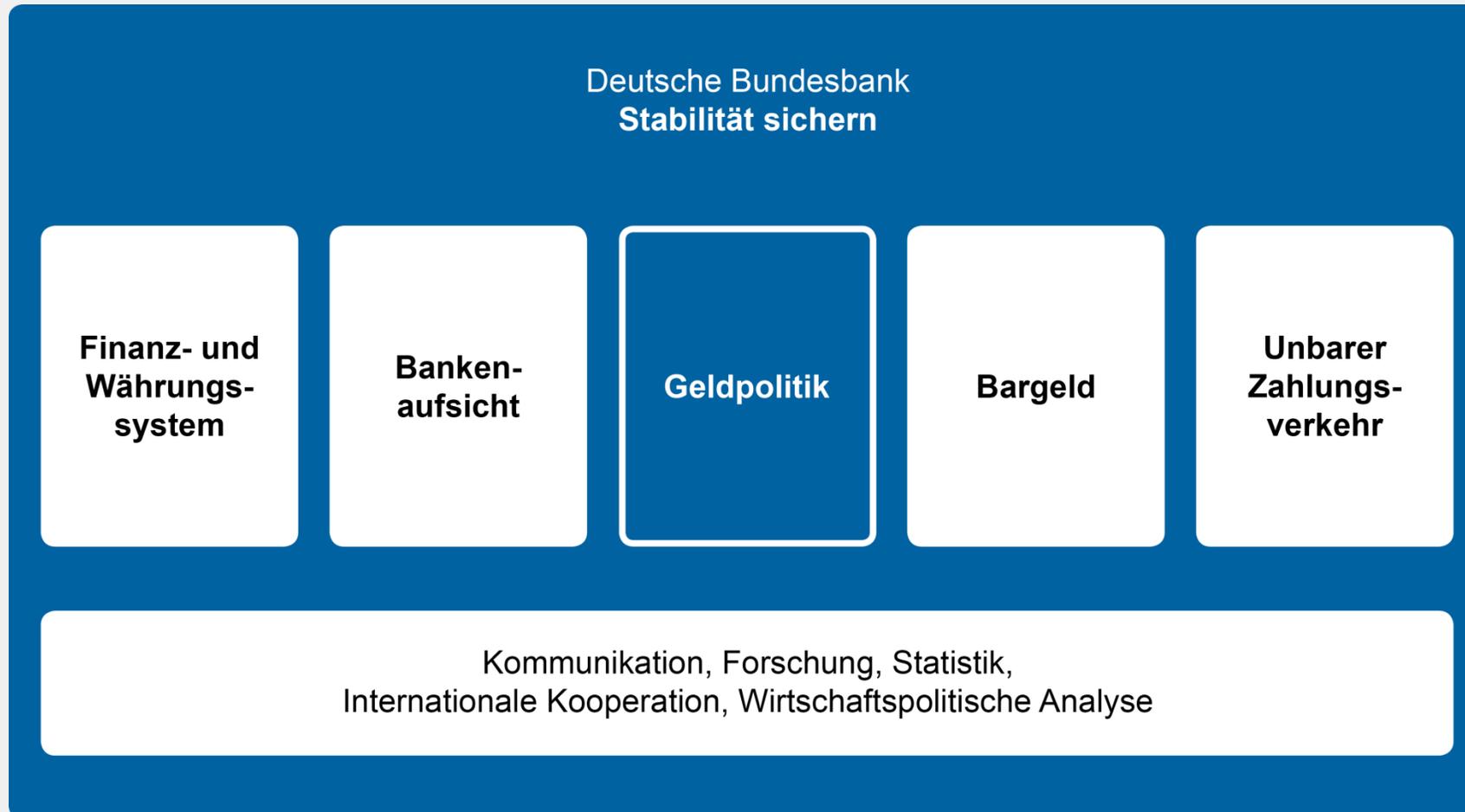


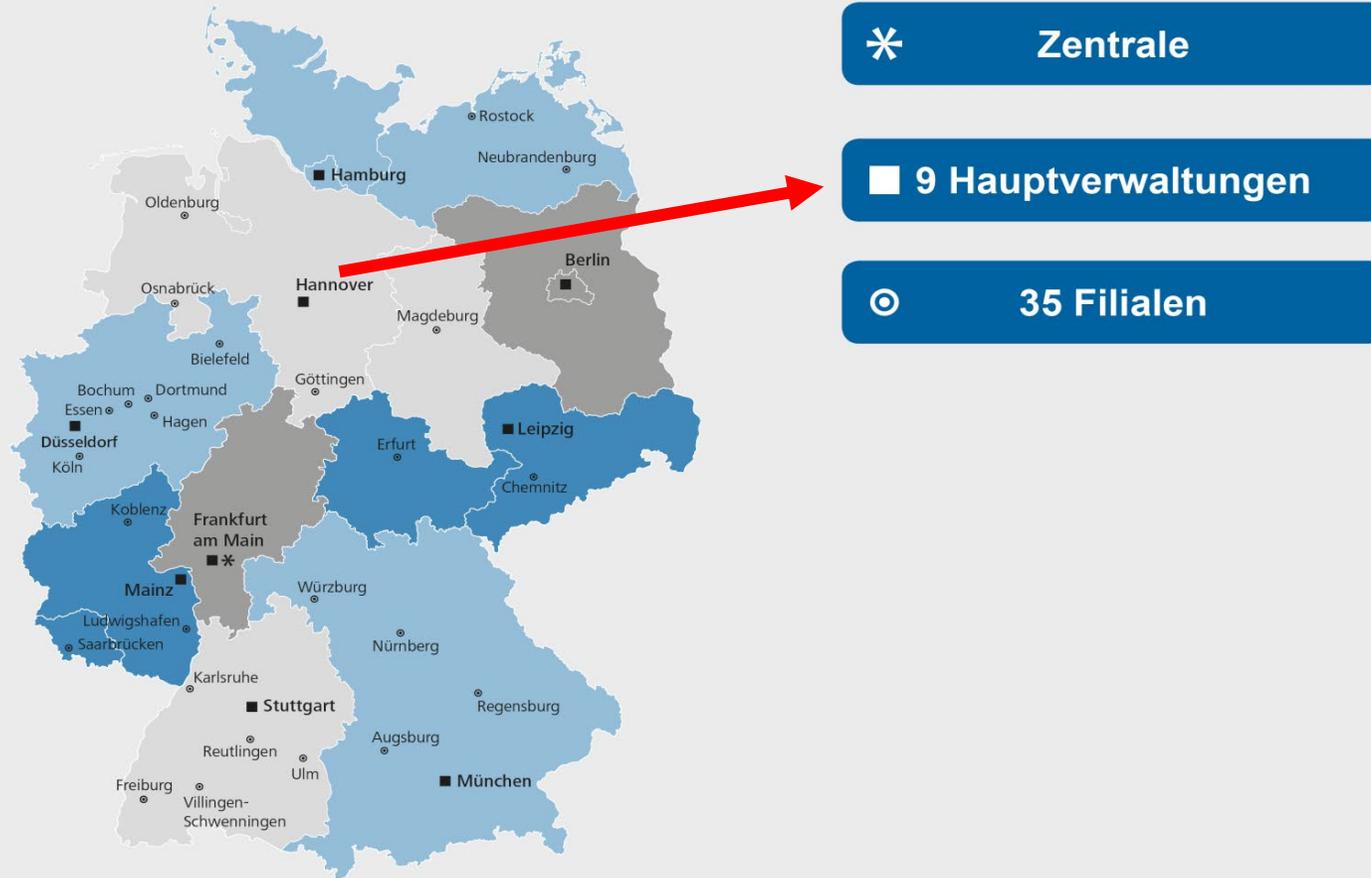
Herausforderungen für die Geldpolitik – Zwischen Hochinflation und Rezession

