushalt**.
- **Lange Amtszeiten** der Mitglieder des EZB-Rats.
- Mitglieder des Direktoriums haben **nur eine Amtszeit**.
- Eine **Amtsenthebung ist sehr schwer**. Sie ist nur möglich, wenn das Amt nicht mehr ausgeübt werden kann (etwa aus gesundheitlichen Gründen) oder eine schwere Verfehlung begangen wurde.
- Für die Beilegung von Rechtsstreitigkeiten ist der **Europäische Gerichtshof** zuständig.

16. Die geldpolitische Strategie des Eurosystems

Die geldpolitische Strategie

Was ist eine geldpolitische Strategie?

Geldpolitische Strategie: Definition

„Das längerfristig gültige Verfahren, nach dem über den Instrumenteneinsatz zur Verfolgung der Ziele entschieden wird. Die Endziele der Geldpolitik sind dabei im allgemeinen in Form gesetzlicher Vorschriften vorgegeben.“ (Issing)

Unterscheidung der Strategien:

Grundsätzlich:
- regelgebundene Geldpolitik
- diskretionäre Geldpolitik

Die geldpolitische Strategie

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Diskretionäre Geldpolitik

Geldpolitische Reaktionen erfolgen situationsgebunden. Sie sind daher im Zeitablauf nicht zwingend konsistent.
Vorteil: hohe Flexibilität
Nachteil: für Marktakteure unberechenbar, diese können nur schwer Erwartungen bilden, daher oft geringes Vertrauen in die Geldpolitik

Regelgebundene Geldpolitik

- Strikte Regelbindung

Beispiel: „Erhöhe Geldmenge um 4% pro Jahr“ („k%-Regel“ von Friedman) oder Vorgabe eines festen Wechselkursziels
Vorteil: hohe Erwartungssicherheit
Nachteil: keine Flexibilität

- Feedback-Regeln

Beispiel: „Erhöhe Geldmenge um 4% pro Jahr; plus x% wenn die Inflationsrate unter 2% liegt; minus x% wenn die Inflationsrate über 2% liegt.“
Vorteil: hohe Erwartungssicherheit
Nachteil: unflexibel

Die geldpolitische Strategie

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Die geldpolitische Praxis

In der Realität gibt es feste Regelbindung nur in Form von Wechselkurszielen.

Ansonsten wird den Zentralbanken immer ein **diskretionärer Handlungsspielraum** eingeräumt.

Es werden Regeln formuliert. Aber es bleibt den Zentralbanken überlassen, wie eng sie diesen Regeln folgen.

Hierfür gibt es unterschiedliche Gründe:

1. Da das Endziel nicht direkt gesteuert werden kann, ist eine komplette Zielerfüllung sehr schwierig. Insbesondere könnte gelegentlich sehr drastische geldpolitische Maßnahmen erforderlich sein, die mehr kosten als nutzen. Daher erfolgt bei drohender Zielverfehlung i.d.R. nur eine allmähliche Korrektur.
2. Es kann Situationen geben, in den weitere Ziele eine größere Bedeutung erhalten, z.B. jetzt in der Krise die Erhaltung der Bankenliquidität.

Die geldpolitische Strategie

Rechtliche Vorgaben

Ziele werden vorgegeben durch

- den **Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV - ehemals „EG-Vertrag“)**

Artikel 127 AEUV
(ex-Artikel 105 EGV)

(1) Das vorrangige Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken (im Folgenden „ESZB“) ist es, die **Preisstabilität** zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, **unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik** in der Union, um zur Verwirklichung der in Artikel 3 des Vertrags über die Europäische Union festgelegten Ziele der Union beizutragen. Das ESZB handelt im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb, wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird, und hält sich dabei an die in Artikel 119 genannten Grundsätze.

Die geldpolitische Strategie

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Die zwei Säulen („Two pillars“)

Der erste Aufgabe des Eurosystems bestand darin, eine geldpolitische Strategie zu formulieren. Diese beinhaltet

- eine Konkretisierung des Ziels „Preisniveaustabilität“ (erstes Element)

und

- die Festlegung, wie dieses Ziel erreicht werden soll (zweites Element).

Die erste Säule:

Definition des Ziels “Preisniveaustabilität”.

Die zweite Säule besteht aus dem sog. Zwei-Säulen-Konzept (“two-pillar approach”).

Das Zwei-Säulen-Konzept definiert einen Rahmen für die Bewertung aller für die Geldpolitik relevanten Informationen. Diese Bewertung bildet die Grundlage für die geldpolitischen Entscheidungen.

Die geldpolitische Strategie

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Die zwei Säulen („Two pillars“)

Das erste Säule

Definition des Ziels “Preisniveaustabilität”.

Eine durchschnittliche Preissteigerungsrate von 2% in der mittleren Frist.

Basis: der harmonisierte Verbraucherpreisindex “HVPI”

Zunächst lautete die Definition anders:

Eine Preissteigerungsrate von unter, jedoch nahe bei 2%

Beachte:

Die Zielrate bezieht sich auf die durchschnittliche Inflationsrate für die gesamte Eurozone. In den einzelnen Ländern kann es zu Abweichungen nach oben oder unten kommen.

Wenn in einigen Krisenländern die Inflationsrate nahe Null ist, dann bedingt dies eine Inflationsrate von mehr als 2 % in den anderen Ländern, damit die EZB ihr Ziel erreichen kann.

Die geldpolitische Strategie

Die zwei Säulen („Two pillars“)

Die zweite Säule

Das zweite Element besteht aus dem sog. **Zwei-Säulen-Konzept**.

Im Rahmen des Zwei-Säulen-Konzepts werden alle für die Geldpolitik relevanten Informationen in zwei Gruppen unterschieden:

- Faktoren die das Preisniveau eher kurzfristig beeinflussen

  → Diese werden in der “wirtschaftlichen Analyse” zusammengefaßt.

und

- Faktoren, die den langfristigen Trend bestimmen.

  → Hierunter werden primär monetäre Faktoren verstanden.

Beide sollen bei der Entscheidungsfindung in gleicher Weise berücksichtigt werden.

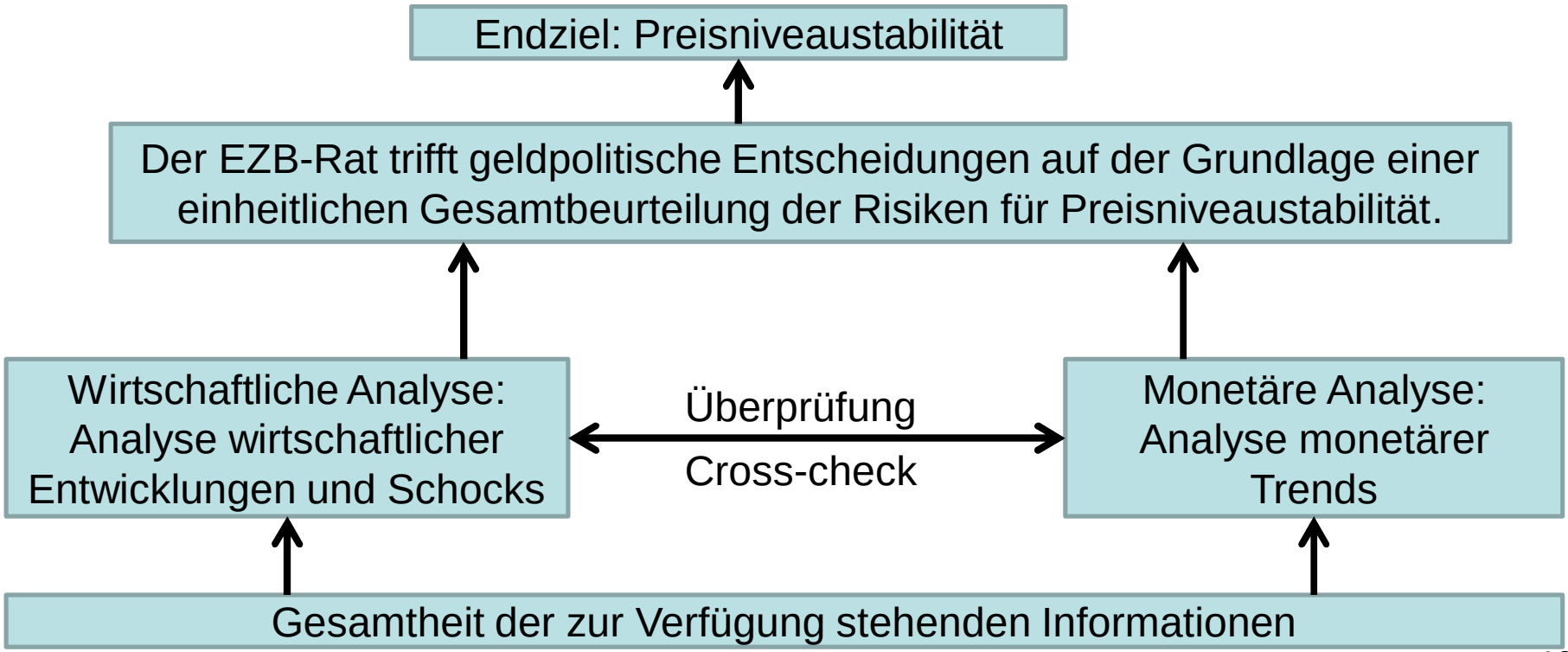
Die geldpolitische Strategie

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Die zwei Säulen („Two pillars“)

Das zweite Element

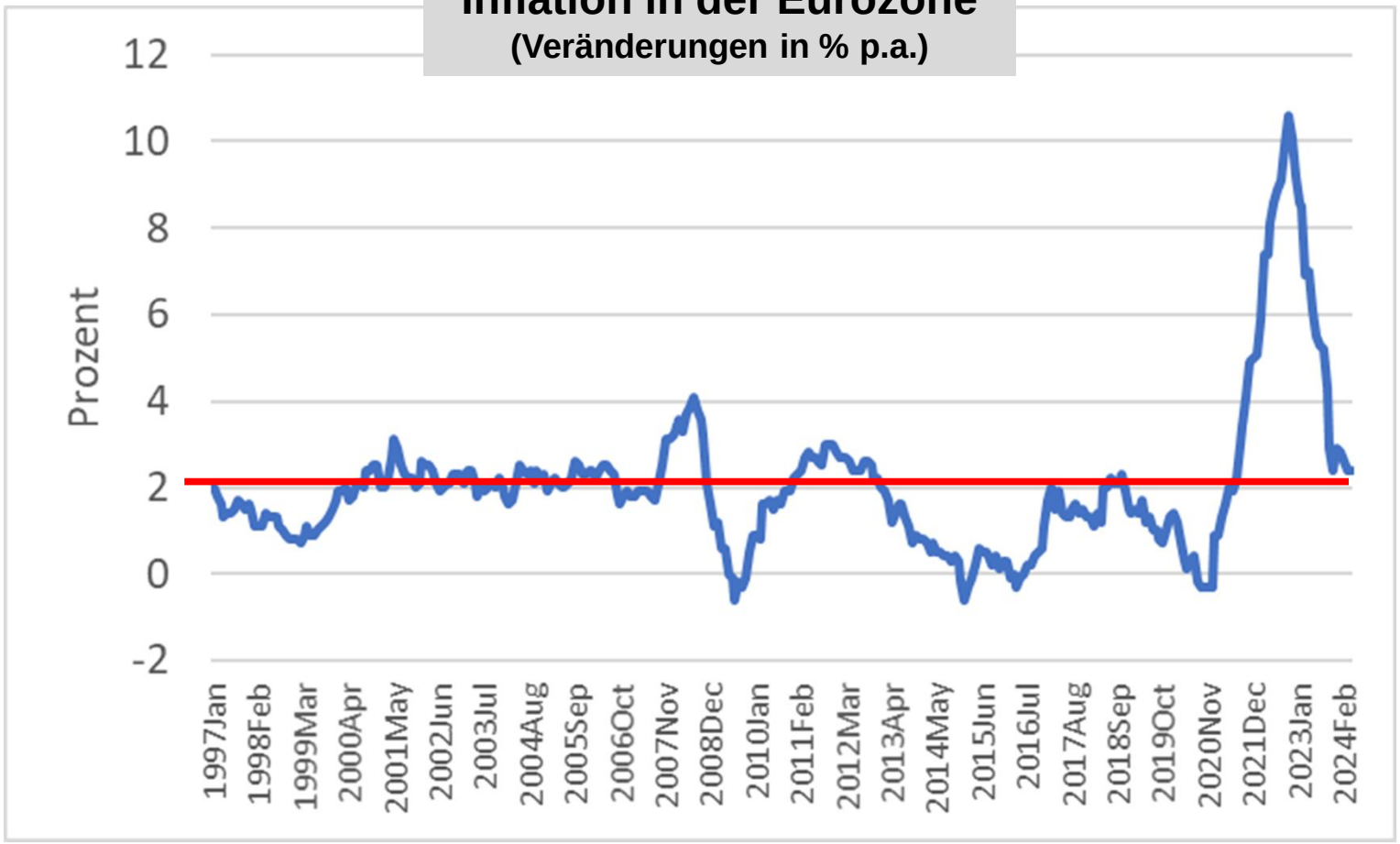
Das Zwei-Säulen-Konzept (“two-pillar approach”).



Die geldpolitische Strategie

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Wie gut hat das Eurosystem sein Ziel erreicht?



17. Geldpolitik in der ersten Phase der Währungsunion

Geldpolitik in der ersten Phase der Währungsunion

Der Leitzins

Wir haben bereits gesehen, dass das wesentliche Instrument der Geldpolitik in normalen Zeiten ein Zinssatz ist.

Dieser Zinssatz, den eine Zentralbank als Instrument der Geldpolitik nutzt wird auch als **„Leitzinssatz“** bezeichnet.

In der Eurozone ist dies der **Hauptrefinanzierungssatz.**

Zu diesem Zinssatz werden die Hauptrefinanzierungs-geschäfte abgewickelt. Er signalisiert den Märkten die Ausrichtung der Geldpolitik.

