



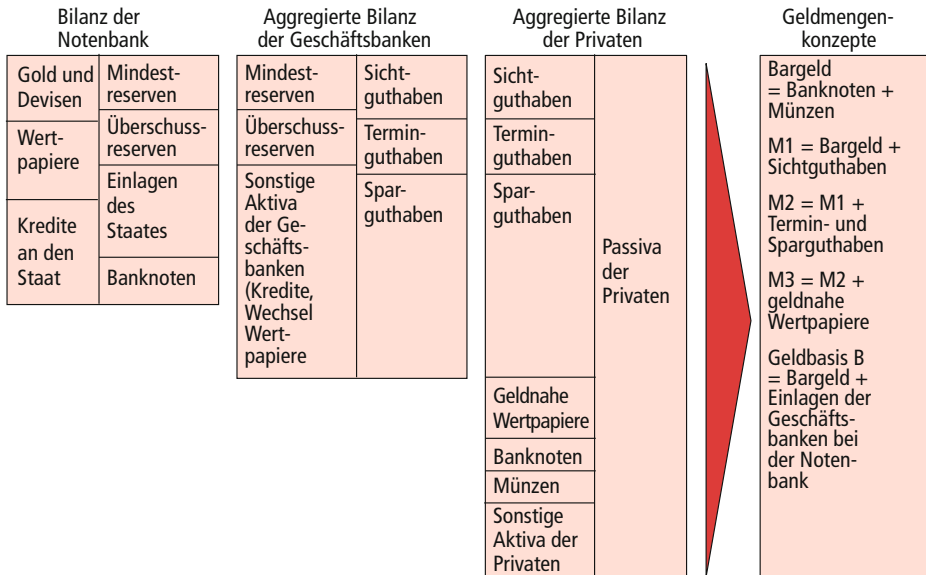
# Wirtschaftspolitik

Instrumente, Ziele und Institutionen

4., aktualisierte Auflage

Rainer Klump





**Abbildung 6.2:** Geldmengenkonzepte

In einem zweistufigen Bankensystem entsteht Geld einerseits durch Geldschöpfung der Notenbank, andererseits durch Kreditschöpfung der Geschäftsbanken, die zu zusätzlichen Guthaben auf ihren Bilanzen führt. Die unterschiedlichen Geldmengenkonzepte umfassen Geld der Notenbank (insbesondere die Noten) und Geld der Geschäftsbanken (Bankguthaben). Die Berücksichtigung geldnaher Wertpapiere in der Definition von M3 macht aber auch deutlich, dass die Geldfunktionen von anderen Finanztiteln erfüllt werden können.

Die von der Zentralbank emittierten Banknoten bilden zusammen mit den umlaufenden Münzen, die oft von besonderen staatlichen Stellen ausgegeben werden, das *Bargeld*, das aber nur einen kleinen Teil der volkswirtschaftlichen Geldmenge ausmacht. Das Bargeld wird mit den von den Geschäftsbanken geschaffenen täglich fälligen Einlagen zur Geldmenge *M1* zusammengefasst. Die Summe von *M1* und den ebenfalls von den Geschäftsbanken geschaffenen Termin- und Sparguthaben mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten beziehungsweise einer vereinbarten Laufzeit bis 2 Jahren bezeichnet man als Geldmenge *M2*. *M2* erweitert um Repogeschäfte, Schuldverschreibungen der Geschäftsbanken mit einer Laufzeit bis zu 2 Jahren sowie Anteile an Geldmarktfonds und Geldmarktpapiere bilden schließlich zusammen die Geldmenge *M3*. Sie stellt das umfassendste volkswirtschaftliche Geldmengenaggregat dar. Die Unterscheidung zwischen den drei Geldmengenkonzepten reflektiert Unterschiede im Liquiditätsgrad ihrer einzelnen Bestandteile. Vollkommen liquide Einlagen der Privaten bei Kreditinstituten und damit vollständige Substitute zu Bargeld sind lediglich die täglich fälligen Sichtguthaben, dagegen stellen Termin- und Sparguthaben oder Anteile an Geldmarktfonds Geldformen mit deutlich geringerer Liquidität dar.

Während die bisher dargestellten Geldmengenkonzepte an der Aktivseite der aggregierten Bilanz der privaten Wirtschaftssubjekte ansetzen, orientiert sich das Konzept der *Geldbasis* an der Passivseite der Notenbankbilanz. Die monetäre Basis oder Geldbasis einer Volkswirtschaft wird als die Summe des Bargeldumlaufs, also der

Banknoten und Münzen und der Sichteinlagen der Kreditinstitute bei der Notenbank bezeichnet, die sich wiederum aus Mindestreserven und Überschussreserven der Geschäftsbanken zusammensetzen. Die Einlagen der Kreditinstitute bei der Zentralbank stehen dabei in enger Verbindung zu den von ihnen geschaffenen oder noch zu schaffenden Guthaben ihrer Kunden.