Julia von Borstel – Deutsche Bundesbank, Hauptverwaltung in Bremen, Niedersachsen und Sachsen Anhalt

08. Dezember 2022, Jade Hochschule Wilhelmshaven



Prolog: Regionale Aufteilung der Bundesbank



- I. **Klassische Geldpolitik**
- II. **Aktuelle Herausforderungen der Geldpolitik**
- III. **Ausblick**



Inflation im Euroraum bei 10,7 Prozent FAZ 01.11.2022

Die Zinsen steigen auf 2 Prozent FAZ, 28.10.2022

New Zealand institutes record rate increase to tame inflation Financial Times 23.11.2022

Die Goldtricks der Notenbanken FAZ 04.11.2022

Die Abhängigkeit der Geldpolitik FAZ 21.11.2022

Gesucht wird der neutrale Zins FAZ 12.09.2022

ECB raises alarm over growing risks to the financial system Financial Times 16.11.20122

Wie stark ist der Dollar noch Handelsblatt 23.11.2022

Mehr als 17 Prozent Verlust – Bitcoin sinkt auf Zweijahrestief Welt 08.11.2022

Die EZB legt sich mit den Banken an Börsen-Zeitung 01.11.2022

I. Grundlagen der Geldpolitik

Geld und Geldschöpfung



Funktionen des Geldes

1. Tausch- und Zahlungsmittel
2. Recheneinheit
3. Wertaufbewahrungsmittel

Geldschöpfung

Bargeld

Einlagen bei der Zentralbank

Kreditvergabe durch Geschäftsbanken

Zentralbankgeld

Buchgeld



Begrenzung der Geldschöpfung durch **regulatorische Anforderungen**
(Mindestreserve, bankaufsichtliche und makroprudenzielle Anforderungen)



Vgl. auch [Deutsche Bundesbank](#) (2017), *Die Rolle von Banken, Nichtbanken und Zentralbanken im Geldschöpfungsprozess*, Monatsbericht April 2017, 15-36.

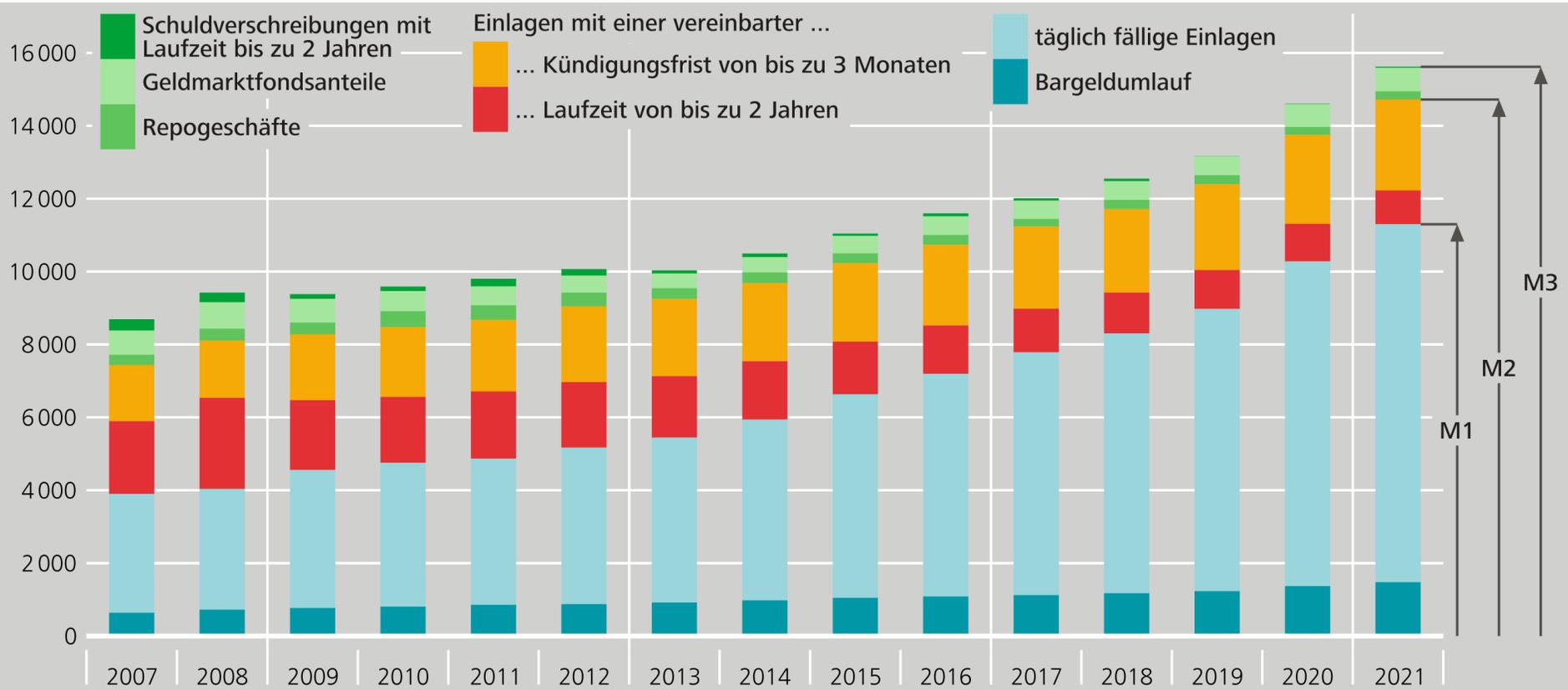
I. Grundlagen der Geldpolitik

Geld und Geldschöpfung – Entwicklung der Geldmenge im Euroraum



Geldmengenaggregate in der Europäischen Währungsunion *)

Mrd €, Stand am Jahresende



Quelle: EZB. * Berechnet aus der konsolidierten Bilanz der Monetären Finanzinstitute (MFIs).