Über die **Hauptrefinanzierungsgeschäfte** (HRGs) stellt das Eurosystem den Banken Reserven auf dem Kreditweg zur Verfügung.

Der Leitzins ist der Zinssatz zum dem die Banken kurzfristige Kredite beim Eurosystem aufnehmen können.

Geldpolitik in der ersten Phase der Währungsunion

Die Hauptrefinazierungsgeschäfte (HRG)

Die HRS sollen die **Ausrichtung der Geldpolitik signalisieren**.

- Zinserhöhung: Geldpolitik wird restriktiver
- Zinssenkung: Geldpolitik wird expansiver

Durchführung der HRG:

- Liquiditätsbereitstellung über befristete Geschäfte;
- Wöchentliche Durchführung;
- Laufzeit der Geschäfte: i.d.R. eine Woche;
- Anwendung verschiedener Standard-Bieterverfahren
- Die Teilnehmer müssen vorher definierte Kriterien erfüllen.
- Die Teilnehmer müssen Sicherheiten stellen (Kredit nur gegen Sicherheiten).

Geldpolitik in der ersten Phase der Währungsunion

Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte in der Bilanz des Eurosystems

Die Aktiva des Eurosystems in „normalen“ Zeiten

Aktiva des Eurosystems	7. September 2007
Gold und Goldforderungen	171 940
Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	144 749
Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet	25 156
Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	15 891
Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	446 286
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	256 001
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	190 001
Feinsteuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0
Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0
Spitzenrefinanzierungsfazilität	279
Forderungen aus Margenausgleich	5
Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	11 099
Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	94 853
Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte	37 145
Sonstige Aktiva	260 264
Aktiva insgesamt	1 207 383

Geldpolitik in der ersten Phase der Währungsunion

Die Passiva des Eurosystems in „normalen“ Zeiten

	7. September 2007
Banknotenumlauf	639 169
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet	182 577
Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	181 548
Einlagefazilität	1 029
Termineinlagen	0
Feinsteuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0
Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	0
Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet	142
Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen	0
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	68 059
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	20 927
Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	135
Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	18 647
Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte	5 517
Sonstige Passiva	86 307
Ausgleichsposten aus Neubewertung	117 010
Kapital und Rücklagen	68 893
Passiva insgesamt	1 207 383

Gibt es noch andere Zinssätze des Eurosystems?

Es gibt noch zwei weitere Zinssätze:

- den Einlagenzinssatz und
- den Spitzenrefinanzierungssatz

Der **Einlagenzinssatz ist vergleichbar mit einem Spar- oder Terminzinssatz**. Wenn eine Bank mehr Einlagen beim Eurosystem halten will als zur Abwicklung ihrer Geschäfte notwendig ist, dann kann sie verzinsliche Einlagen beim Eurosystem halten und erhält den Einlagenzinssatz.

Der **Spitzenrefinanzierungssatz ist vergleichbar mit einem Dispo-Zinssatz**. Wenn eine Bank zusätzlich Kredit vom Eurosystem braucht, dann kann sie jederzeit auf die sog. Spitzenrefinanzierungsfazilität zurückgreifen..

Geldpolitik in der ersten Phase der Währungsunion

Gibt es noch andere Zinssätze des Eurosystems?

Für die beiden Zinssätze gilt:

- den Einlagenzinssatz ist niedriger als der Leitzins und
- den Spitzenrefinanzierungssatz ist höher als der Leitzins.

Diese beiden Zinssätze bilden gewissermaßen einen „Korridor“ um den Hauptrefinanzierungssatz.

In „normalen Zeiten nutzen die Banken die Einlagenfazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität nur in sehr geringem Umfang.

Wir werden später sehen, dass dies in der jetzigen Krise nicht mehr gilt.

Geldpolitik in der ersten Phase der Währungsunion

Die beiden Fazilitäten in der Bilanz des Eurosystems

Die Aktiva des Eurosystems in „normalen“ Zeiten

Aktiva des Eurosystems	7. September 2007
Gold und Goldforderungen	171 940
Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	144 749
Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet	25 156
Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	15 891
Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	446 286
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	256 001
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	190 001
Feinsteuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0
Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0
Spitzenrefinanzierungsfazilität	279
Forderungen aus Margenausgleich	5
Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	11 099
Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	94 853
Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte	37 145
Sonstige Aktiva	260 264
Aktiva insgesamt	1 207 383

Fast Null

Geldpolitik in der ersten Phase der Währungsunion

Die Passiva des Eurosystems in „normalen“ Zeiten

	7. September 2007
Banknotenumlauf	639 169
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet	182 577
Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	181 548
Einlagefazilität	1 029
Termineinlagen	0
Feinsteuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0
Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	0
Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet	142
Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen	0
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	68 059
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	20 927
Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	135
Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	18 647
Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte	5 517
Sonstige Passiva	86 307
Ausgleichsposten aus Neubewertung	117 010
Kapital und Rücklagen	68 893
Passiva insgesamt	1 207 383

Nahe Null

Geldpolitik in der ersten Phase der Währungsunion

Zusammenfassung

Der Leitzins oder Hauptrefinanzierungssatz ist der Zinssatz, zu dem die Hauptrefinanzierungsgeschäfte abgewickelt werden.

Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sind das wichtigste geldpolitische Instrument. Sie gehören zu den Offenmarktgeschäften. (Was es sonst noch an Offenmarktgeschäften gibt, brauchen Sie nicht zu wissen.)

Neben den Offenmarktgeschäften gibt es die ständigen Fazilitäten:

- Spitzenrefinanzierungsfazilität
- Einlagenfazilität

Geldpolitik in der ersten Phase der Währungsunion

Der Geldmarkt und der €STR

Den Geldmarkt haben wir ja schon kennengelernt. Es handelt sich um einen Markt für kurzfristige Kreditgeschäfte zwischen Banken.
In der Praxis besteht dieser Markt **aus zwei Segmenten**:

- dem Markt für besicherte Kredite (z.B. Repos)
- Dem Markt für unbesicherte Kredite.

Vor der Finanzmarktkrise war ein signifikanter Anteil der Geldmarktgeschäfte unbesichert. Nach der Krise ist dieser Anteil zurückgegangen.
Der Zinssatz, zu dem Geldmarkt-Geschäfte abgewickelt werden, ist der Geldmarktsatz. Die EZB stellt jeden Tag einen durchschnittlichen Geldmarktsatz für unbesicherte Transaktionen fest, den **€STR (Euro Short-Term Rate)** (früher EONIA).

Geldpolitik in der ersten Phase der Währungsunion

Die Zinssätze der ECB und der Geldmarktzinssatz

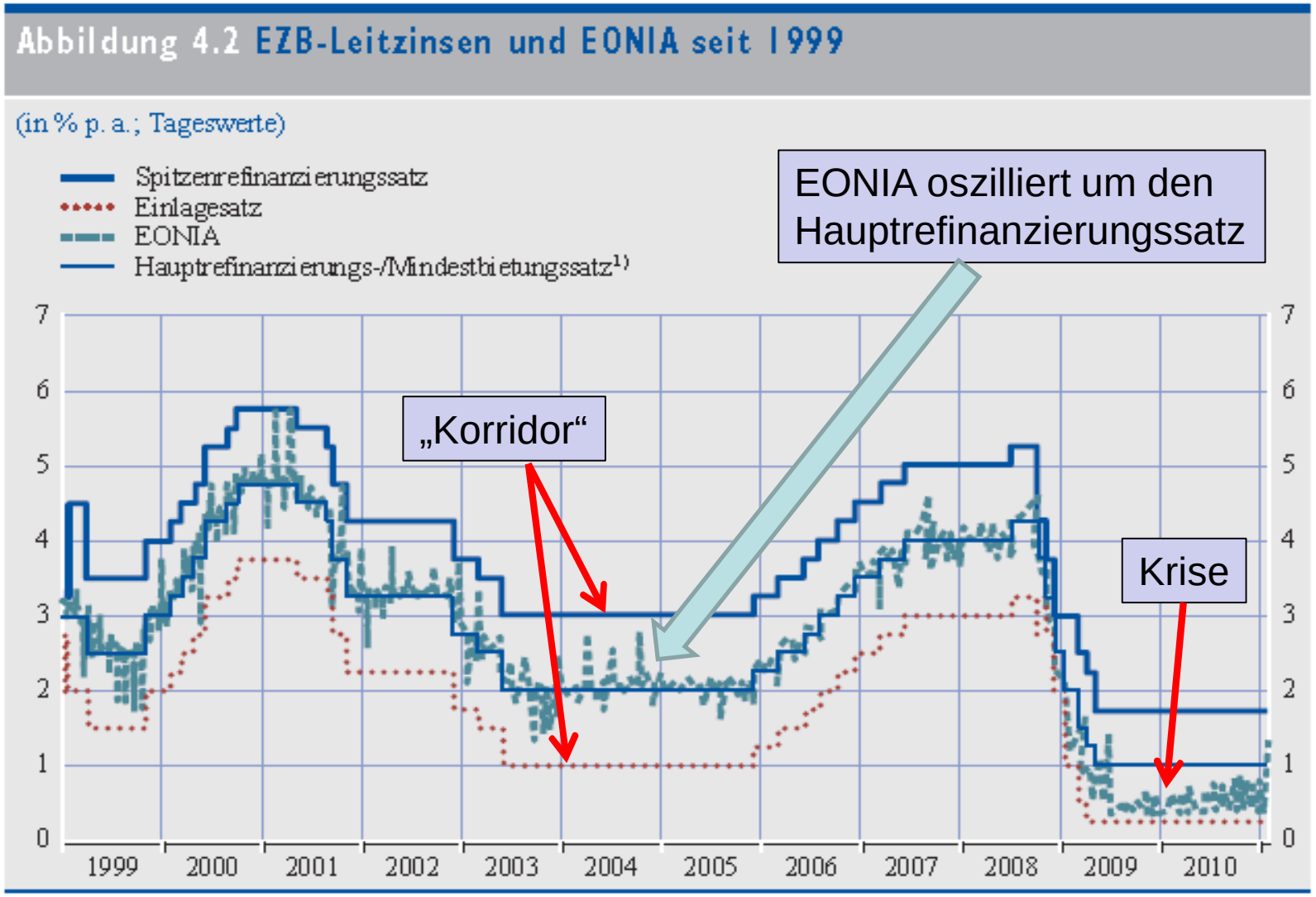
In normalen Zeiten oszillierte der Geldmarktzinssatz um den HRS. Die Ausschläge wurden begrenzt

- nach unten durch den Einlagenzinssatz
- nach oben durch Spitzenrefinanzierungssatz

Man kann sagen, dass der Einlagenzinssatz und der Spitzenrefinanzierungssatz einen „Korridor“ bildeten, in dem sich der Geldmarktzinssatz bewegte.
Die durchschnittliche Höhe des Geldmarktzinssatzes war durch den HRS vorgegeben. Es gab Abweichungen nach unten wie nach oben (Symmetrie der Abweichungen).

Dies hat sich 2008 mit der Krise geändert.

Geldpolitik in der ersten Phase der Währungsunion



Geldpolitik in der ersten Phase der Währungsunion

Der Geldmarkt in „normalen“ Zeiten

Wir können festhalten:

- **Die Hauptrefanzierungsgeschäfte sind die wichtigsten Geschäfte des Eurosystems, Sie werden zum Hauptrefinanzierugssatz („Leitzins“) abgewickelt.**
- **Zum Leitzinssatz können die Banken sich periodisch Liquidität beim Eurosystem beschaffen.**
- **Der Leitzinssatz hat einen maßgeblichen Einfluß auf die Geldmarktsätze.**
- **Die Geldmarktsätze stellen die Opportunitätskosten der Kreditgewährung an Kunden dar.**
- **Sie bestimmen daher in erheblichem Maße die Konditionen, zu denen die Banken ihren Kunden Kredit gewähren.**

Geldpolitik in der ersten Phase der Währungsunion

Mindestreserve

Die Geschäftsbanken müssen einen bestimmten Prozentsatz ihrer liquiden Kundeneinlagen als Mindestreserven bei der am Eurosystem beteiligten Zentralbanken halten.

Rechtlicher Rahmen:

- Artikel 19 der ESZB-Satzung,
- Verordnung (EG) Nr. 2531/98 und
- Verordnung EZB/2003/9.

Die Höhe der von jedem Institut zu unterhaltenden Mindestreserven richtet sich nach der jeweiligen Mindestreservebasis. Sie ist in Relation zu bestimmten Bilanzposten definiert. Dabei handelt es sich im wesentlichen um Sichteinlagen, kurzfristige Spar- und Termineinlagen von Kunden (Nichtbanken).

Geldpolitik in der ersten Phase der Währungsunion

Mindestreserve und freiwillig gehaltenen Einlagen

Der gegenwärtige MR-Satz beträgt 1%.

Die für die Mindestreserve notwendigen Einlagen überschreiten die für die Abwicklung des Zahlungsverkehrs notwendigen Einlagen um ein Vielfaches.

Da Reserven in der Vergangenheit nicht verzinst wurden, waren die Banken bestrebt, ihre Reserven möglichst klein zu halten. Sie hielten also gerade genug, um ihre Mindestreservepflicht zu erfüllen.

Die Überschussreserven liegen in der Regel nahe Null.

Dies hat sich in der Krise erheblich geändert.