Die Entscheidung, an welchem Geldmengenkonzept eine Zentralbank ihre geldpolitischen Maßnahmen orientieren soll, wird von verschiedenen Faktoren beeinflusst. Aus geldpolitischer Sicht wünschenswert erscheint die Steuerung eines möglichst umfassend definierten Geldmengenaggregats wie beispielsweise  $M3$ . Allerdings sind bei einem weit gefassten Geldmengenkonzept, dessen Höhe und Zusammensetzung durch die Interaktionen von Geschäftsbanken und Privaten endogen festgelegt wird, die direkten Steuerungsmöglichkeiten der Notenbank geringer als etwa beim Konzept der Geldbasis. Für die Praxis der Geldmengensteuerung empfiehlt sich daher die Suche nach einem Geldmengenkonzept, das einerseits möglichst gut durch das geldpolitische Instrumentarium der Notenbank kontrolliert werden kann, andererseits aber auch möglichst gut geeignet ist, das geldpolitische Ziel der Inflationsbekämpfung und

### Robert Lucas und die rationalen Erwartungen

*Robert Emerson Lucas, Jr.* (geb. 1937 in Yakima, Washington) studierte Geschichte und Wirtschaftswissenschaften an der University of Chicago, wo er 1964 promovierte. Er lehrte bis 1975 an der Carnegie Mellon University in Pittsburgh, bevor er einen Ruf zurück nach Chicago annahm. 1995 erhielt er den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften für seine Arbeiten im Bereich der Makroökonomik. Hauptwerke: "Expectations and the Neutrality of Money" (*Journal of Economic Theory*, 1972); "Econometric Policy Evaluation: A Critique" (*Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1976); "On the Mechanics of Economic Development" (*Journal of Monetary Economics*, 1988).

Die von *Robert Lucas* und anderen betriebene Neuformulierung der makroökonomischen Theorie basiert auf einer strikten mikroökonomischen Fundierung. Die Kreislaufströme werden damit als Ergebnis der Handlungen rational agierender Individuen aufgefasst. Die Individuen handeln auch bei der Verarbeitung von Informationen rational und machen sich ihr Wissen über die ökonomischen Zusammenhänge zunutze. Damit verlor aber die keynesianisch geprägte Stabilisierungspolitik ihre traditionelle Handlungsmacht, die darauf beruhte, dass sich die Erwartungen erst langsam an neue Politikparameter anpassten. Die *Lucas-Kritik* engte die Möglichkeiten wirtschaftspolitischer Steuerung weiter ein, weil sie bezweifelte, dass empirisch für die Vergangenheit hergeleitete Zusammenhänge, wie etwa die *Phillips-Kurve*, als stabile Grundlage für eine staatliche Konjunktursteuerung herangezogen werden können. Angesichts der Machtlosigkeit der Nachfragepolitik zur Steuerung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung wandte sich *Lucas* konsequent der Angebotspolitik und der Wachstumsförderung zu und wurde zu einem der Begründer der *Neuen Wachstumstheorie*. Bei der Suche nach den Mechanismen der wirtschaftlichen Entwicklung plädierte er dafür, die Humankapitalbildung wegen ihrer hohen positiven Externalitäten besonders zu fördern.

-vermeidung zu erreichen. Aufgrund unterschiedlicher Ausgestaltung der geldpolitischen Instrumentarien und der Finanzbeziehungen zwischen Notenbank, Geschäftsbanken und Privaten kann es nicht erstaunen, dass Notenbanken immer wieder unterschiedliche Geldmengenaggregate als Zwischenziele gewählt haben.

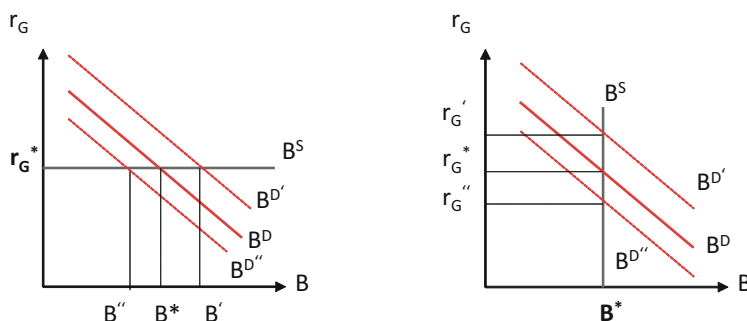
Wie oben gezeigt, basiert der quantitätstheoretische Ansatz allerdings auf der Annahme einer stabilen Geldnachfrage beziehungsweise auf einer guten Prognose für die Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Bei Unsicherheit über die Stabilität der Geldnachfrage macht es dagegen wenig Sinn, dass die Zentralbank die Geldmenge als Zwischenziel der Geldpolitik verfolgt. Als Alternative ist für diese Situation das Konzept des *Inflation Targeting* entwickelt worden. Dabei richtet die Zentralbank ihre Geldpolitik unmittelbar am Erreichen eines quantifizierten Inflationsziels aus. Als Zwischenziel kann die Beeinflussung der *Inflationserwartungen* der privaten Wirtschaftssubjekte dienen, von denen die letztlich realisierte Inflationsrate abhängt. Anhand von Indikatoren, in denen sich die Inflationserwartung niederschlägt, kann die Zentralbank Auskunft über die zukünftigen Inflationsentwicklungen und über die Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen erhalten.