Deutsche Bundesbank

5 Dez 2022, K1PR0026.Chart

Julia von Borstel

08. Dezember 2022

Seite 7

I. Grundlagen der Geldpolitik

Inflation

Knappheit des Geldes bestimmt seinen Wert, zu viel führt zur Inflation.

Definition:

Breit angelegter Anstieg der Preise für Waren und Dienstleistungen über einen längeren Zeitraum hinweg.

Verlierer

- Gläubiger/ Sparer
- Besitzer von Geldvermögen
- Bezieher von festen Einkommen/ Sozialleistungen

Gewinner

- Schuldner
- Besitzer von Sachwerten
- Besitzer von Auslandsguthaben

Folgen:

Geldfunktionen können beeinträchtigt werden; im Fall einer Hyperinflation können diese sogar ganz verloren gehen.

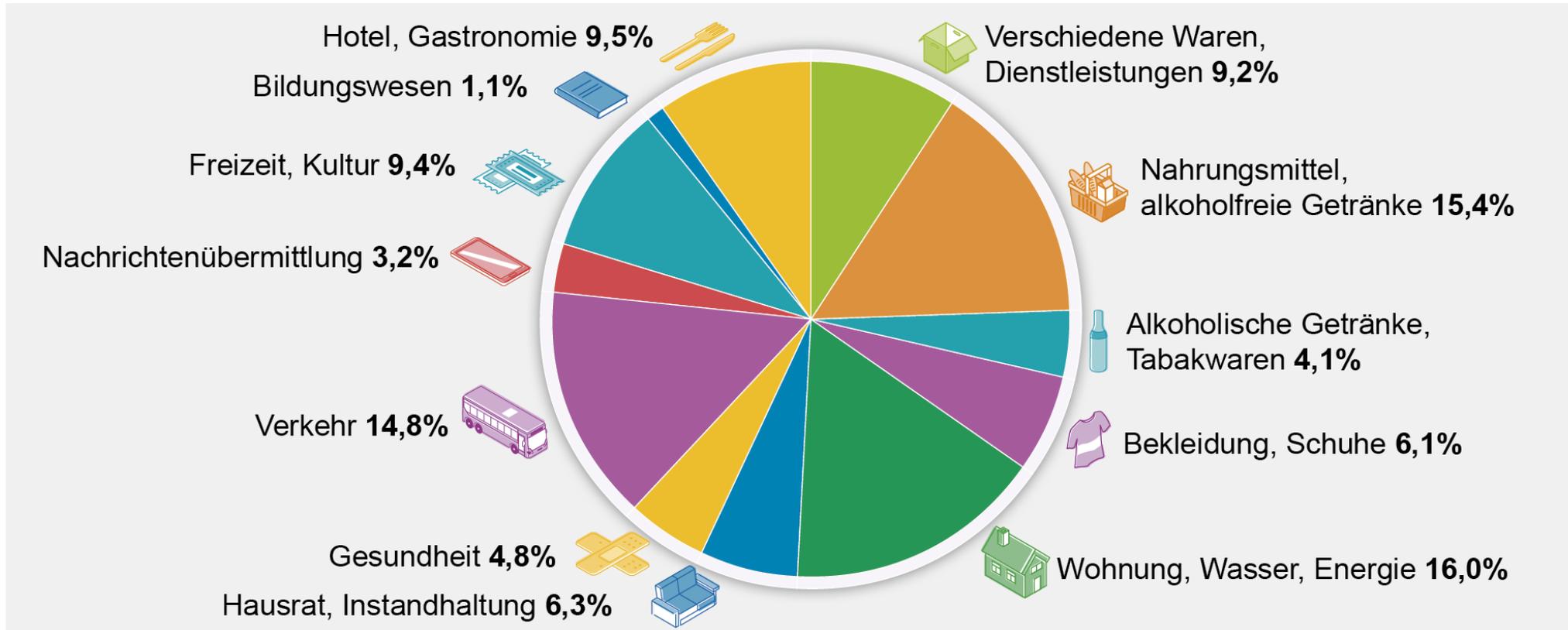


100 quintillion (10²⁰) Pengo: Größte jemals begeben Banknote



I. Grundlagen der Geldpolitik

Inflationsmessung: Harmonisierter Verbraucherpreisindex im Euroraum (HVPI)



Quelle: Statistisches Amt der Europäischen Union

Siehe auch: [Hoffmann, Leifer, Lorenz](#) (2005), *Index der wahrgenommenen Inflation oder EU-Verbraucherumfragen? Zu einem Ansatz von Hans Wolfgang Brachinger*, Wirtschaftsdienst (85)11, 706-714.

I. Grundlagen der Geldpolitik

Geldpolitik im Euroraum



Moderne Papiergeldstandards inflationsanfällig: **Zentralbanken als Wächter** der „Knappheit“ des Geldes.

Allerdings: „**Zeitinkonsistenzproblem**“ der Geldpolitik.

S. Kydland, Prescott (1977), *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*, Journal of Political Economy, 85(3).