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

18. Die Geldpolitik seit dem Ausbruch der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise

Geldpolitik seit 2008

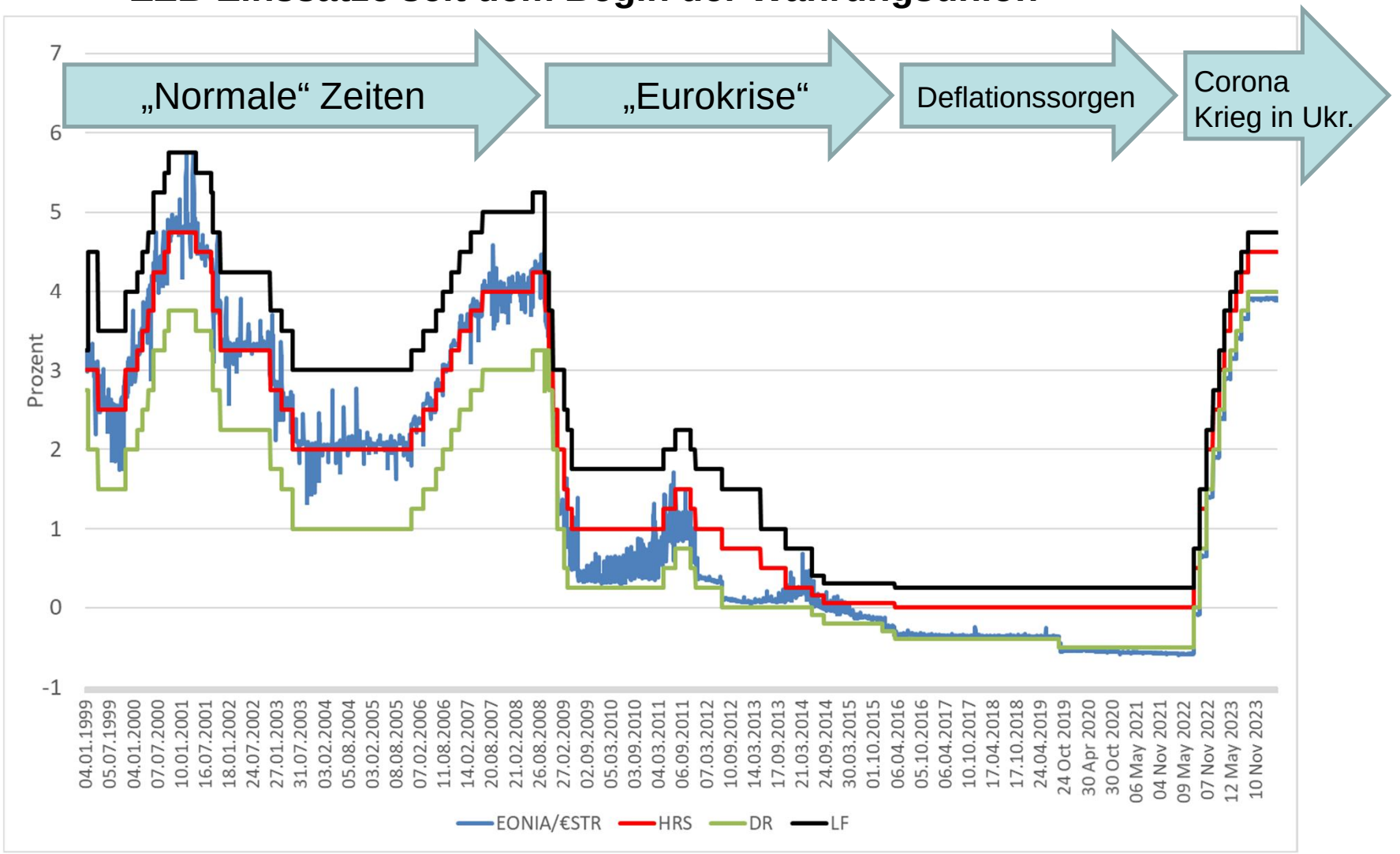
Geldpolitik im Krisenmodus – eine endlose Geschichte?

- 2008: Es begann als Banken- und Finanzmarktkrise
- 2010-2015: Euro-Krise bzw. Staatsschuldenkrise
- 2015-2021: Deflationssorgen
- 2020-2022: Corona
- 2022: Beginn des Kriegs in der Ukraine
- Seit 2021: hohe Inflationsraten
- 2023: Bankpleiten, Abwicklung der Credit Suisse

Geldpolitik seit 2008

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

EZB-Zinssätze seit dem Begin der Währungsunion



Geldpolitik seit 2008

Die Krise von 2008 und ihre Folgen

Geldpolitik seit 2008

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

SPIEGEL Wirtschaft

US-Bankenkrise

Lehman-Pleite erschüttert Deutschlands Märkte

Die Bankenkrise in den USA hat weltweit die Aktienkurse einbrechen lassen. Der Dax pendelt auf dem tiefsten Stand seit zwei Jahren, die EZB pumpt Milliarden in den Markt - und die Bafin schließt die deutsche Lehman-Tochter.

15.09.2008, 15.28 Uhr

Menschen sorgen sich um ihre Einlagen. Schlangestehen vor eines englischen Bank.

(AP)

Auch in Deutschland macht man sich Sorgen über die Stabilität des Banksystems.

Geldpolitik seit 2008

Die Reaktion der Politik:

Die Bundesregierung garantiert die Bankeinlagen

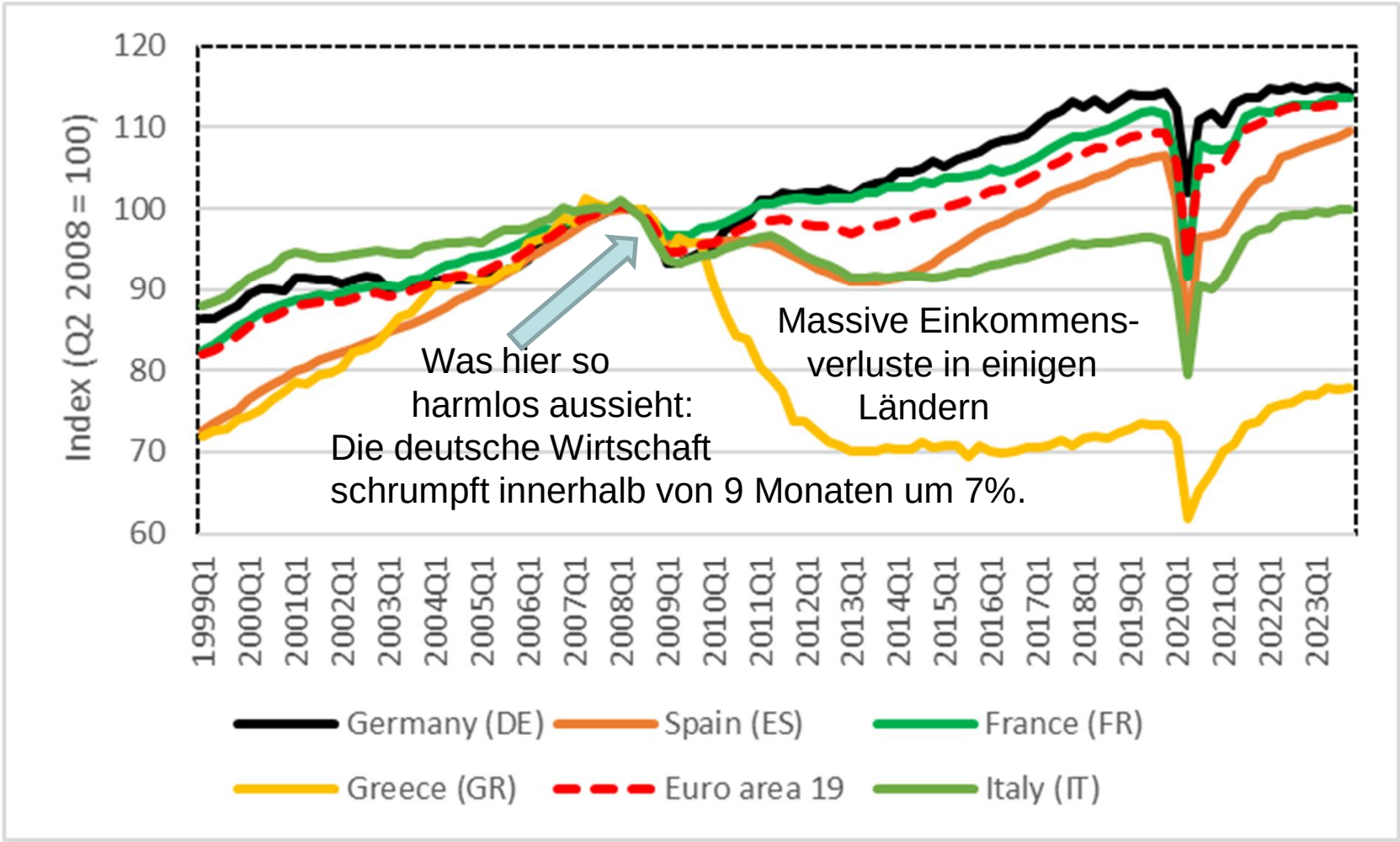
DPA

"Wir sagen den Sparerinnen und Sparern, dass ihre Einlagen sicher sind. Auch dafür steht die Bundesregierung ein."
4. Oktober 2008

Geldpolitik seit 2008

Die realen Folgen der Krise

Das reale Bruttoinlandsprodukt in einigen Euro-Ländern (1999-2023)



Geldpolitik seit 2008

Bankenrettung – ein teurer Spaß: Maßnahmen in Deutschland

Stabilisierungshilfen des SoFFin[1)]

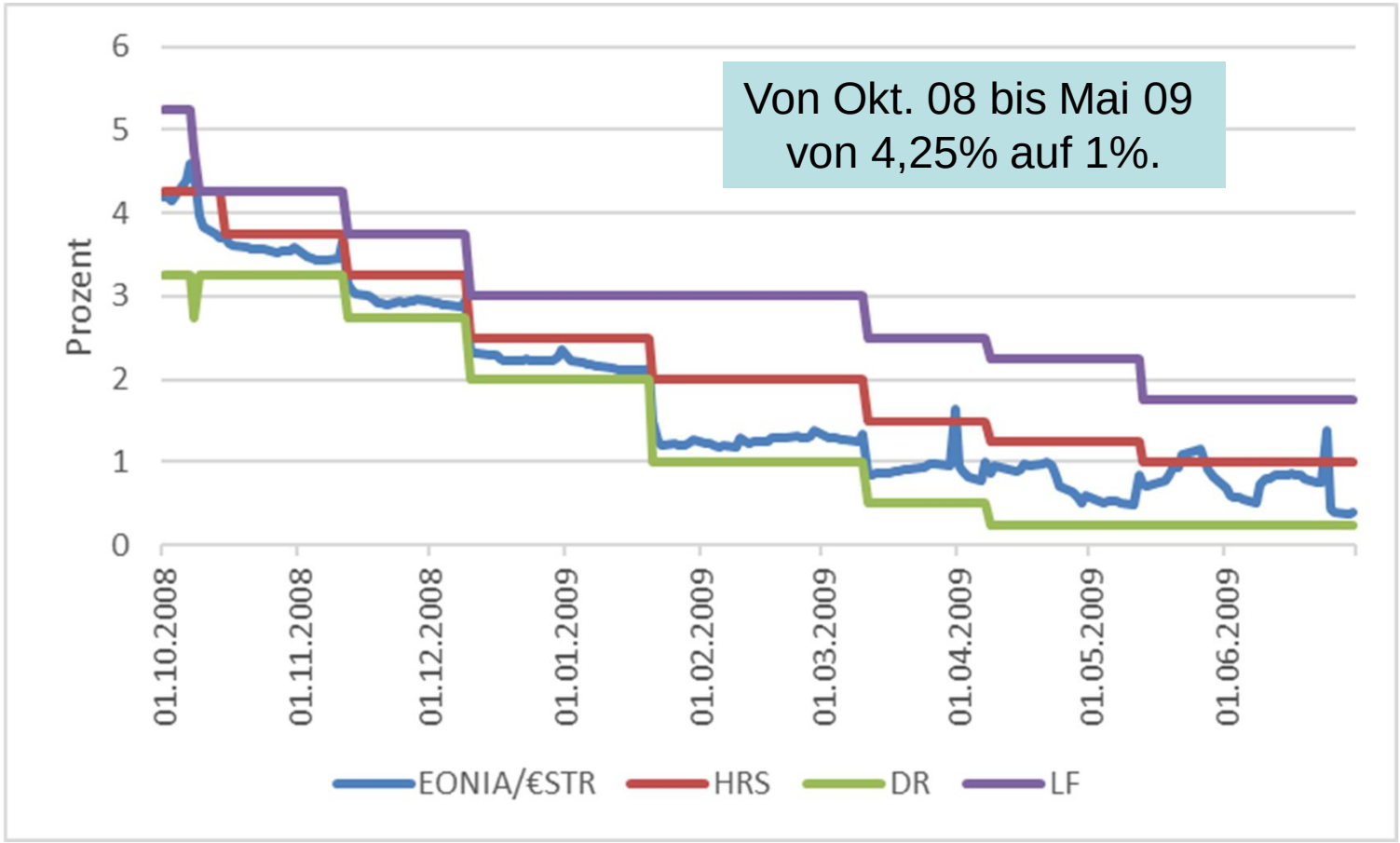
	Mrd Euro
Garantien	**127,70**
Darunter:	
Hypo Real Estate	52,00
HSH Nordbank	30,00
Commerzbank	15,00
BayernLB	15,00
IKB	5,00
Aareal Bank	4,00
Düsseldorfer Hypothekenbank	2,50
Eigenkapitalhilfen	**21,90**
Darunter:	
Commerzbank	18,20
Hypo Real Estate	3,00
Aareal Bank	0,53
Risikoübernahme	
WestLB	5,90

1) Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung. Stand: 8.10.2009.