## 6.4 Operative Ziele und Instrumente der Geldpolitik

Der *Geldmarkt im engeren Sinn* ist das Operationsfeld der Geldpolitik. Dort handeln die Zentralbank und die Geschäftsbanken oder die Geschäftsbanken untereinander mit Zentralbankgeld. Auf dem *Geldmarkt im weiteren Sinne* handeln dagegen die Geschäftsbanken untereinander mit Giralgeld. Aufgrund der bilanztechnischen und ökonomischen Zusammenhänge zwischen den beiden Segmenten des Geldmarkts wirken sich Veränderungen am Markt für Zentralbankgeld auch auf den Markt für Bankengeld aus. Dies gilt insbesondere für die Zinssätze, die sich auf beiden Teilmärkten bilden. Indem die Zentralbank den Zins für Zentralbankgeld beeinflusst, kann sie Einfluss auf den Zins für Bankengeld und damit auf das Ausmaß der Giralgeldschöpfung im Geschäftsbankensektor nehmen.

In einem einfachen Modell des Geldmarkts im engeren Sinn, wie es in *Abbildung 6.3* dargestellt ist, kann man sich ein Angebot und eine Nachfrage des Zentralbankgeldes beziehungsweise der Geldbasis  $B$  vorstellen, wobei Letztere vom Geldmarktzins  $r_G$  abhängt. Die Zentralbank stellt zins- oder mengenunelastisch das Angebot  $B^S$  zur Verfügung, während die Nachfrage  $B^D$  von den Geschäftsbanken kommt. Da die Zentralbank nur auf das Angebot an Zentralbankgeld Einfluss nimmt, kann sie am Geldmarkt entweder nur den Zins oder die Geldbasis steuern. Beides sind denkbare operative Ziele (*Operating Targets*) der Zentralbank. Als Teil ihrer geldpolitischen Strategie muss die Zentralbank über die Wahl ihres operativen Ziels entscheiden.

Für eine Steuerung der Geldbasis durch die Zentralbank würde der relativ enge Zusammenhang zwischen Geldbasis und Geldmenge sprechen, wie er durch die mechanistische Theorie des Geldschöpfungsmultiplikators nahe gelegt wird. Eine strikte *Geldbasissteuerung* müsste auf geldpolitischen Instrumenten basieren, mit denen das Angebot an Zentralbankgeld relativ zinsunelastisch bereitgestellt werden könnte, also zum Beispiel durch strikte Mindestreserveregelungen. Der Nachteil der strikten Geldbasissteuerung liegt ohne Zweifel in der relativ starken *Volatilität der Zinssätze* am Geldmarkt, die durch Schwankungen in der Nachfrage nach Zentral-



**Abbildung 6.3:** Operative Ziele auf dem Geldmarkt im engeren Sinn

Die Nachfrage nach der Geldbasis  $B$ , die zwischen  $B^{D'}$  und  $B^{D''}$  schwanken kann, hängt negativ vom Geldmarktzins  $r_G$  ab. Sowohl die Geldbasis als auch der Geldmarktzins könnten damit als operatives Ziel dienen, auf dessen Höhe die Geldpolitik unmittelbaren Einfluss nimmt. Bei Unsicherheit über die Lage der Nachfragekurve ist damit dann aber die jeweils andere Größe stärkeren Fluktuationen ausgesetzt.

bankgeld ausgelöst wird. Die Zinsvolatilität zieht wiederum eine hohe Unsicherheit für die Kalkulationen der Geschäftsbanken nach sich. Aus diesem Grund ziehen Zentralbanken es in der Regel vor, den Geldmarktzins als operatives Ziel zu steuern und dabei eine gewisse Variabilität der Geldmenge in Kauf zu nehmen.

Die *Geldmarktzinssteuerung* ist prinzipiell nicht auf eine hohe Stabilität der Nachfrage nach Zentralbankgeld angewiesen. Soll ein Punktziel für den Geldmarktzins erreicht oder gehalten werden, muss die Zentralbank lediglich Instrumente bereitstellen, die Zentralbankgeld zu diesem Zins unendlich elastisch verfügbar machen. Soll dagegen, um der Variabilität von Geldangebot und Geldnachfrage in gewissem Umfang Rechnung zu tragen, ein *Zinsband* gesteuert werden, bedarf es differenzierter geldpolitischer Instrumente. Sie müssen einerseits für die Bereitstellung von Spitzenliquidität zum höchstmöglichen Zinssatz sorgen und zum anderen Anlagemöglichkeiten für überschüssige Liquidität der Geschäftsbanken zum niedrigsten Zinssatz bereitstellen.

Die geldpolitischen Instrumente, mit denen Zentralbanken ihre operativen Ziele erreichen, verteilen sich auf drei Gruppen:

- **Mindestreserveregelungen:** Zwangsweise Verpflichtungen der Geschäftsbanken zum Halten bestimmter Einlagen bei der Zentralbank.
- **Standing Facilities:** Geschäfte, die von Geschäftsbanken jederzeit auf eigene Initiative mit der Zentralbank getätigt werden können.
- **Offenmarktgeschäfte:** Geschäfte, die von der Zentralbank initiiert werden.