Mögliche **Lösungen** des Problems

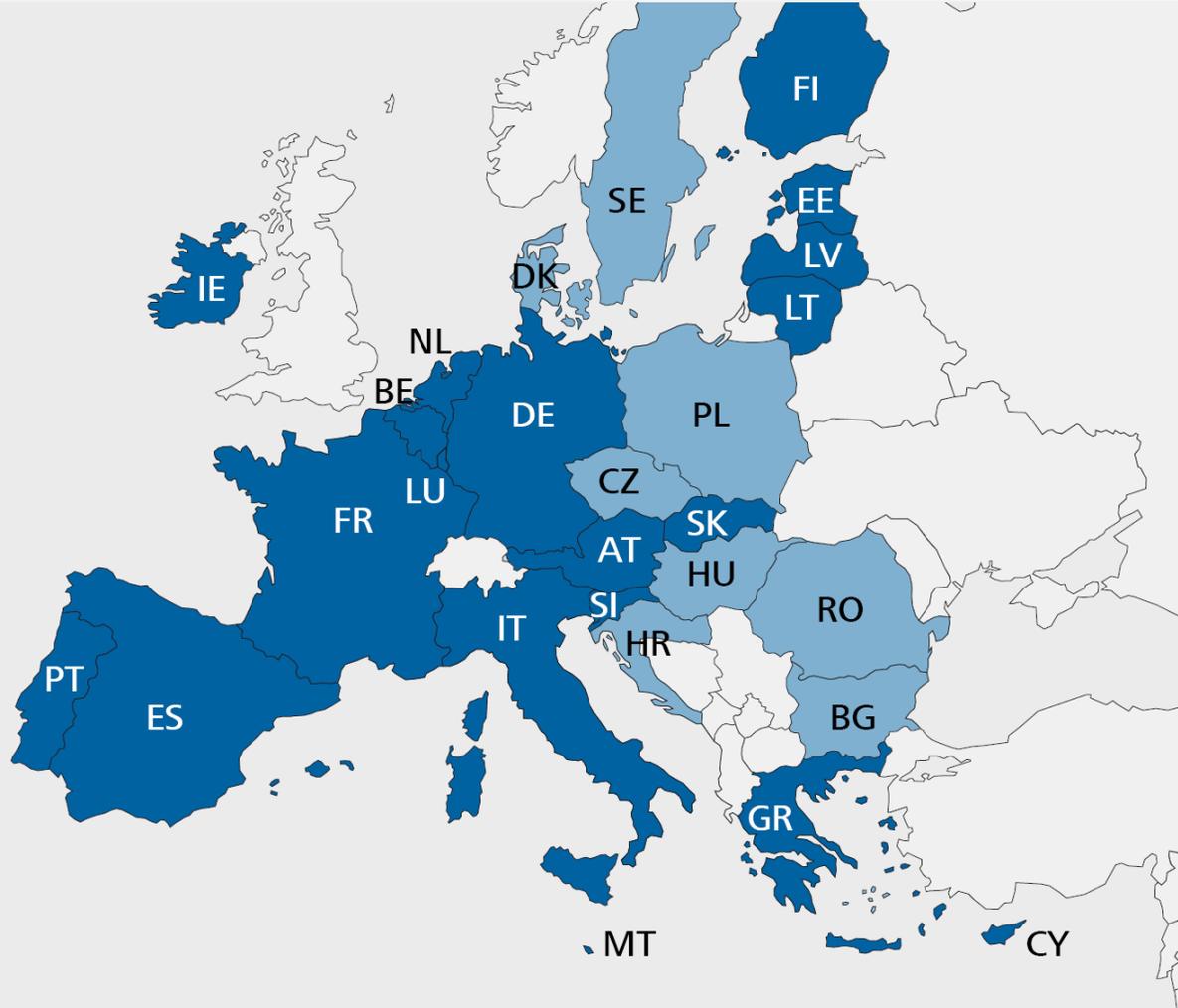
- Reputation
- Beschränkung des geldpolitischen Spielraums (bspw. durch feste Regelbindung, Wechselkursbindung)
- Zentralbankunabhängigkeit.

Inflationsziel im Eurosystem:

Preisstabilität definiert als Anstieg des **Harmonisierten Verbraucher-Preisindex** (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von mittelfristig **2 %** gegenüber dem Vorjahr.

I. Grundlagen der Geldpolitik

Zusammensetzung EU und Euro-Währungsgebiet



27 Länder der Europäischen Union

ca. 447 Mio. Einwohner
(zum Vergleich: USA 328 Mio.)