Quelle SVR, Jahresgutachten 2009/10

Geldpolitik seit 2008

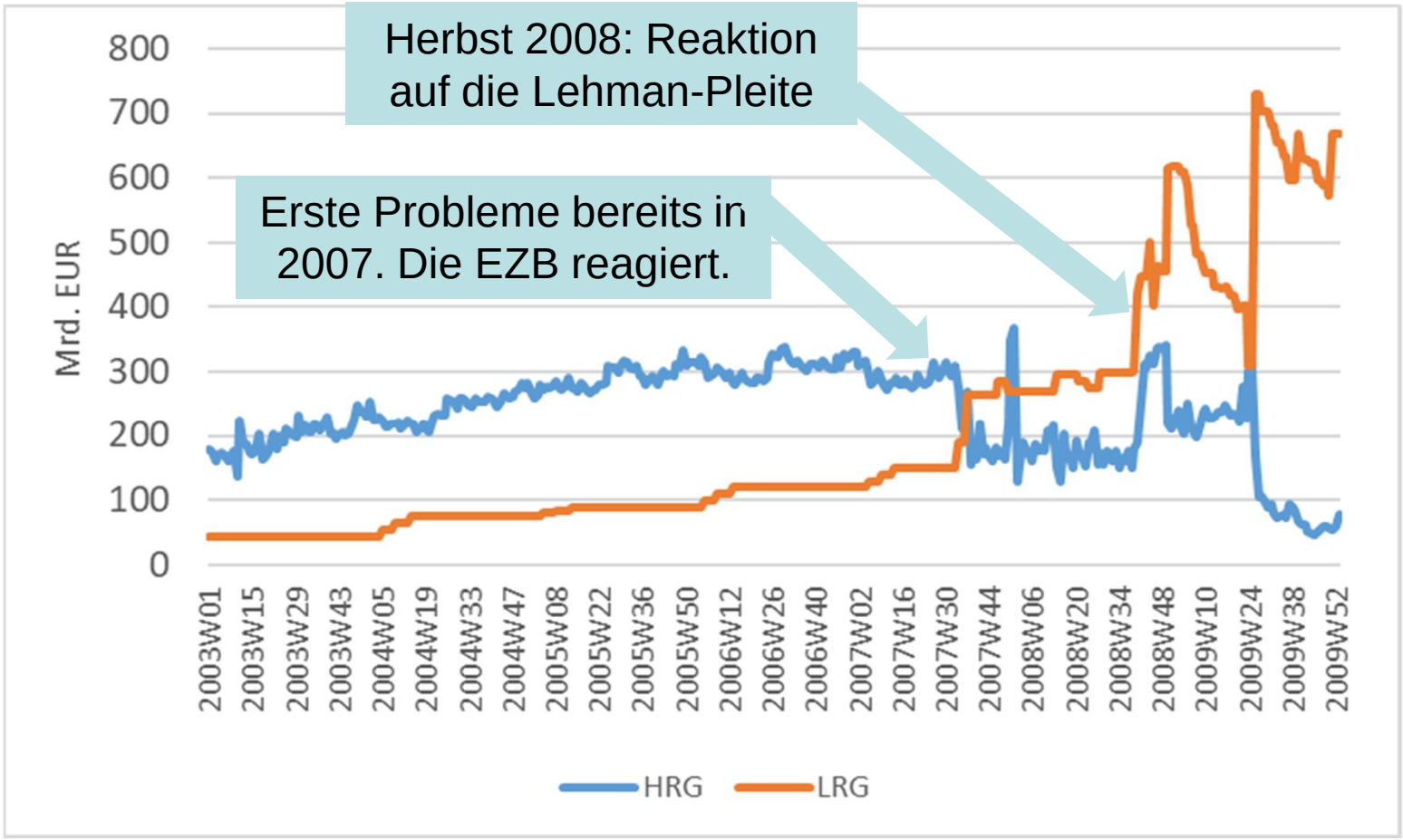
Die Geldpolitik reagiert (1): Rasche Zinssenkungen (2008-09)



Geldpolitik seit 2008

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Die Geldpolitik reagiert (2): Langfriste Kredite ersetzen kurzfristige



HRG: Hauptrefinanzierungsgeschäfte, LRG: Langfristige Finanzierungsgeschäfte

Geldpolitik seit 2008

Zinssenkung und Bankenrettung

Ein katastrophaler Zusammenbruch des Banksystems konnte verhindert werden.

Aber die Kosten waren nicht unerheblich.

Langsam kamen Bedenken auf, ob auch alle Länder sich das leisten konnten.

Damit wurde die Krise in der Eurozone zu einer Staatsschuldenkrise. Damit verbunden war die Sorge, die Eurozone könne auseinanderbrechen („Eurokrise“).

Geldpolitik seit 2008

Die „Eurokrise“

Geldpolitik seit 2008

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Bankenrettung – ein teurer Spaß: Übersicht für den Euroraum

Staatliche Rettungsmaßnahmen seit Oktober 2008[1)]

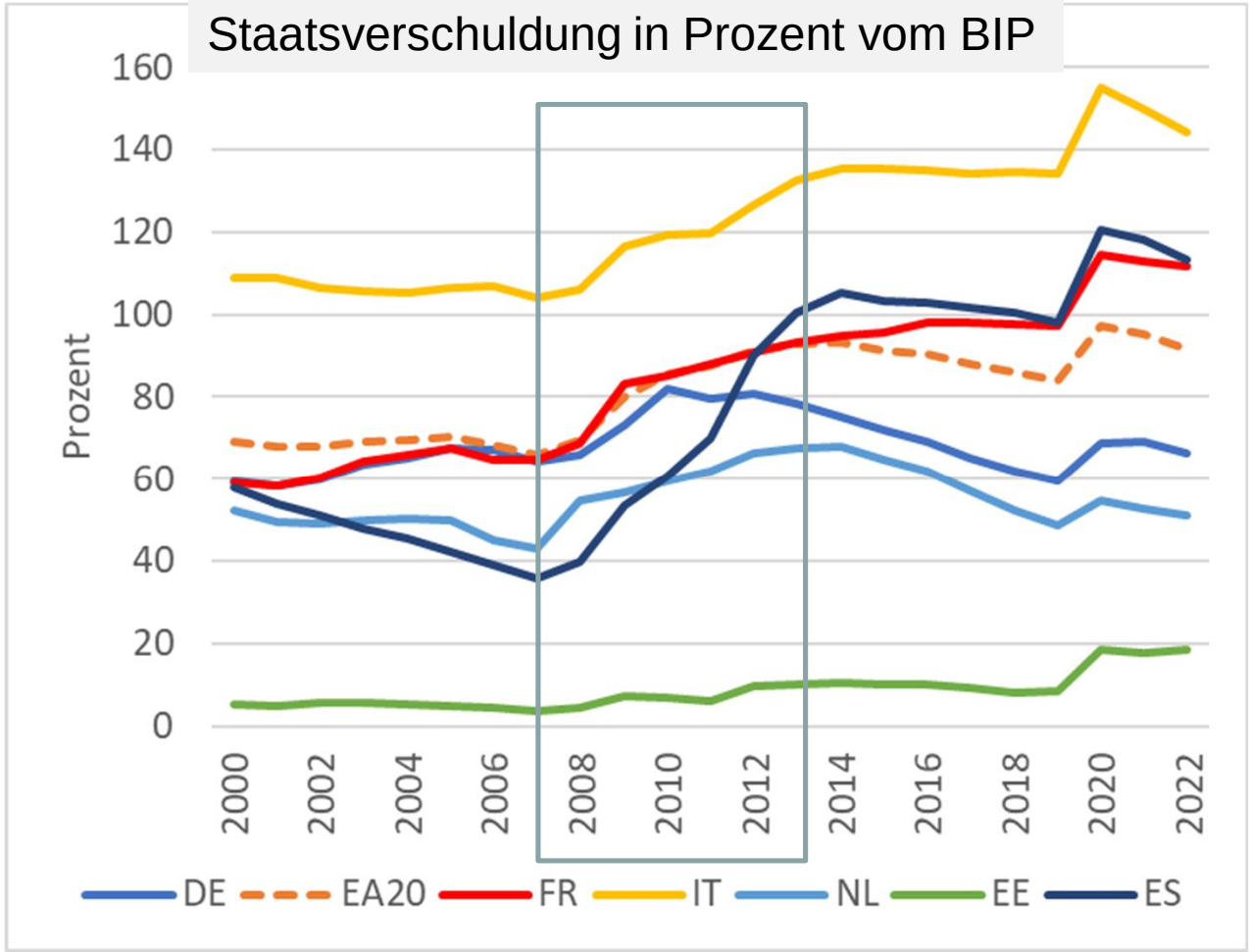
Stand: August 2009

Länder und Ländergruppen	Rekapitalisierungsmaßnahmen		Garantien		Vermögenssicherung/ Risikoübernahme		Vorgesehene Mittel in Relation zum Bruttoinlandsprodukt des Jahres 2008
	strukturierte Programme	Ad-hoc-Maßnahmen	garantierte Bondemissionen	andere Garantien, Darlehen	strukturierte Programme	Ad-hoc-Maßnahmen	
	Mrd Euro						vH
EU (27)	116,8 (245)	59,6	574,8 (2 095)	233,1 (.)	544,2 (836)	64,8	*29,0*
darunter:							
Euro-Raum (16)	78,9 (171)	57,1	409,5 (1 677)	229 (.)	23,7 (198)	64,8	*26,0*
davon:							
Belgien	. (.)	18,4	4 (.)	90,8 (.)	. (.)	16,8	*38,0*
Deutschland[2)]	21,9 (40)	18	127,7 (400)	75 (.)	5,9 (40)	26,6	*24,0*
Finnland	. (4)	.	. (50)	0 (.)	. (.)	.	*29,0*
Frankreich	20 (21)	1	123,8 (320)	0 (.)	. (.)	.	*18,0*
Griechenland	3,8 (5)	.	2,5 (15)	0 (.)	4,4 (8)	.	*12,0*
Irland	12,5 (10)	.	25,4 (485)	0 (.)	. (90)	.	*315,0*
Italien	. (12)	.	. (.)	0 (.)	. (50)	.	*4,0*

In Klammern maximal vorgesehene Mittel. Quelle SVR, Jahresgutachten 2009/10

Geldpolitik seit 2008

Staatliche Krisenhilfen erhöhen die Staatsverschuldung

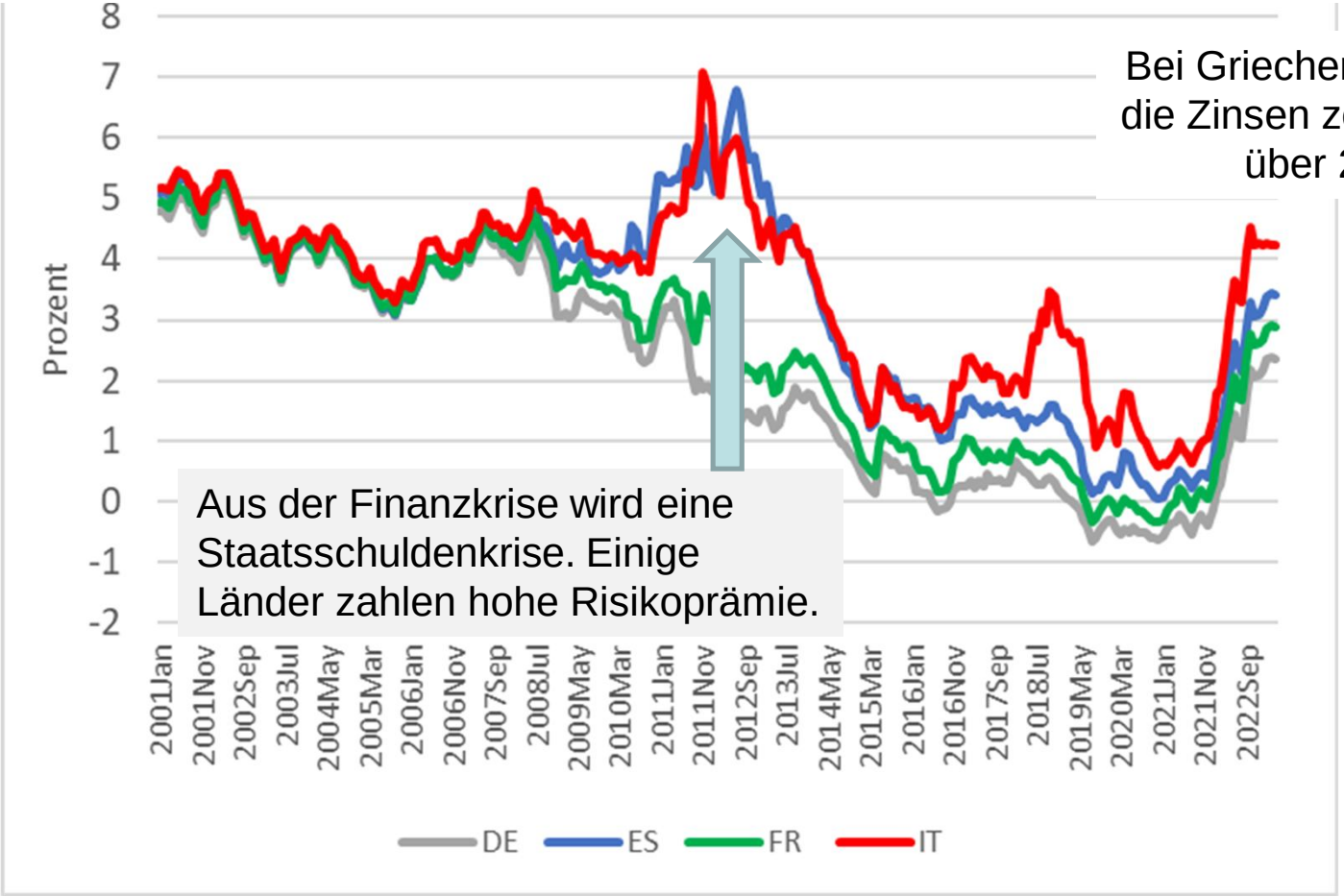


Quelle: Eurostat

Geldpolitik seit 2008

Die Anleger werden nervös

Langfristige Renditen (10 Jahre) von Staatsanleihen (monatl. Durchschnitte)



Bei Griechenland lagen die Zinsen zeitweise bei über 25%.

Aus der Finanzkrise wird eine Staatsschuldenkrise. Einige Länder zahlen hohe Risikoprämie.