Die Vorschrift zum Halten einer *Mindestreserve*, die sich durch die Multiplikation der reservepflichtigen Bilanzpositionen der Geschäftsbanken mit einem Reservesatz ergibt, schafft stetige Guthaben der Kreditinstitute bei der Zentralbank. Verzerrungen, die sich aus dem Zwangscharakter der Mindestreserve ergeben, lassen sich durch eine marktgerechte Verzinsung der Guthaben korrigieren. Die Mindestreserve bindet die Geschäftsbanken an die Zentralbankpolitik. Muss die Mindestreservepflicht nicht täglich, sondern nur im Monatsdurchschnitt erfüllt werden, wirkt sie in der Regel auch

stabilisierend auf die Höhe des Geldmarktzinses, da sie die Entwicklung eines Interbankenmarkts für Zentralbankgeld begünstigt.

Die *Standing Facilities* legen Ober- und Untergrenze des Zinsbandes am Geldmarkt fest. Die *Spitzenrefinanzierungsfazilität* dient zur Überbrückung kurzfristiger Liquiditätsengpässe der Geschäftsbanken „über Nacht“ zu einem relativ hohen Zinssatz. Die *Einlagefazilität* ermöglicht es dagegen den Geschäftsbanken, überschüssige Liquidität zu einem relativ niedrigen Zinssatz bei der Zentralbank anzulegen. Wesentlich ist bei beiden Fazilitäten der prinzipiell unbegrenzte Umfang der Inanspruchnahme, der allerdings durch die Zinskonditionen ökonomisch gelenkt wird, sowie das Initiativrecht der Geschäftsbanken bei der Inanspruchnahme.

Innerhalb des Zinsbandes, das durch die *Standing Facilities* definiert wird, steuert die Zentralbank durch Instrumente der *Offenmarktpolitik* den Geldmarktzins. Die zentralen Refinanzierungsinstrumente dienen der regelmäßigen Bereitstellung von Zentralbankgeld für die Geschäftsbanken zu einem marktgängigen Zinssatz. In der Regel werden sie als befristete Transaktionen durchgeführt, bei denen die Zentralbank gemäß einer Rückkaufsvereinbarung Vermögenswerte kauft oder verkauft oder befristete Pfandkredite gewährt beziehungsweise Einlagen entgegennimmt. Die Frist der Geschäfte liegt zwischen einer Woche und mehreren Monaten.

Offenmarktgeschäfte werden häufig in der Form von offenen Ausschreibungen als sogenannte *Tender* durchgeführt. Denkbar sind prinzipiell aber auch direkte Geschäfte zwischen der Zentralbank und einzelnen Geschäftsbanken. Beim Tenderverfahren unterscheidet man zwischen Zins- und Mengentender. Beim *Mengentender* setzt die Zentralbank den Zinssatz fest, zu dem sie den Geschäftsbanken Liquidität anbietet. Ist das Bieteraufkommen größer als der angestrebte Zuteilungsbetrag, erfolgt eine Repartierung des Gesamtbetrags, indem die Gebote anteilig bedient werden. Beim *Zinstender* müssen die Geschäftsbanken dagegen eigene Zinsgebote für die bereitgestellte Liquidität vorlegen. Die endgültige Zuteilung kann dann entweder zu einem einheitlichen Zinssatz (*holländisches Verfahren*) oder nach den individuell gebotenen Zinssätzen (*amerikanisches Verfahren*) erfolgen. Naturgemäß bietet der Zinstender mehr Raum für die Variabilität der Zinssätze.

Außerhalb der unmittelbaren Einflussnahme auf die operativen Ziele der Geldpolitik stehen zwei weitere denkbare geldpolitische Instrumente:

- *Devisenmarktinterventionen*: Ankauf und Verkauf von Devisen.
- *Transaktionen mit öffentlichen Haushalten*: Kreditgewährung an den Staat und Entgegennahme von Einlagen öffentlicher Haushalte.

Zentralbanken verwalten in der Regel die offiziellen *Devisenreserven*. Devisenmarkttransaktionen dienen der Stabilisierung von Wechselkursen oder folgen aus speziellen Zielen der Zahlungsbilanzpolitik. Der Ankauf von Devisen durch die Zentralbank führt zur Entstehung von Zentralbankgeld und damit tendenziell zum Anwachsen der Geldmenge, während der Verkauf von Devisen tendenziell die Geldmenge verringert. In einem internationalen System fester Wechselkurse, in dem die Zentralbank den vereinbarten Wechselkurs unter allen Umständen verteidigen muss, verliert sie ihre geldpolitische Autonomie, da die Ausweitung der Geldmenge letztlich durch außenwirtschaftliche Faktoren bestimmt wird.



Problematisch für die geldpolitische Autonomie einer Zentralbank sind auch Verpflichtungen gegenüber öffentlichen Haushalten. Zentralbanken sind in der Regel *Hausbanken öffentlicher Haushalte* für die Abwicklung des Zahlungsverkehrs. Die Stilllegung öffentlicher Haushaltsüberschüsse auf Konten der Zentralbank könnte im Prinzip ein interessantes konjunkturpolitisches Instrument zur Dämpfung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage sein. Allerdings weisen die meisten öffentlichen Haushalte heute keine Überschüsse auf, sondern vielmehr Defizite. Gäbe es nun allerdings eine Verpflichtung der Zentralbank zur unbegrenzten Deckung staatlicher Haushaltsdefizite, würden im Gegenzug unbegrenzt hohe Einlagen an Zentralbankgeld entstehen, die wiederum Grundlage für Geldschöpfung und damit letztlich ein Inflationspotenzial darstellten.