19 Euro-Länder

ca. 341 Mio. Einwohner

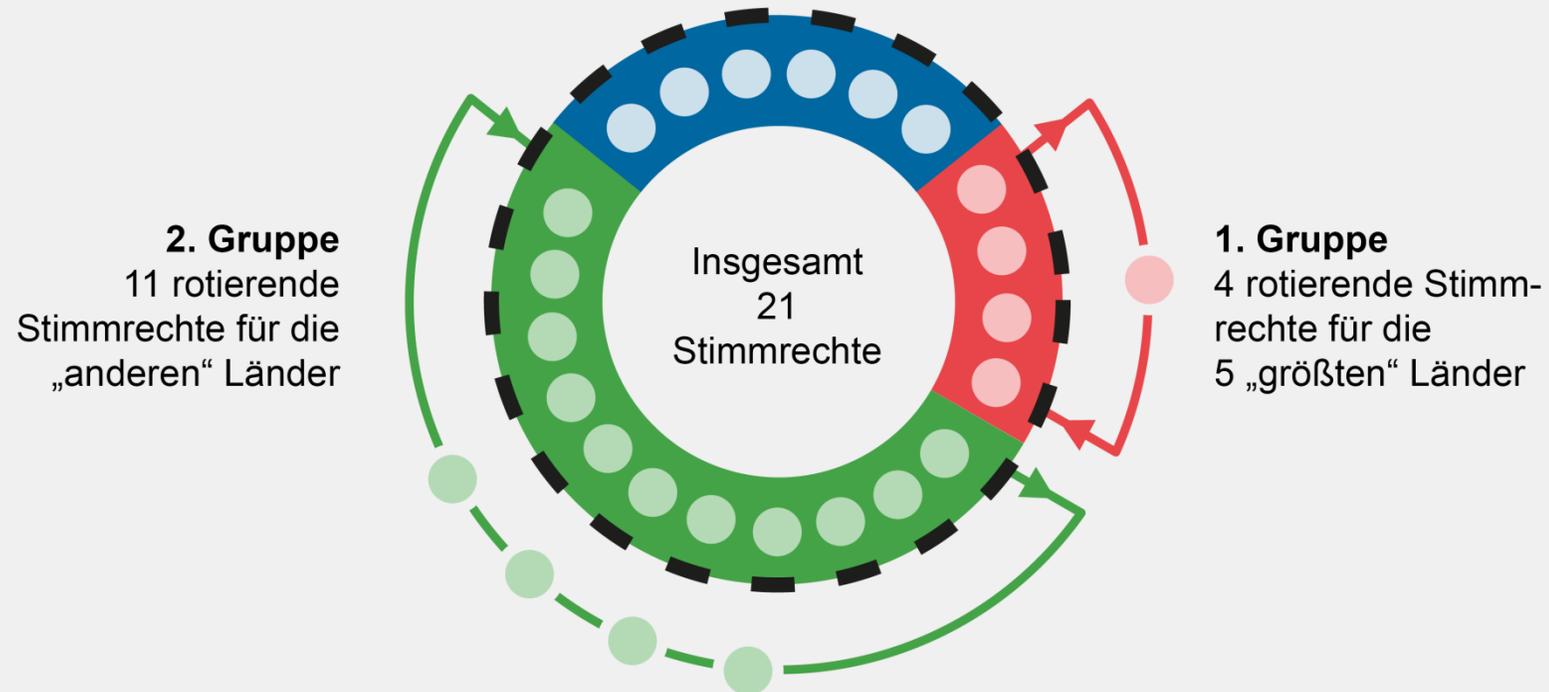
8 Nicht-Euro-Länder

I. Grundlagen der Geldpolitik: Der EZB-Rat

Abstimmung mit Rotationsverfahren



EZB-Direktorium
6 dauerhafte Stimmrechte



Beispiel mit 20 Mitgliedstaaten

I. Grundlagen der Geldpolitik: Geldpolitische Strategie des Eurosystems

Seit 2021 Integrierter Analyserahmen anstelle der 2-Säulenstrategie

Symmetrisches Inflationsziel von mittelfristig 2%

Geldpolitische Entscheidungen auf Grundlage einer Bewertung aller relevanten Faktoren

Wirtschaftliche Analyse

- Wirtschaftliche Entwicklungen, Schocks und strukturelle Trends (wie Klimawandel und Globalisierung)
- Risiken für Wirtschaft und Preisstabilität



Monetäre und finanzielle Analyse

- Geldpolitischer Transmissionsmechanismus
- Informationen zu Preisrisiken aus Geldmengen, Krediten und finanziellen Größen
- Aspekte der Finanzstabilität

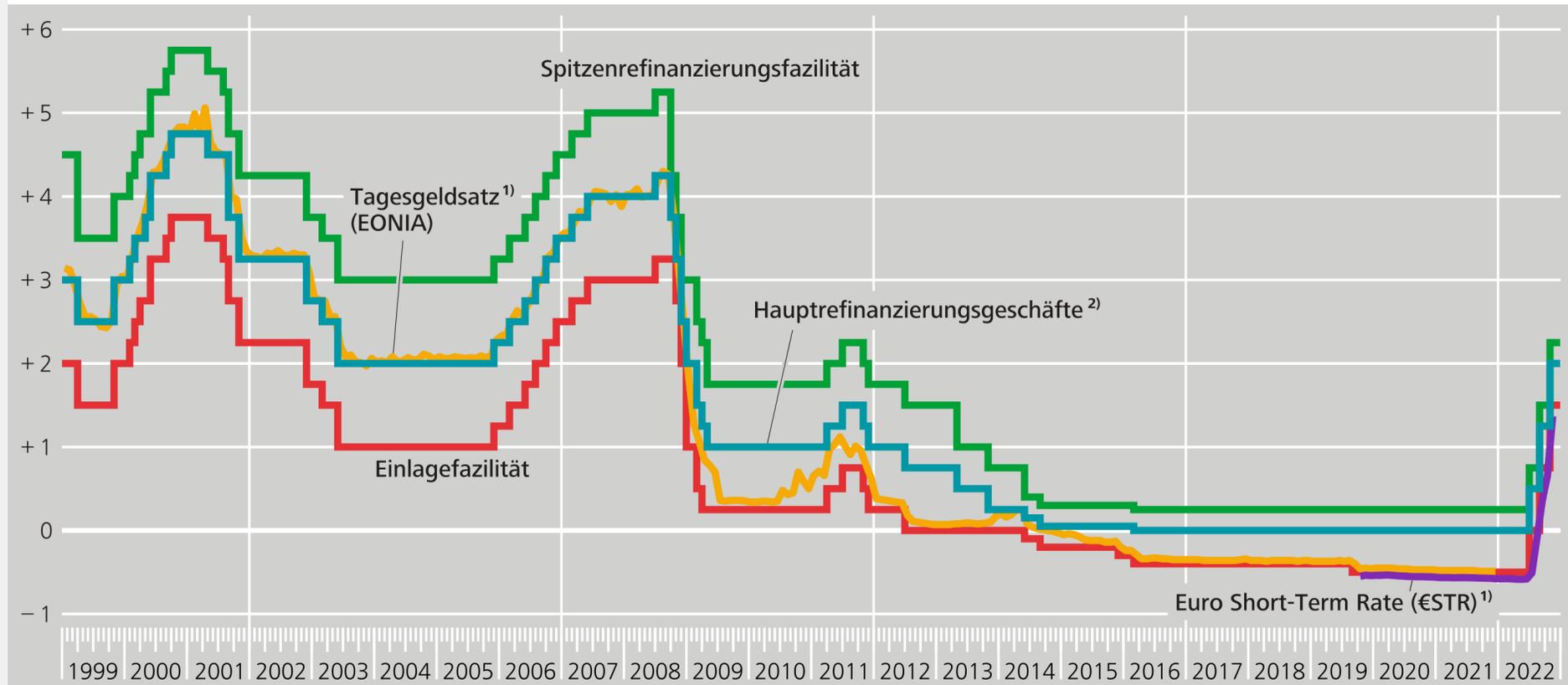
Integrierter Analyserahmen berücksichtigt wechselseitige Abhängigkeiten zwischen beiden Analysen