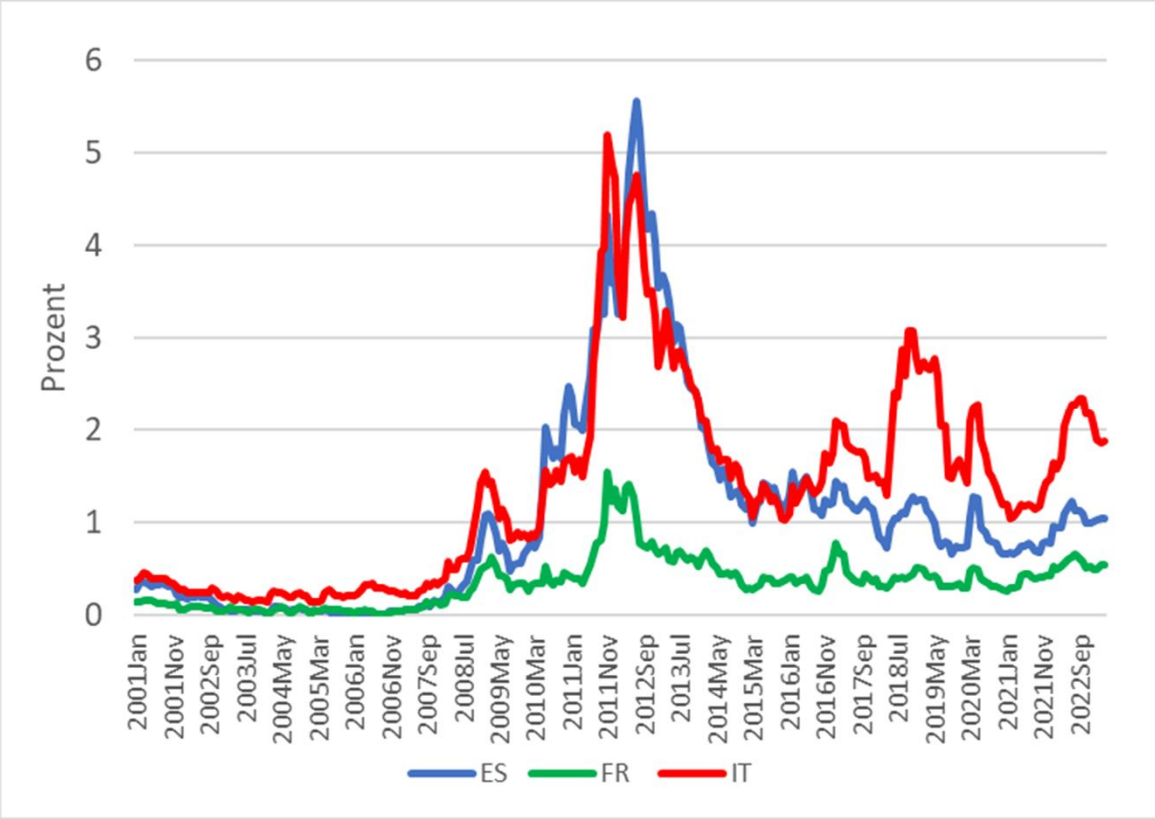
Quelle: EZB

Geldpolitik seit 2008

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Risikoprämien erhöhen sich erheblich

Langfristige Renditen (10 Jahre) von Staatsanleihen des jeweiligen Landes minus der Rendite auf deutsche Staatsanleihen.



Zinsdifferenzen als „Thermometer“ der angespannten Lage im Euroraum.
2011/12 kamen Zweifel am Fortbestand des Euro auf.
Im Vergleich zu Deutschland mussten einige andere Staaten höhere Zinsen zahlen.
Die Zinsdifferenz kann man als Risikoprämie interpretieren.

Quelle: EZB

Geldpolitik seit 2008

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Die „Eurokrise“:

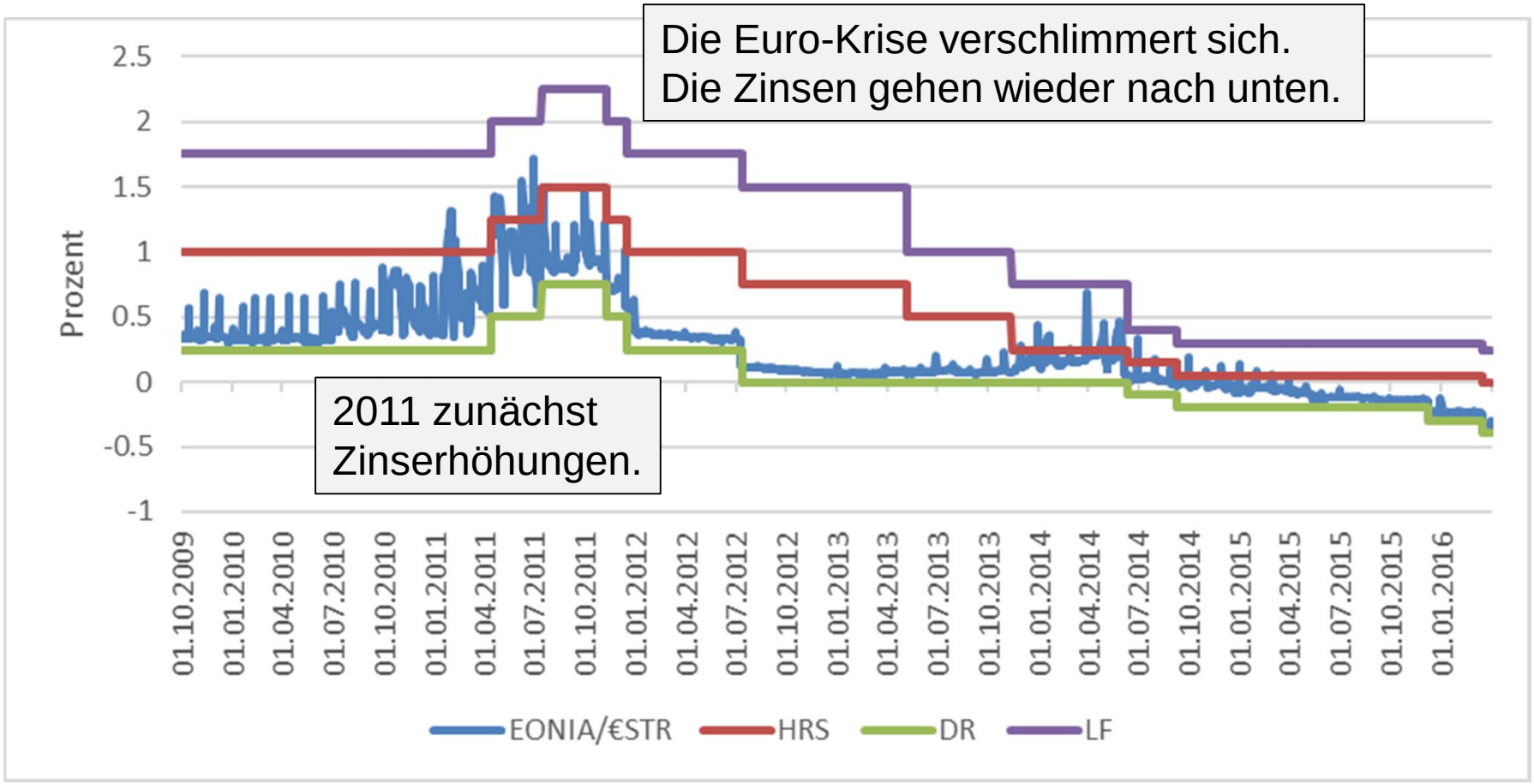
Wie hat die Geldpolitik reagiert?

1. Zuerst werden die Zinsen noch anhoben, dann aber rasch gesenkt.
2. Es wird wieder mehr Kredit an die Banken vergeben.
3. Der EZB-Präsident hält eine bemerkenswerte Rede.

Geldpolitik seit 2008

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz: 2009 bis 2017

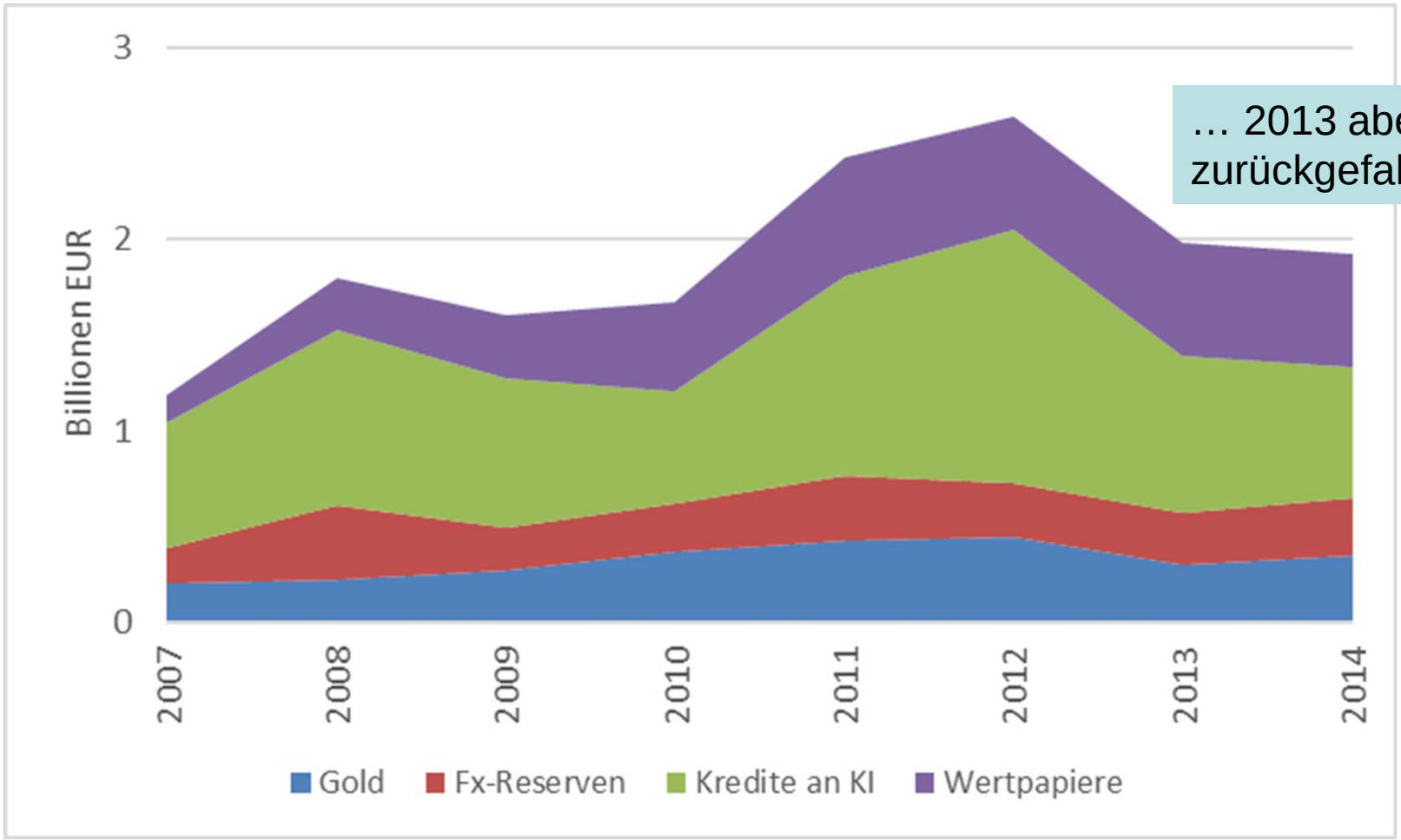


EONIA/€STR: Geldmarktsatz, HRS: Hauptrefinanzierungssatz, DR: Einlagenzinssatz, LF: Zinssatz der Kreditfaszilität. Quelle: Eurosystem

Geldpolitik seit 2008

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Kredite an die Banken werden 2011/2012 ausgeweitet …



… 2013 aber wieder zurückgefahren

Geldpolitik seit 2008

Eine Ankündigung, die in die Geschichte einging

"Within our mandate, the ECB is ready to do **whatever it takes** to preserve the euro. And believe me, it will be enough."