Außenwirtschaftliche und haushaltspolitische Zwänge können somit für die erfolgreiche Inflationsbekämpfung durch Geldpolitik Hemmnisse darstellen. Aus diesem Grund versuchen moderne Notenbankverfassungen die Geldschöpfung von den Devisenmärkten und der staatlichen Finanzlage möglichst zu trennen. Die Verpflichtung der Zentralbank zur Finanzierung staatlicher Haushaltsdefizite wird entweder strikt begrenzt oder ganz untersagt. Die Pflicht zur dauerhaften Verteidigung eines festen Wechselkurses durch Devisenmarktinterventionen wird in der Regel nur dann festgelegt, wenn auf diese Weise eine Unterstützung für die Politik der Inflationsbekämpfung erwartet werden kann. Dies ist der Fall bei den sogenannten *Currency Boards*, bei denen die inländische Geldschöpfung explizit nur auf der Grundlage von Zuflüssen wertstabiler Auslandswährungen stattfindet. Damit sollen Inflationserwartungen im Inland besonders nachhaltig gedämpft werden.

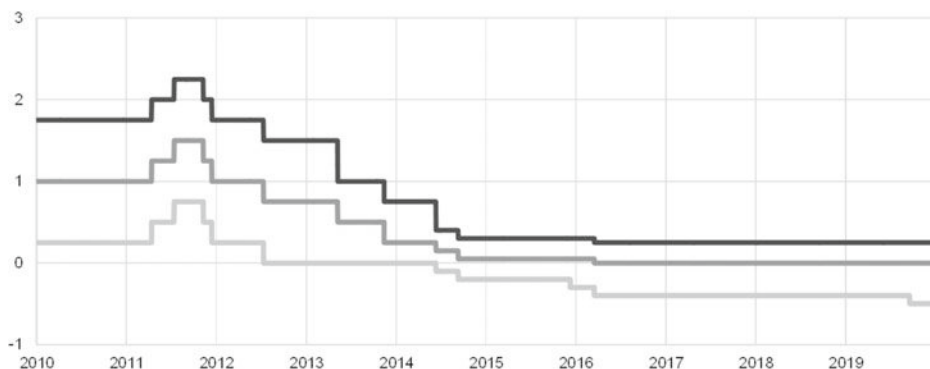
## 6.5 Beispiel: Die Instrumente der Geldpolitik im Euro-Raum

Seit dem 1.1.1999 haben zunächst nur elf, seit 2015 aber schon neunzehn Mitgliedsländer der EU den Euro verbindlich als gemeinsame Währung eingeführt. Für die geldpolitische Steuerung der neuen Währung verantwortlich ist das Europäische System der Zentralbanken, das aus den nationalen Notenbanken und der Europäischen Zentralbank (EZB) besteht. Endziel der Geldpolitik im Euro-Raum ist uneingeschränkt die Preisniveaustabilität. Sie wird gemessen anhand des Anstiegs eines speziellen Preisindex, des *Harmonisierten Verbraucherpreisindex* (HVPI). Bei der Wahl des geldpolitischen Zwischenziels konnte sich die EZB zunächst noch nicht klar für ein bestimmtes der theoretisch diskutierten Konzepte entscheiden. Aufgrund der noch großen Unsicherheiten über die Stabilität der Geldnachfrage im Euro-Raum, über den genauen Ablauf der geldpolitischen Transmissionsmechanismen auf den europäischen Geld- und Kreditmärkten und der daher auch schlecht prognostizierbaren Wirkungsverzögerungen optierte sie für eine besondere *Zwei-Säulen-Strategie*. Unter der ersten Säule wird die Beurteilung eines breiten Bündels möglicher Inflationsindikatoren durch die EZB verstanden. Hierzu zählen bevorzugt solche Größen, die gute Vorlaufeigenschaften hinsichtlich der zukünftigen Preisniveauentwicklung aufweisen wie zum Beispiel die Kapazitätsauslastung, die Lohnstückkosten oder die Zinsstruktur, unter Umständen aber auch der Wechselkurs oder die Preise importierter Rohstoffe. Die zweite Säule



besteht dagegen aus einer Analyse der Entwicklung monetärer Aggregate, darunter das Geldmengenaggregat *M3*. Aus der Beurteilung der zwei Säulen und ihrer Wechselwirkungen, dem sogenannten *Cross Checking*, werden geldpolitische Handlungsempfehlungen abgeleitet (vgl. Kapitel 17.3.3). Die Zwei-Säulen-Strategie lässt sich als eine Kombination von Geldmengensteuerung und *Inflation Targeting* interpretieren. Allerdings gab es immer wieder Ansätze, den Nutzen der Zwei-Säulen-Strategie zu überprüfen und gegebenenfalls zu einem eindeutigen Zwischenziel überzugehen. Zurzeit ist eine umfassende Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB angekündigt; sie soll bis Mitte 2021 abgeschlossen sein und auch die geldpolitischen Erfahrungen aus der Finanz- und Eurokrise berücksichtigen.