I. Grundlagen der Geldpolitik: Leitzinsentwicklung im Zeitverlauf

Geldmarktsteuerung seit Euro-Einführung

Notenbankzinsen und Geldmarktsatz

in %, Monatsendstände



1 Monatsdurchschnitt. **2** Festzinssatz beim Mengentender bzw. marginaler Zuteilungssatz beim Zinstender.

Deutsche Bundesbank

5 Dez 2022, 10:48:48, K1PR0004A.Chart

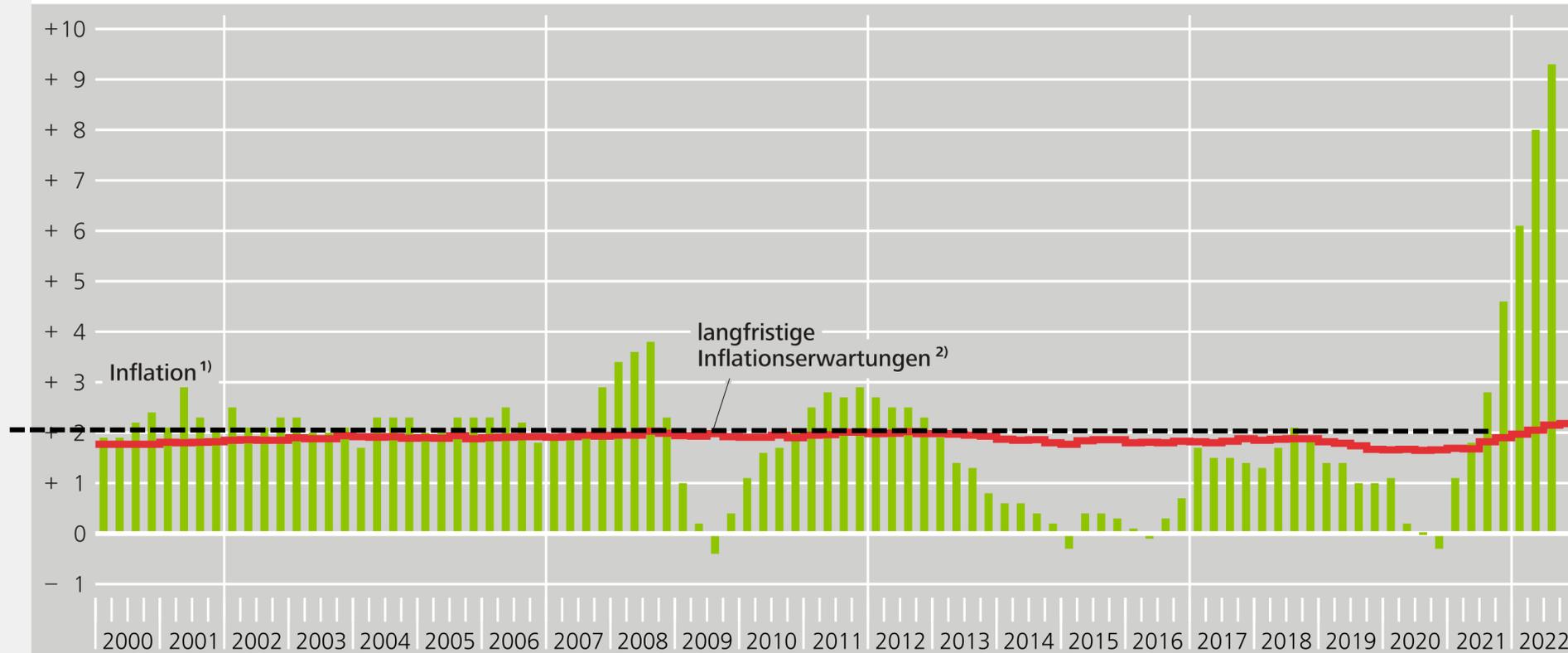
I. Grundlagen der Geldpolitik: Inflationsentwicklung im Zeitverlauf

Disinflationäre Tendenzen seit der Jahrtausendwende, Hochinflationsphase am aktuellen Rand



Inflation und langfristige Inflationserwartungen im Euroraum

in %



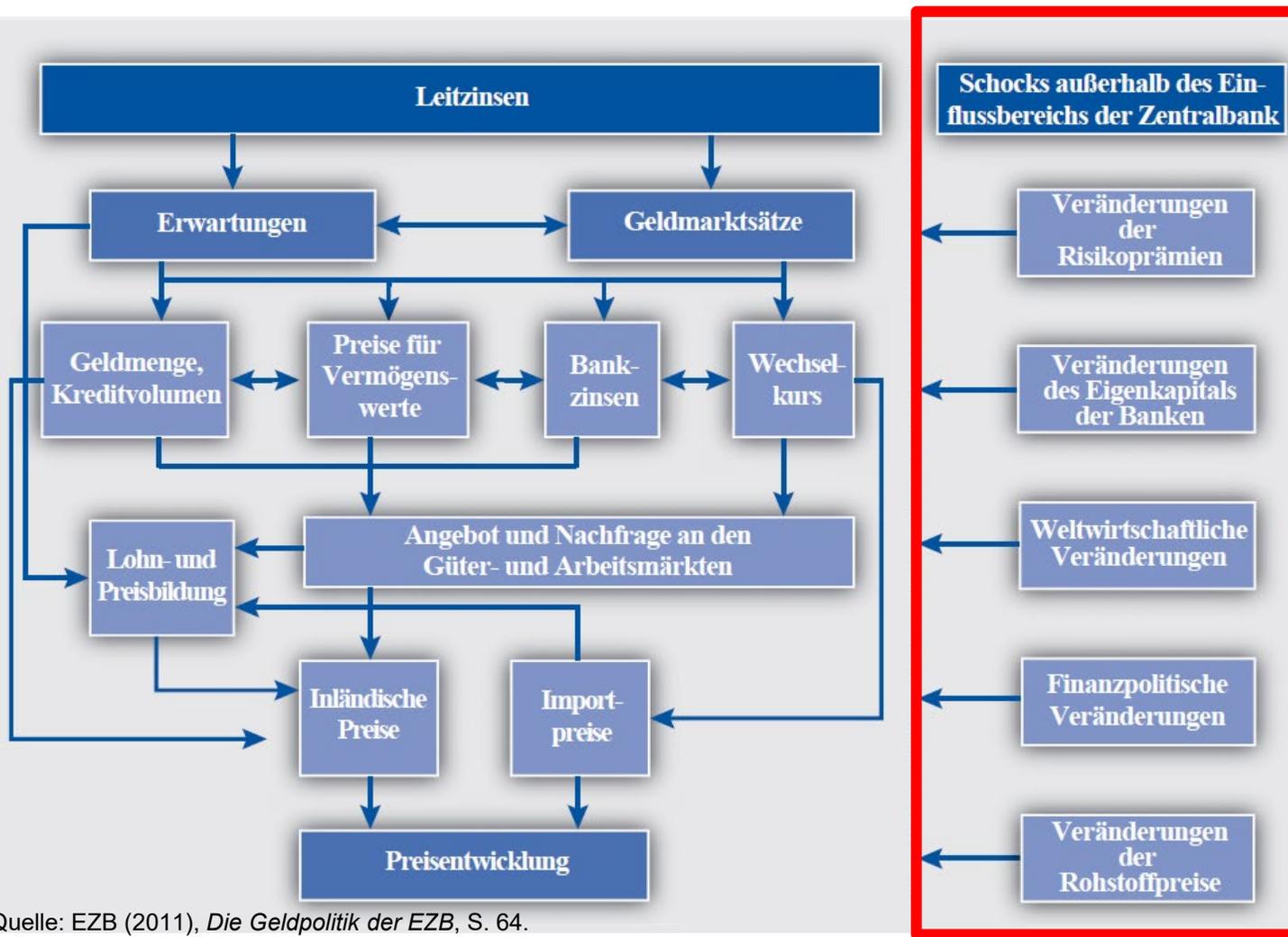
Quelle: EZB. **1** Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI), Vierteljahresdurchschnitte, Veränderung gegenüber Vorjahr. **2** Vierteljährliche Umfrageergebnisse des Survey of Professional Forecasters der EZB zur erwarteten Inflationsrate in 4 bis 5 Jahren.