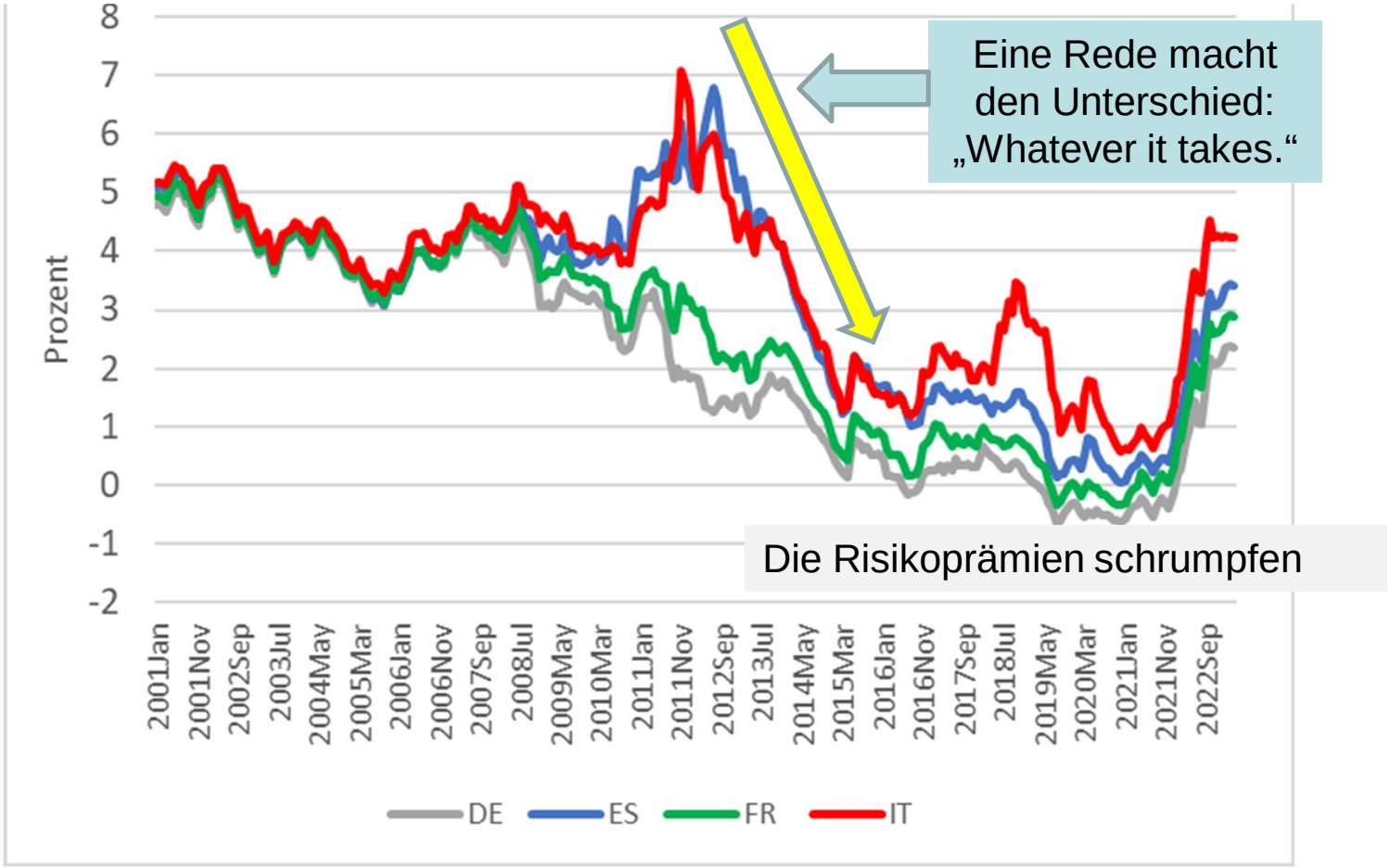
Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London
26 July 2012

Geldpolitik seit 2008

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Die Auswirkungen der Draghi-Rede

Langfristige Renditen (10 Jahre) von Staatsanleihen (monatl. Durchschnitte)



Quelle: EZB

Geldpolitik seit 2008

Rahmenbedingungen für die Geldpolitik der letzten 10 Jahre

Nach der Draghi-Rede

- Die Zinsdifferenzen wurden kleiner, erreichten aber nicht das Vorkrisen-Niveau.
- Politische Turbulenzen führen immer wieder schnell zu einer Ausweitung der Risikoprämien.
- Die Inflationsrate blieb sehr niedrig – zum Teil bewegte sie sich um die Null Prozent.

Neue Herausforderungen in den letzten Jahren:

- Corona
- Ukraine-Krieg
- Steigende Inflation

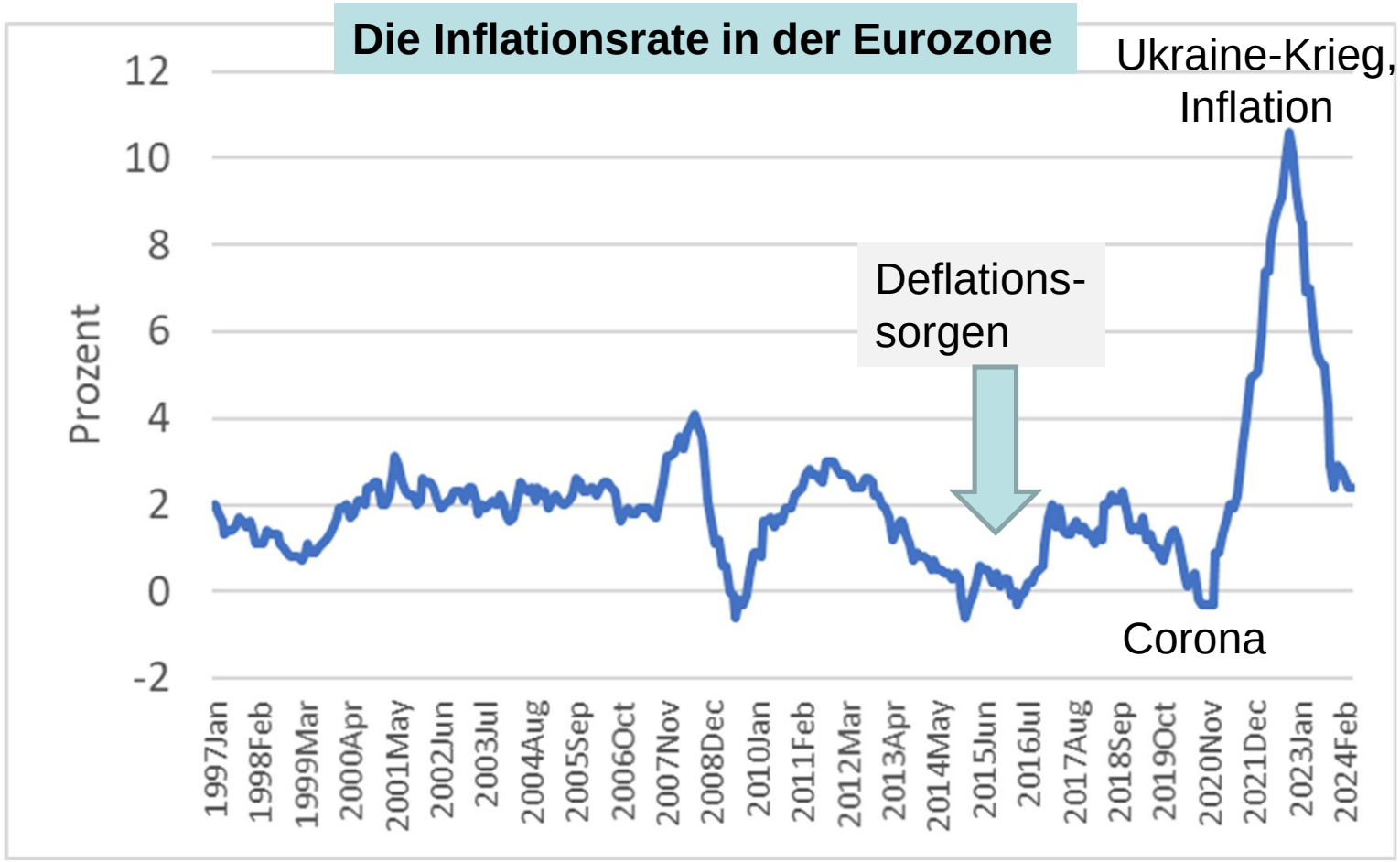
Geldpolitik seit 2008

Die geldpolitischen
Herausforderungen der letzten Jahre

Geldpolitik seit 2008

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Rahmenbedingungen für die Geldpolitik der letzten 10 Jahre



Geldpolitik seit 2008

Die geldpolitischen Instrumente wurden angepasst.

Ab 2014 hat das Eurosystem zahlreiche Programme zum Ankauf von Wertpapieren – insbesondere von Staatsschuldtiteln initiiert. Im Zusammenhang mit diesen Programmen spricht man auch von **“quantitativer Lockerung”.**

Die Zahl der Abkürzungen ist lang. Man muss sich das nicht alles merken: ABSPP, CBPP3, CSPP, PSPP, APP, PEPP, …

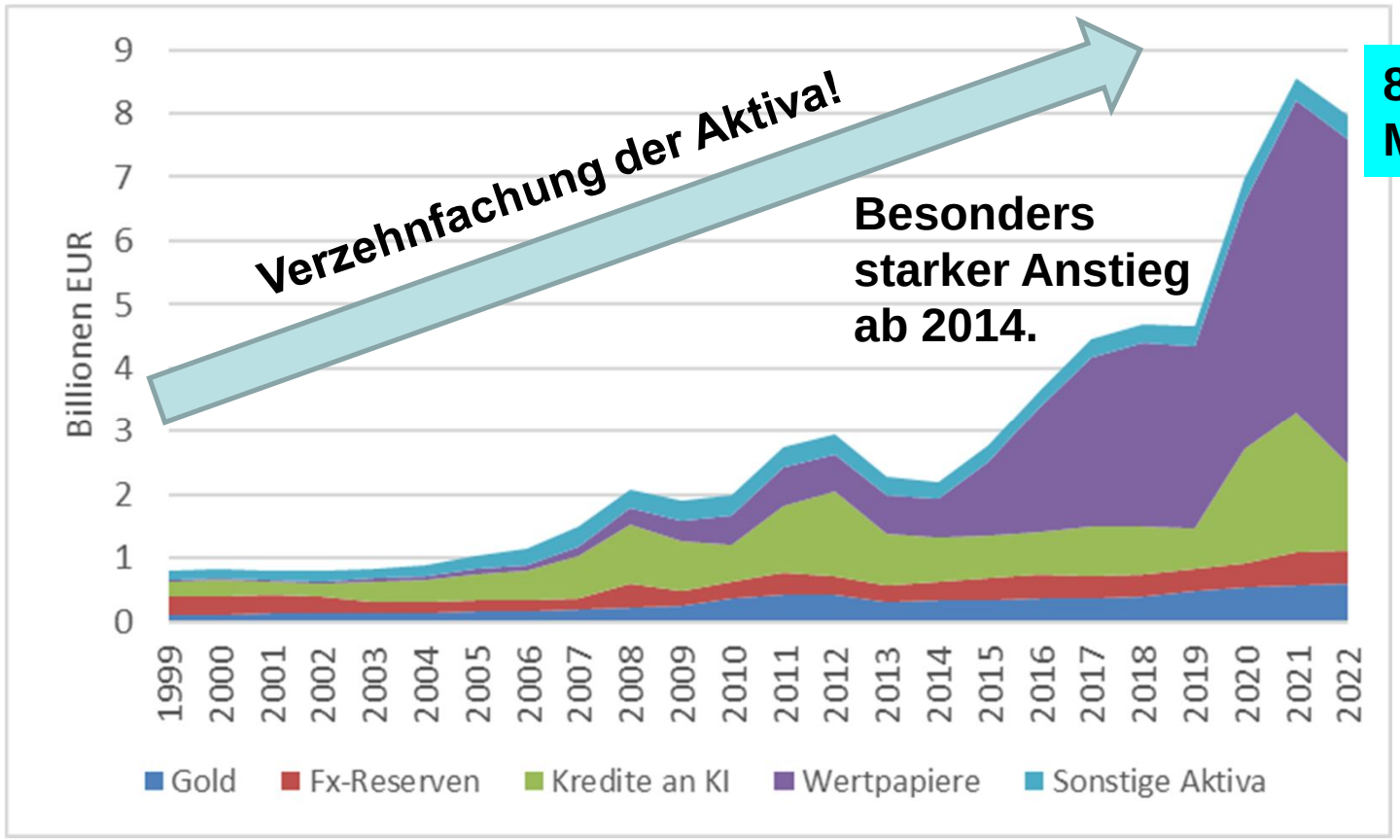
Wichtig ist:

- Erstens, dass durch diese Programme in großem Umfang Reserven geschaffen wurden. Die Banken sind gegenwärtig nicht auf die Hauptrefinanzierungsgeschäfte angewiesen.
- Zweitens, dass diese Ankaufprogramme die Zinsen für Staatsanleihen nach unten gedrückt haben, wovon vor allem die Länder mit relativ niedriger Bonität profitiert haben.

Geldpolitik seit 2008

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

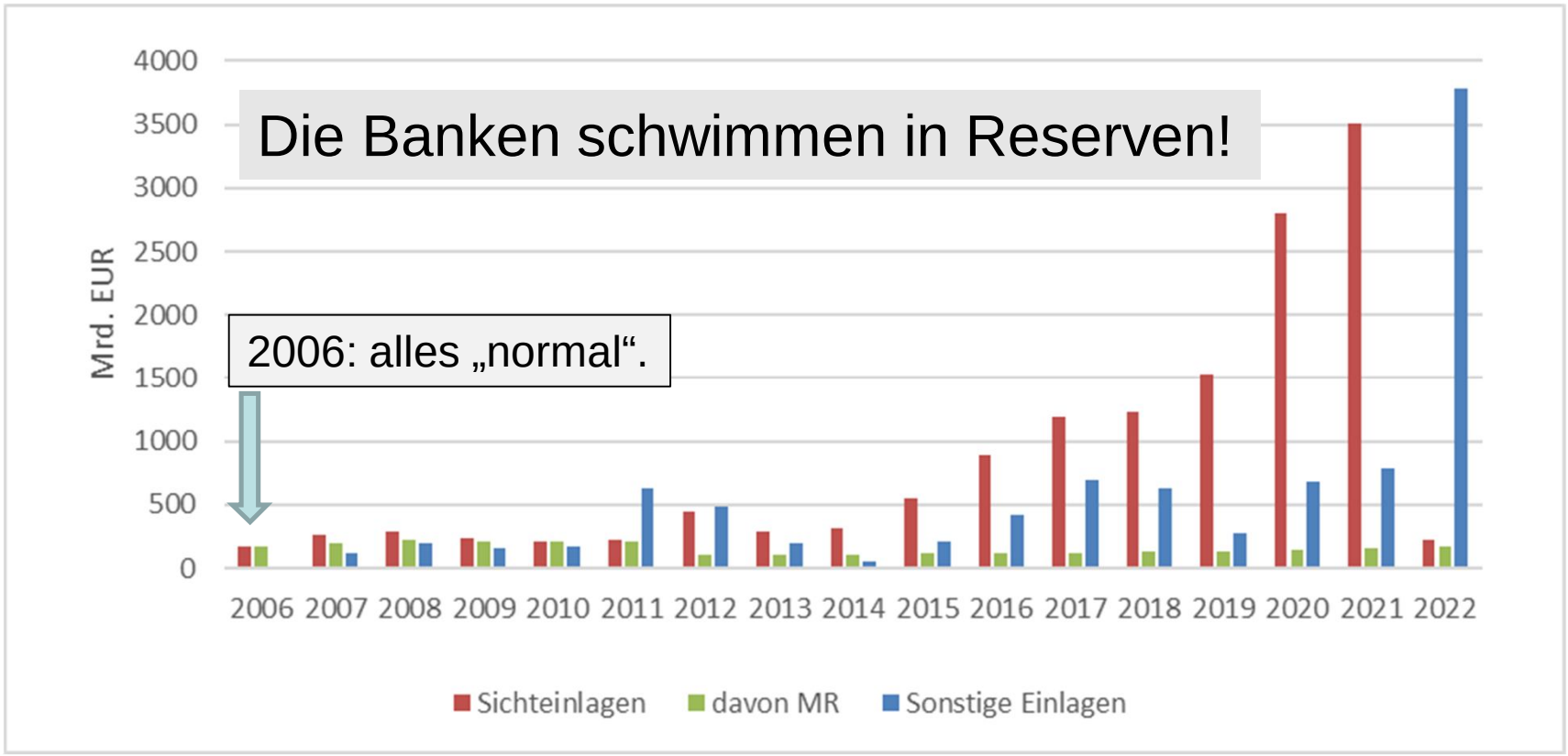
Die Bilanz der EZB verlängert sich erheblich und die Struktur der Aktiva ändert sich