Operatives Ziel der EZB-Politik ist nicht die Geldbasis, sondern der *Tagesgeldsatz* am Geldmarkt im engeren Sinn. Dabei handelte es sich zunächst um den durchschnittlichen Tagesgeldsatz im Interbankenhandel des Euro-Gebiets (*Euro Overnight Index Average*, EONIA). Seit Ende 2019 gibt es mit der Euro Short Term Rate (€STR) einen neuen Referenzzins, der spätestens 2021 den EONIA komplett ersetzen wird. Den Beeinflusst wird der EONIA bzw. €STR durch die unterschiedlichen geldpolitischen Instrumente der EZB. Für Einlagen und Schuldverschreibungen der Geschäftsbanken mit einer Laufzeit beziehungsweise Kündigungsfrist bis zu 2 Jahren erhebt die EZB seit Januar 2012 einen *Mindestreservesatz* von 1 Prozent (vorher 2 Prozent), der für jede Geschäftsbank zu einem Mindestreservesoll führt, das im Monatsdurchschnitt zu erfüllen ist. Die Guthaben des Reservesolls werden zu einem Zins verzinst, der sich am Hauptrefinanzierungssatz orientiert. Weiterhin existieren eine Spitzenrefinanzierungs- und eine Einlagefazilität, die die obere und untere Grenze des Zinsbandes am Euro-Geldmarkt festlegen (vgl. *Abbildung 6.4*). Dazwischen liegt der *Hauptrefinanzierungssatz*, der durch Offenmarkttersgeschäfte determiniert wird. Als Hauptrefinanzierungsinstrumente existieren die im wöchentlichen Rhythmus angebotenen Kredite mit einer Laufzeit von einer Woche (*Haupttender*). Daneben gibt es die im monatli-



**Abbildung 6.4:** Zinssätze der EZB (2010–2019) in Prozent pro Jahr. Von oben nach unten: Zinssatz für Spitzenrefinanzierungsfazilität, Zinssatz für Hauptrefinanzierungsfazilität, Zinssatz für Einlagefazilität.

Quelle: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2019~c199d3633e.en.html#toc15>

*Einlagensatz und Spitzenrefinanzierungssatz legen ein Zinsband fest. Innerhalb der so bestimmten Grenzen beeinflusst die EZB über ihren Hauptrefinanzierungssatz die Entwicklung des Zinses für Tagesgeld.*

chen Rhythmus angebotenen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit (*Basistender*).

Seit der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise, die 2007 begann und innerhalb der Euro-Zone eine Banken- und Staatsschuldenkrise nach sich zog, hat sich die geldpolitische Strategie der EZB verändert. Die konventionelle Zinssteuerung wurde immer stärker ergänzt durch Maßnahmen der sog. *unkonventionellen Geldpolitik*:

- ein Absenken der Leitzinsen sogar unter die *Nullzinsgrenze*, die zuvor immer als strikte Untergrenze des Zinsbands angesehen worden war,
- umfangreiche *Ankaufprogramme für Anleihen* am Kapitalmarkt (*Quantitative Easing, QE*), mit dem Ziel, dadurch die mittel- und langfristigen Zinsen zu beeinflussen, und
- eine *Steuerung der Zinserwartungen* der Marktteilnehmer über die sog. *Forward Guidance*.

Nach 2007 führten Turbulenzen im Privatbankensektor und damit einhergehende Konkurse bis dahin als risikolos eingestufte Kreditinstitute dazu, dass der Interbankenmarkt in der Euro-Zone praktisch zusammenbrach. Die erhöhten und unsicheren Tagesgeldsätze für Banken implizierten jedoch die Gefahr einer reduzierten Kreditvergabe und somit eines veränderten Verhältnisses von angebotener Geldbasis zur tatsächlichen Geldmenge. Um wieder die Kontrolle über den Prozess der Geldschöpfung zu erlangen und Stabilität in die Refinanzierungsstrukturen der Banken zurückzubringen, erhöhte die EZB den Anteil der *Basistender* am insgesamt zur Verfügung gestellten Zentralbankgeld und ließ mehr Kreditinstitute zur Teilnahme an diesen zu. Als sich die Krise im Herbst 2008 verschärfte, änderte die EZB ihren Kurs noch einmal. Da die reduzierte Kreditvergabe der Geschäftsbanken als ein wesentlicher Grund für eine drohende Rezession angesehen wurde, übernahm die EZB teilweise die Rolle des Interbankenmarkts und verengte das Zinsband zwischen Spitzenrefinanzierungsfazilität und der Einlagefazilität. Außerdem stellte sie das Zuteilungsverfahren von einem Zins- auf einen Mengentender mit zunächst voller Zuteilung, also ohne nachträgliche Repartierung, um, um die Liquidität des Geldmarkts zu erhöhen und das Refinanzierungsrisiko der Banken zu minimieren.