Deutsche Bundesbank

5 Dez 2022, 10:49:16, K1PR0009.Chart

I. Grundlagen der Geldpolitik: Wie wirkt Geldpolitik?

Unterschiedlichste Transmissionskanäle – Zeitverzögerung beachtlich



Quelle: EZB (2011), *Die Geldpolitik der EZB*, S. 64.

Umfassende theoretische und empirische Literatur zur geldpolitischen Transmission:

- Bernanke, Gertler (1995), *Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission*, *Journal of Economic Perspectives* 9(4), 27-48.
- Kashyap, Stein (2000), *What Do a Million Observations on Banks Say about the Transmission of Monetary Policy?*, *American Economic Review* 90(3), 407-428.
- Angeloni, Kashyap, Mojon (2003), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area: A study by the Eurosystem Monetary Transmission Network*, Cambridge.
- Gambacorta (2009), *Monetary Policy and the Risk-Taking Channel*, *BIS Quarterly Review*, December 2009, 43-53.
- Von Borstel, Eickmeier, Krippner (2016), *The interest rate pass-through in the euro area during the sovereign debt crisis*, *Journal of International Money and Finance* (68), 386-402.

- I. **Klassische Geldpolitik**
- II. **Aktuelle Herausforderungen der Geldpolitik**
- III. **Ausblick**

II. Aktuelle Herausforderungen der Geldpolitik

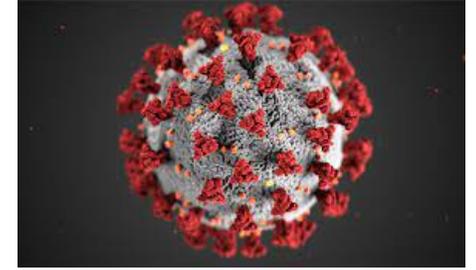
Kombination aus zwei Krisen

1. Pandemie

- Einbruch der Nachfrage (speziell nach kontaktintensiven Dienstleistungen)
- Rückgang der Produktion in einigen Volkswirtschaften führt zu Engpässen anderswo (z.B. bei Halbleitern, Containern, ...)
- Knappes Arbeitsangebot durch akute Covid-Erkrankungen und Long-Covid

Vgl. beispielsweise [Deutsche Bundesbank](#) (2021), *Die Weltwirtschaft während der Coronavirus-Pandemie*, Monatsbericht Oktober 2021, 43-64.

Weltweite Engpässe in den Lieferketten und der Produktion von Gütern



2. Krieg in der Ukraine

- Weitere Störung der Lieferketten (Kabelbäume, Weizen, ...)
- Energieknappheit in Europa durch russischen Exportstopp (gegenseitige Sanktionen)
- Nahrungsmittelknappheit insbesondere im Nahen Osten und Afrika

Vgl. beispielsweise [Deutsche Bundesbank](#) (2022), *Zu den möglichen gesamtwirtschaftlichen Folgen des Ukrainekriegs: Simulationsrechnungen zu einem verschärften Risikoszenario*, Monatsbericht April 2022, 15-31.