Quelle: Eurosystem

Geldpolitik seit 2008

Enormer Anstieg der Reserven



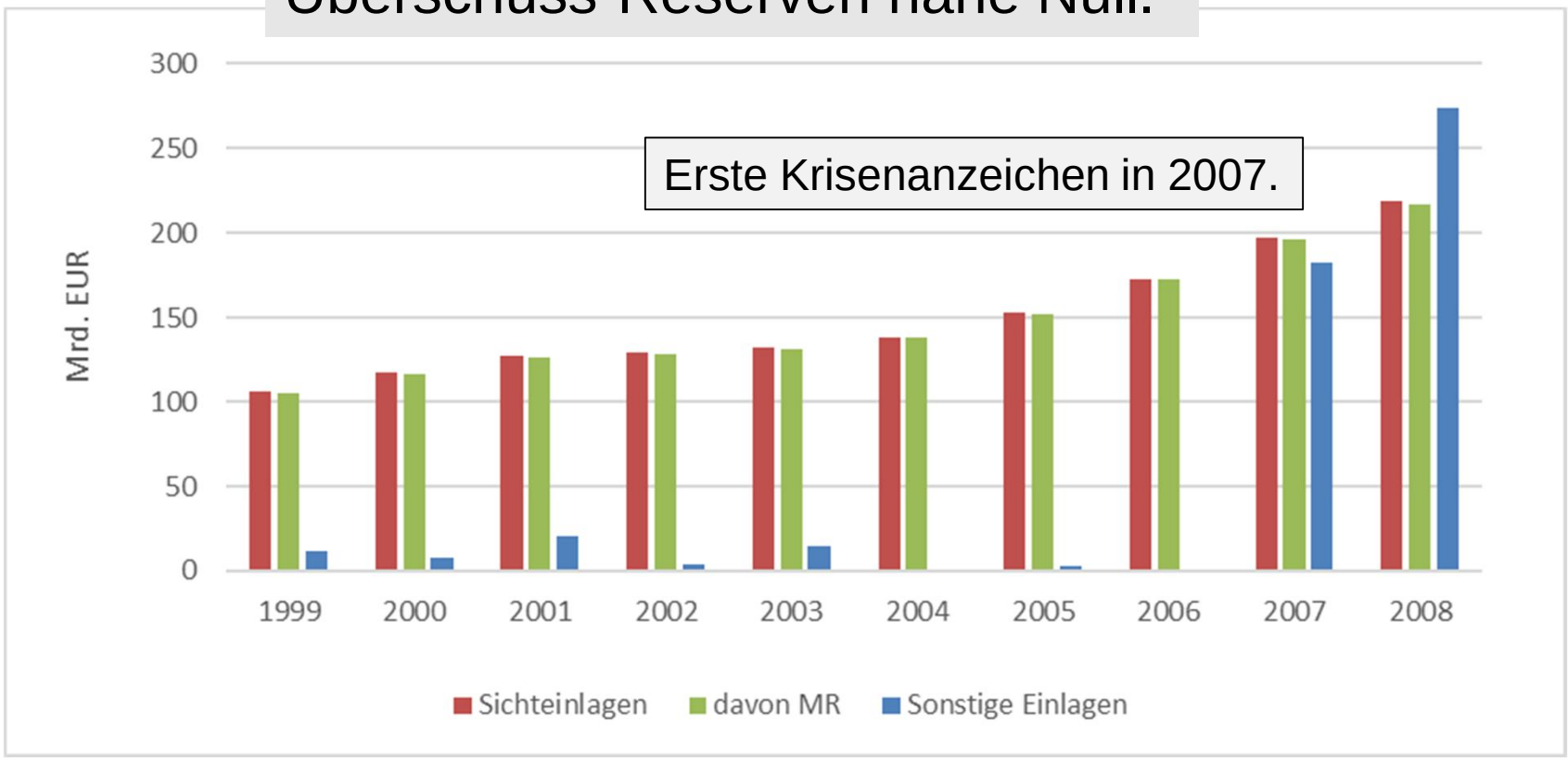
MR. Mindestreserve. 2012 wurde der MR-Satz von 2% auf 1% gesenkt.
Quelle: Eurosystem und eigene Berechnungen

Geldpolitik seit 2008

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Ein Blick zurück in die „normalen“ Zeiten

Überschuss-Reserven nahe Null.



MR. Mindestreserve. Quelle: Eurosystem und eigene Berechnungen

Geldpolitik seit 2008

Negative Zinsen

Einlagenzinssatz der EZB
Sept. 2019 – Juli 2022:
-0,5%

Geldmarktzinssatz

Durchschnitt im Monat	% p.a. €STR 1)
2022 Juni	– 0,582
Juli	– 0,511
Aug.	– 0,085
Sept.	0,355
Okt.	0,656
Nov.	1,368
Dez.	1,568
2023 Jan.	1,902

Einlagenzinssatz

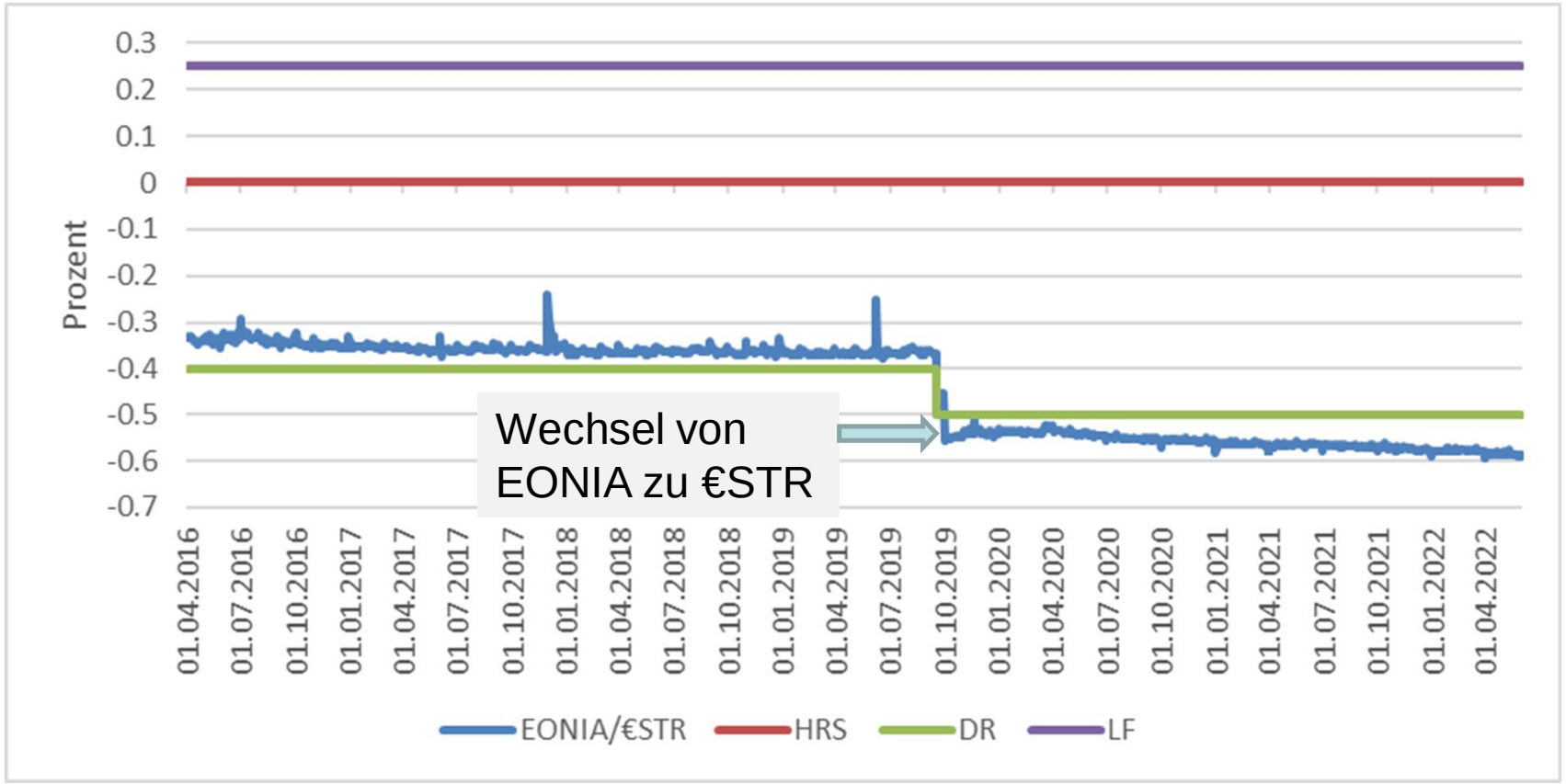
Stand am Monatsende	Priv. Haushalte Effektivzinssatz 1) % p.a.	Unternehmen Effektivzinssatz 1) % p.a.
2021 Dez.	0,18	– 0,37
2022 Jan.	0,18	– 0,31
Febr.	0,18	– 0,30
März	0,17	– 0,28
April	0,18	– 0,27
Mai	0,19	– 0,20
Juni	0,19	– 0,10
Juli	0,24	0,04
Aug.	0,30	0,17
Sept.	0,46	0,52
Okt.	0,67	0,76
Nov.	0,94	1,13
Dez.	1,16	1,39

10-jährige Staatsanleihen
Aug. 2019: -0,65%
Negativ: Apr. 2019 – Jan 2022

Geldpolitik seit 2008

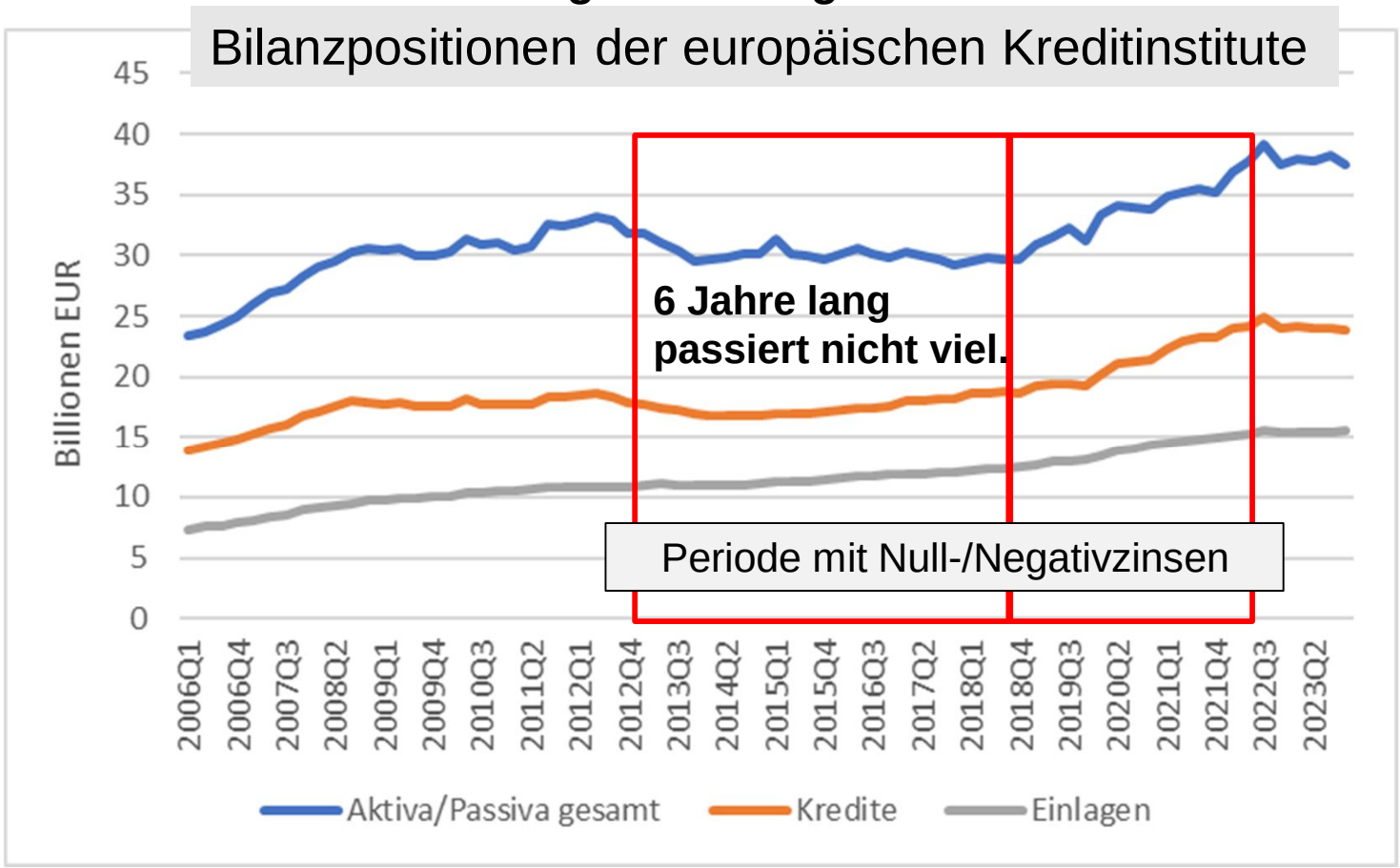
hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Einlagenzins und Geldmarktzins: Die Negativzinsphase