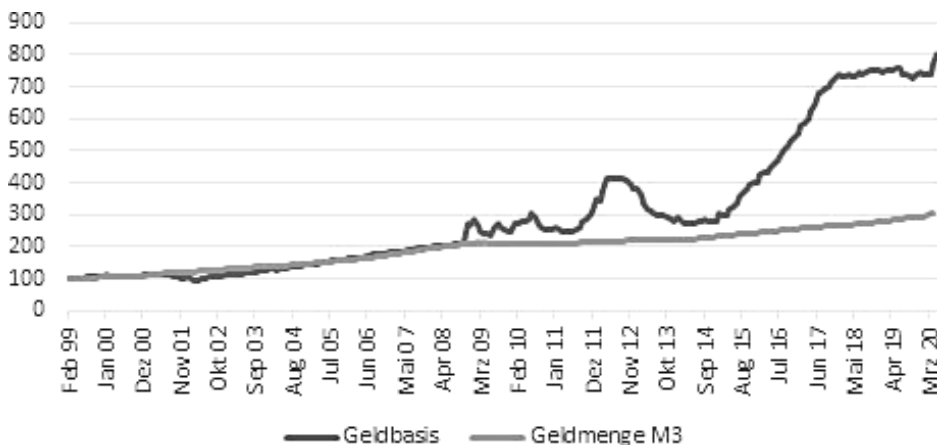
Da die Abkühlung der Konjunktur und die geringe Bereitstellung von Krediten die Inflationserwartungen massiv nach unten korrigierten, senkte sie außerdem den Hauptrefinanzierungssatz innerhalb weniger Monate von 3,75 % im September 2008 auf 1 % im Mai 2009. Nach einer kurzfristigen Erhöhung 2011 wurde er in den folgenden Jahren sukzessive weiter abgesenkt und liegt seit März 2016 bei 0 %. Der Zinssatz für die Einlagefazilität war bereits im Juli 2012 auf 0 % reduziert worden; im Juli 2014 wurde erstmals mit -0,1 % ein negativer Zins auf Einlagen der Banken bei der EZB erhoben. Ab Ende 2014 sank dann der Tagesgeldsatz unter die Nullzinsgrenze ab. Bis Ende 2019 wurde der negative Einlagezins auf -0,5 % abgesenkt, um die Reservehaltung der Banken zu verteuern und die Kreditvergabe der Banken an den privaten Sektor zu fördern.

Seit Mitte 2010 sah sich die EZB aufgrund erheblicher Probleme bezüglich der Stabilität der Finanzmärkte und der *Funktionsfähigkeit des Bankensystems in der Euro-Zone* gezwungen, die *traditionelle Zinspolitik* durch *Maßnahmen des Quantitative Easing* zu ergänzen. Im Mai 2010 entschied sie sich erstmals für den Ankauf von

Staatsanleihen aus Krisenländern der Euro-Zone. Im Dezember 2011 und im Februar 2012 wurden die Laufzeiten der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit Banken auf drei Jahre verlängert und damit dem Bankensektor erhebliche neue Liquidität verfügbar gemacht. Im September 2012 kündigte die EZB schließlich an, dass sie Staatsanleihen von Krisenländern ohne quantitative Restriktionen am offenen Markt aufkaufen würde, sofern die betroffenen Länder sich gleichzeitig zur Teilnahme an einem makroökonomischen Anpassungsprogramm verpflichten. Diese Ankündigung führte bereits zu einer Beruhigung der Finanzmärkte, ohne dass bislang die Finanzierungsmöglichkeit auch in Anspruch genommen werden musste. 2015 wurde ein weiteres Programm zum Ankauf von Staatsanleihen und Anleihen privater Schuldner angekündigt, das 2016 und 2017 verlängert wurde. Zur Bewältigung der Corona-Krise ist schließlich 2020 ein neues Ankaufprogramm aufgelegt worden.

Im Juli 2013 begann die EZB schließlich auch damit, gezielten Einfluss auf die Bildung von Zinserwartungen der Marktteilnehmer zu nehmen. Die Maßnahmen der *Forward Guidance* sollten Informationen über die mittelfristige Entwicklung der Leitzinsen in den Folgejahren bzw. die Dauer der Anleihekaufprogramme geben und damit die Zinserwartungen stabilisieren. Sie spielen damit eine zunehmend wichtigere Rolle in der Kommunikation der gesamten geldpolitischen Strategie.

Im Ergebnis ist durch die Ausweitung der Refinanzierungskredite an Banken und die massiven Anleihekäufe seit Beginn der Finanzkrise die Geldbasis in der Euro-Zone stark angestiegen (vgl. *Abbildung 6.5*). Dagegen hat die Geldmenge M3 nur relativ wenig zugenommen, weil einerseits die Banken aus Vorsichtsgründen hohe Liquidität bei der Zentralbank halten und weil andererseits die Kreditvergabe der Banken an Private zurückgegangen ist. Entsprechend kam es zwar zu schwankenden Inflationsraten, aber noch zu keinen ausgeprägten inflationären Tendenzen. Bis 2010 gelang es der EZB, die Inflationsrate in der Euro-Zone bei dem von ihr angestrebten Niveau von unter, aber nahe 2 Prozent zu stabilisieren. 2011 lag der Wert deutlich und 2012



**Abbildung 6.5:** Geldmenge M3 und Geldbasis in der Euro-Zone 1999-2019.

Quelle: © Peter Bofinger, <https://twitter.com/PeterBofinger/status/1268484773434908672>

Seit Ende 2008 und noch viel deutlicher seit Ende 2014 wächst in der Eurozone die Geldbasis stärker als die Geldmenge M3.

knapp über dem Zielwert. In den Folgejahren lag sie zum Teil deutlich darunter, weshalb sich die ständige Ausweitung der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen auch mit der möglichen Gefahr einer Deflation rechtfertigen ließ. Für die zukünftige Inflationsentwicklung wird es entscheidend sein, inwieweit die EZB das Wachstum der Geldbasis zurückführen und einen starken Anstieg von M3 verhindern kann. Je höher das Volumen der von ihr angekauften Staatsschuldpapiere wird, desto größer wird auch der Widerstand der Schuldnerländer gegen eine Politik der Zinserhöhung, die einen Anstieg der Schuldenlast zur Folge hätte. Die Unabhängigkeit der EZB bei der Ausübung ihres Mandats kann damit in Gefahr geraten (vgl. Kapitel 17.3.4).