Geldpolitik seit 2008

Null-/Negativzinsen und hohe Überschussreserven – aber zunächst keine Ausdehnung des Bankgeschäfts

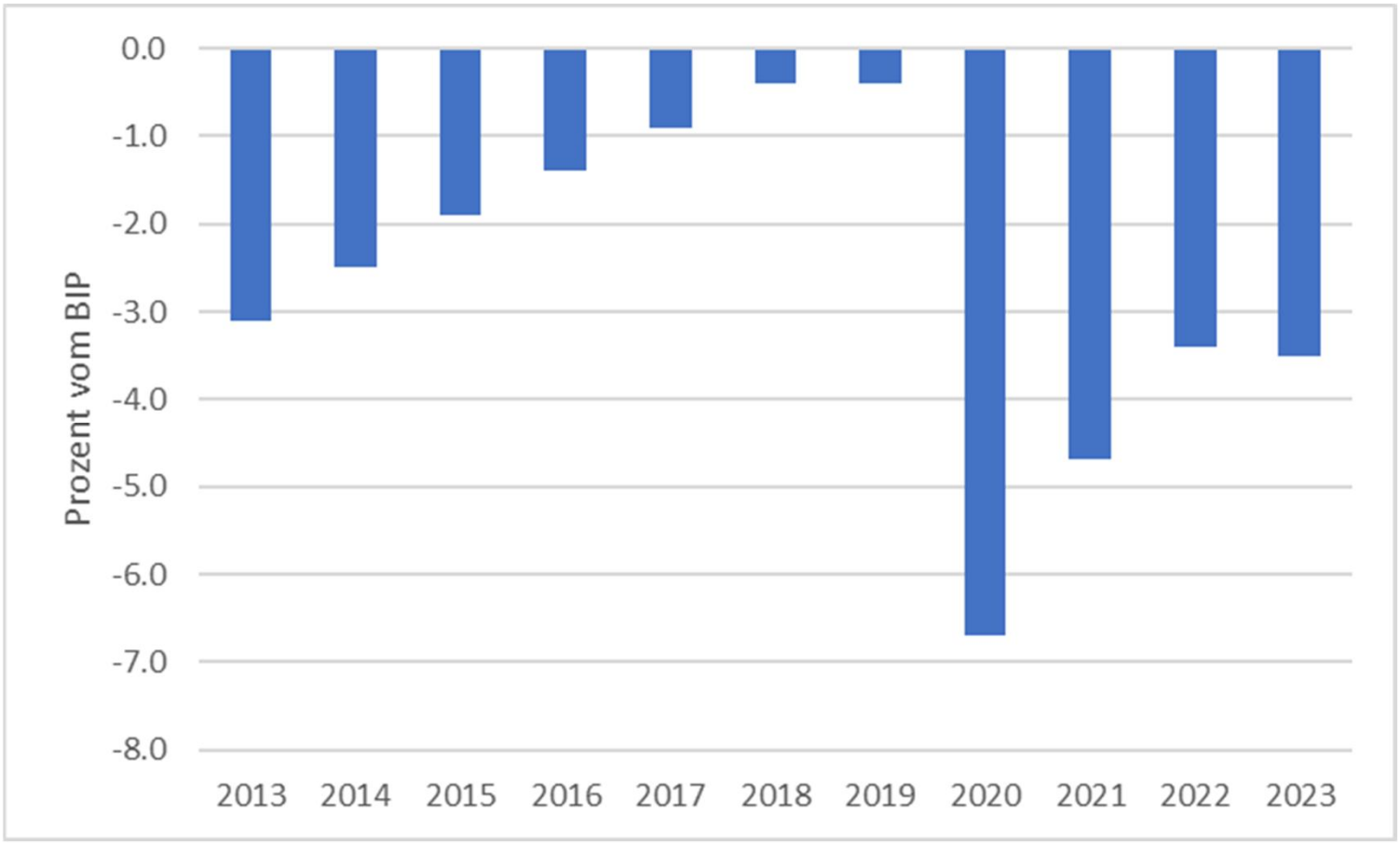


Quelle: Eurosystem

Geldpolitik seit 2008

Corona und der Ukraine-Krieg: Auswirkungen auf die Staatsausgaben

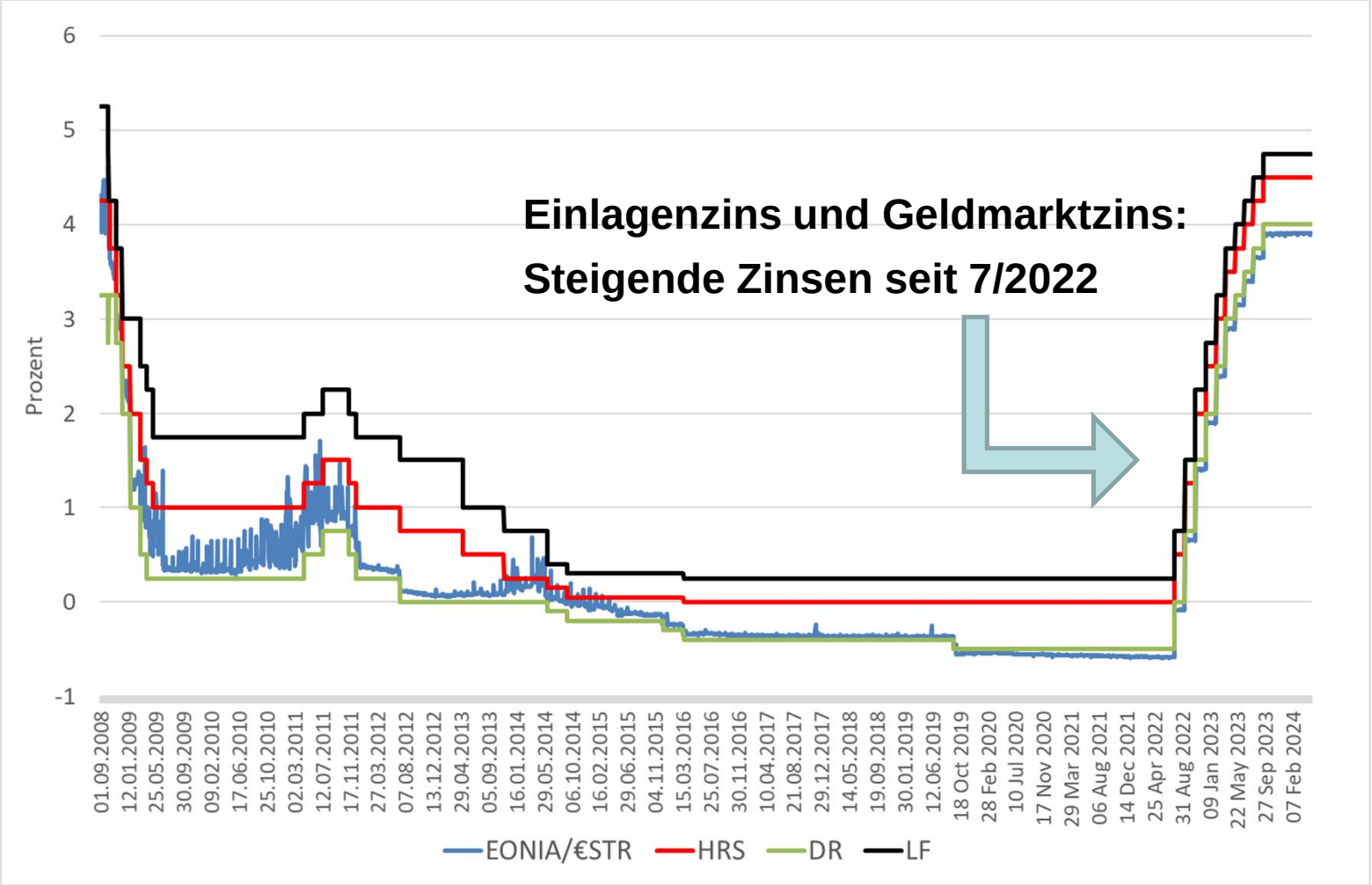
Finanzierungsdefizit des Staates: EU27



Geldpolitik seit 2008

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

Seit 2022: steigende Zinsen



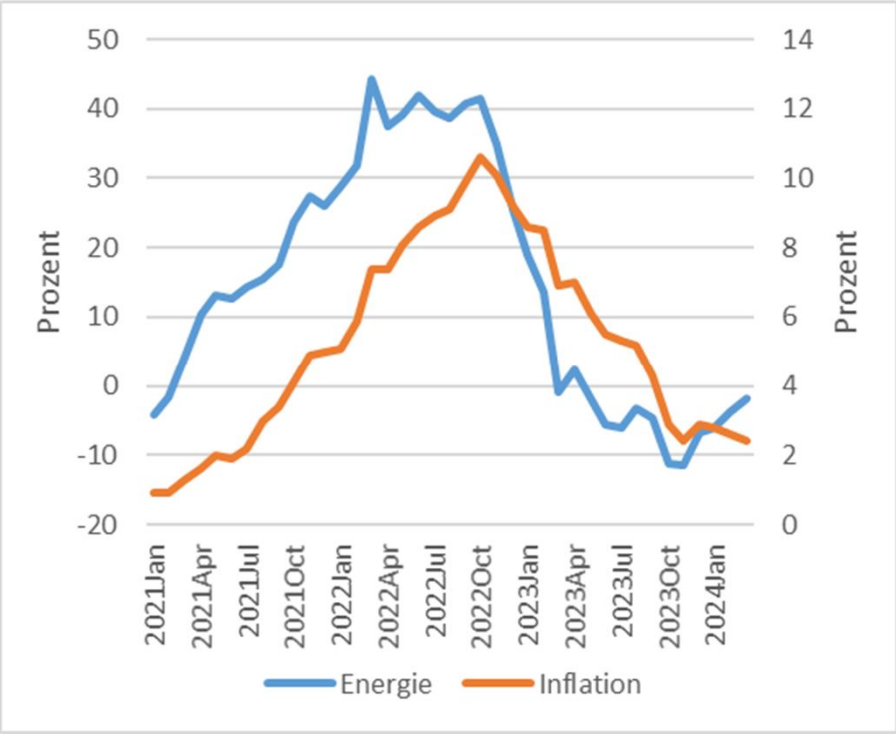
Geldpolitik seit 2008

hochschule aschaffenburg
university of applied sciences

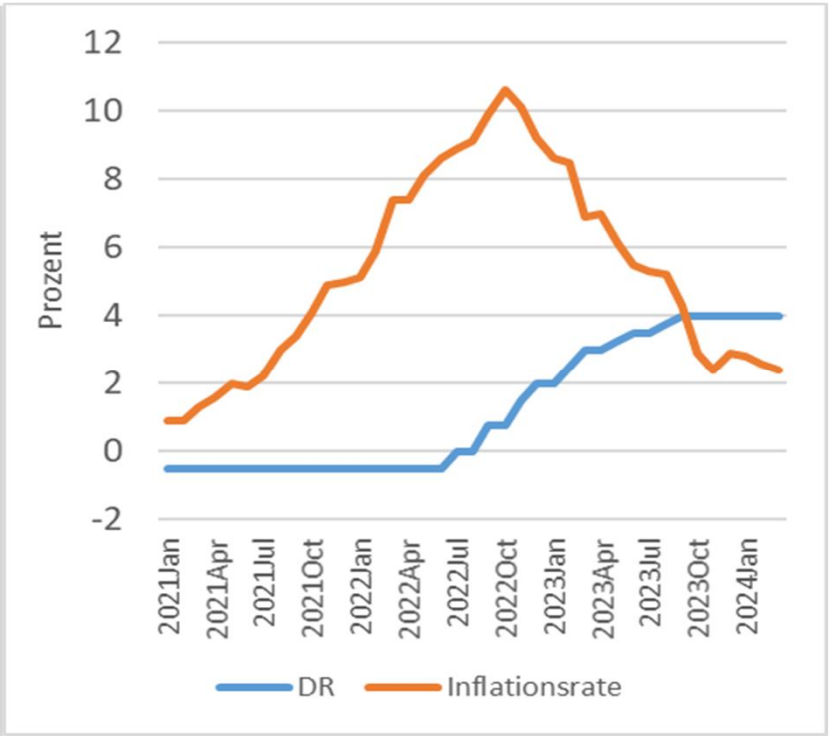
Die Inflation 2021-24: Real oder monetär?

Ursachen der Inflation:

Energiepreise als Treiber



Geldpolitik (Zinsen) als Treiber



Geldpolitik seit 2008

Geldpolitik „früher“ und „heute“

- Trotz der enormen Ausdehnung der Geldbasis und der hohen Überschussreserven ist die Geldpolitik Zinspolitik geblieben.
- Einen Automatismus wie im Multiplikatormodell
  „Reserven rauf → Bankkredite rauf“
  gibt es nicht.
- Das Eurosystem nutzt jetzt den Einlagenzinssatz als wichtigstes Instrument.
- Dabei steht es jetzt vor dem Problem, dass auf der Aktivseite viele Staatschuldtitel nur eine geringe oder sogar negative Rendite aufweisen, während auf der Passivseite die Einlagenzinssätze steigen.
- Anders als in der Vergangenheit wird das Eurosystem daher vermutlich etliche Jahre Verluste ausweisen.
- Damit kann eine Zentralbank aber leben.

Quelle: Eurosystem