## SCHLÜSSELBEGRIFFE

- Wirtschaftskreislauf 118
  - Geld 119
  - Preisniveau 119
  - Inflation 120
- Klassische Quantitätstheorie 121
  - Umlaufgeschwindigkeit des Geldes 121
  - Kassenhaltungskoeffizient 121
  - Neo-Quantitätstheorie 122
  - Monetarismus 122, 124
  - Potenzialformel 122
  - Inflationserwartung 127
- Geldmenge 120, 124
  - Inflation Targeting* 127
  - Geldmarkt 127
  - Operating Target* 124
  - Geldbasis 125, 127
  - Geldmarktzins 127
- Geldpolitik 124
  - Standing Facilities* 128
  - Offenmarktpolitik 128
  - Mindestreservpolitik 128
- Europäische Zentralbank (EZB) 130
  - Euro 130
  - Zwei-Säulen-Strategie 130
  - Cross Checking* 131
  - Einlagefazilität 131
  - Spitzenrefinanzierungsfazilität 131
  - Hauptrefinanzierungsinstrumente 131
- Unkonventionelle Geldpolitik 132
  - Quantitative Easing* 132
  - Forward Guidance* 132
- Finanzkrise 132
  - Eurokrise 118, 131

## Aufgaben



**www.pearson-studium.de:** Hier finden Sie die Lösungen zu den Übungsaufgaben dieses Kapitels, ein Glossar mit Erläuterungen zu den Schlüsselbegriffen sowie Links zu wirtschaftspolitisch relevanten Websites.

### 1. Geldmengensteuerung versus *Inflation Targeting*

Diskutieren Sie, welche geldpolitischen Instrumente am besten geeignet sind, die beiden unterschiedlichen geldpolitischen Zwischenziele zu erreichen.

### 2. Haushaltsdefizite und Geldschöpfung

Erläutern Sie in einem Modell der mehrstufigen Geldschöpfung, wieso eine unge-

bremste Finanzierung staatlicher Haushaltsdefizite bei der Notenbank längerfristig unweigerlich zu Inflation führen wird.

### **3. Elektronische Geldbörsen und Geldpolitik**

Welche Probleme können sich aus der zunehmenden Verwendung elektronischer Zahlungsmittel, für die Geldpolitik ergeben?

### **4. Geldpolitische Probleme der Währungsumstellung in Ostdeutschland**

Bei der Vorbereitung zur Einführung der D-Mark in Ostdeutschland im Juli 1990 wurde unterstellt, dass die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes in Ost- und Westdeutschland in etwa gleich sei. Vermutlich lag sie in Ostdeutschland aber niedriger als in Westdeutschland. Worauf ist dies zurückzuführen?

## **Literaturhinweise**

Die theoretischen Grundlagen der Geldpolitik unter besonderer Berücksichtigung der Quantitätstheorie beschreibt *Issing* (2011), die unterschiedlichen Strategien und die verschiedenen Instrumente der Geldpolitik analysieren *Görgens u. a.* (2008) und *Gischer u. a.* (2020). Über die geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank und ihre Entwicklung informieren *Issing u. a.* (2001) sowie *Hartmann/Smets* (2018). Weitere Informationen bietet die Homepage der Europäischen Zentralbank ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

# Copyright

Daten, Texte, Design und Grafiken dieses eBooks, sowie die eventuell angebotenen eBook-Zusatzdaten sind urheberrechtlich geschützt. Dieses eBook stellen wir lediglich als **persönliche Einzelplatz-Lizenz** zur Verfügung!

Jede andere Verwendung dieses eBooks oder zugehöriger Materialien und Informationen, einschließlich

- der Reproduktion,
- der Weitergabe,
- des Weitervertriebs,
- der Platzierung im Internet, in Intranets, in Extranets,
- der Veränderung,
- des Weiterverkaufs und
- der Veröffentlichung

bedarf der **schriftlichen Genehmigung** des Verlags. Insbesondere ist die Entfernung oder Änderung des vom Verlag vergebenen Passwort- und DRM-Schutzes ausdrücklich untersagt!

Bei Fragen zu diesem Thema wenden Sie sich bitte an: **info@pearson.de**

## Zusatzdaten

Möglicherweise liegt dem gedruckten Buch eine CD-ROM mit Zusatzdaten oder ein Zugangscode zu einer eLearning Plattform bei. Die Zurverfügungstellung dieser Daten auf unseren Websites ist eine freiwillige Leistung des Verlags. **Der Rechtsweg ist ausgeschlossen.** Zugangscodes können Sie darüberhinaus auf unserer Website käuflich erwerben.

## Hinweis

Dieses und viele weitere eBooks können Sie rund um die Uhr und legal auf unserer Website herunterladen:

**<https://www.pearson-studium.de>**