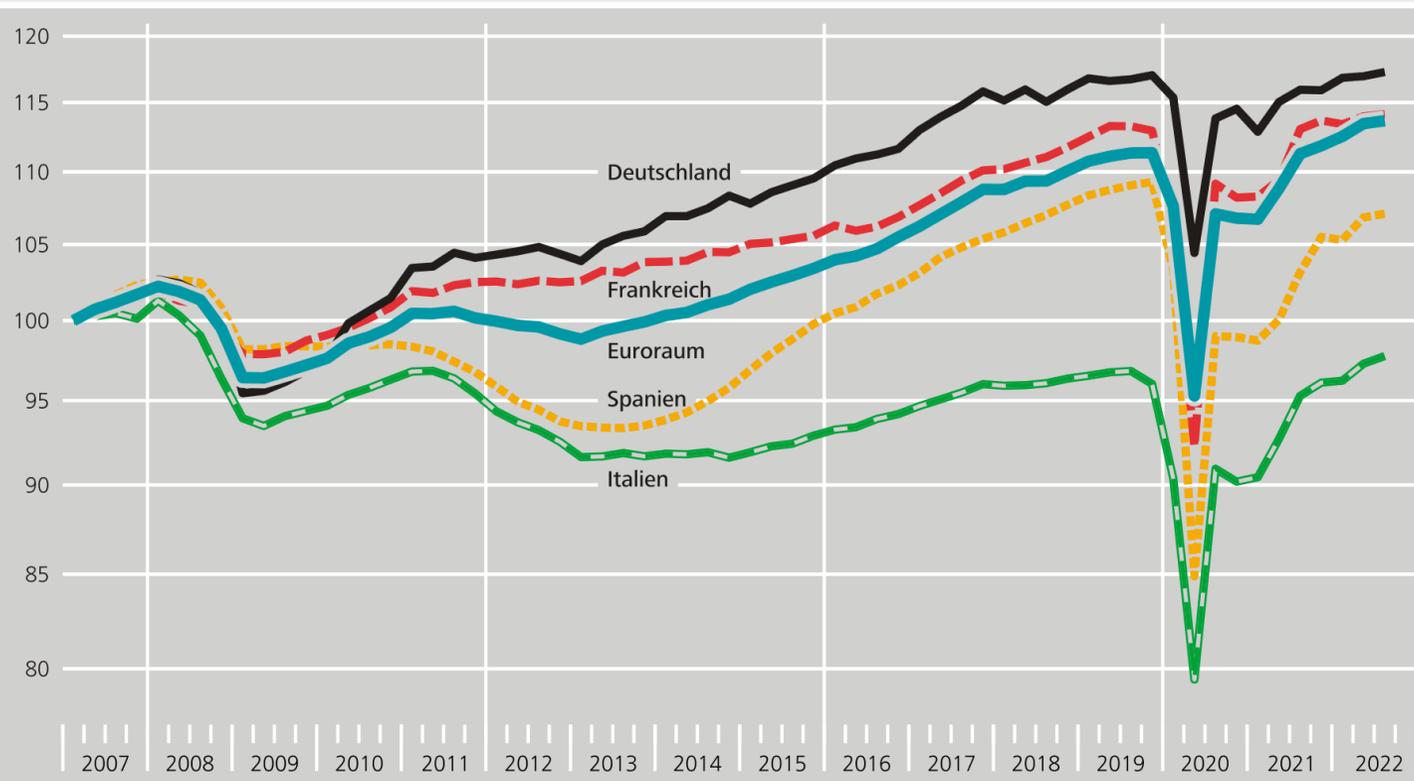


II. Aktuelle Herausforderungen der Geldpolitik

Einbruch der Produktion in ausgewählten europäischen Ländern

Bruttoinlandsprodukt im Euroraum

1. Vj. 2007 = 100, preis-, saison- und kalenderbereinigt, log. Maßstab

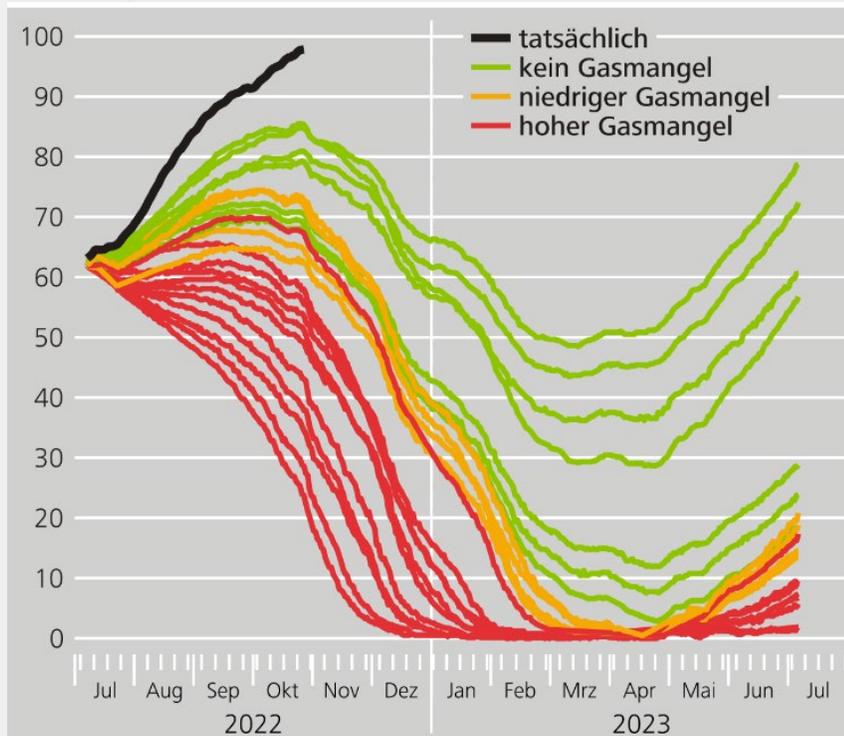


Quelle: Eurostat.
 Weitere aktuelle Informationen in den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank im Februar, Mai, August und November.
 Deutsche Bundesbank

23 Nov 2022

Füllstand der deutschen Gasspeicher in den Gas-Szenarien der Bundesnetzagentur

in %, Tageswerte



Quelle: Bundesnetzagentur und Bundesbank Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

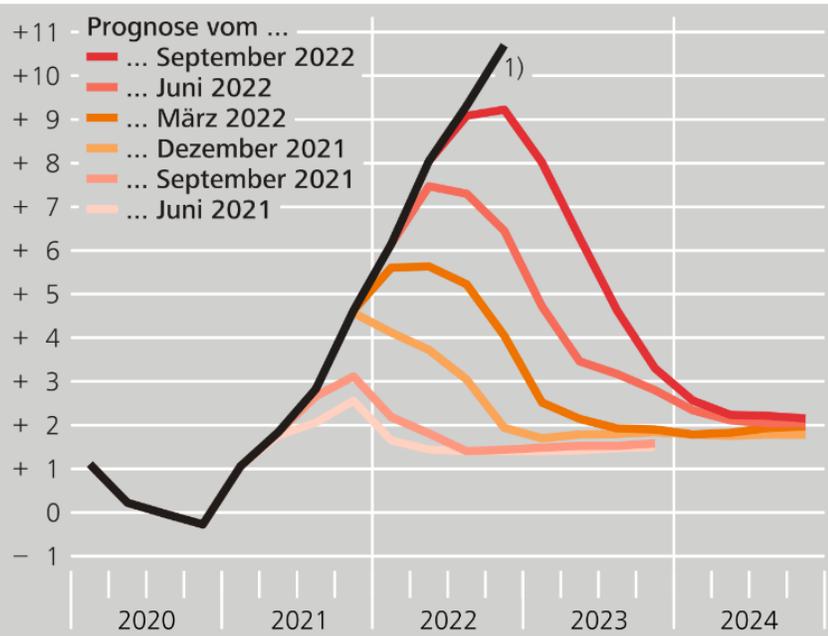
28 Okt 2022, 13:32:43, Vo3PR0767.Chart

II. Aktuelle Herausforderungen der Geldpolitik

Unerwarteter Inflationsschub, Teuerung inzwischen breit getragen

Inflationsprognose Euroraum* und tatsächliche Entwicklung; HVPI

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, vierteljährlich

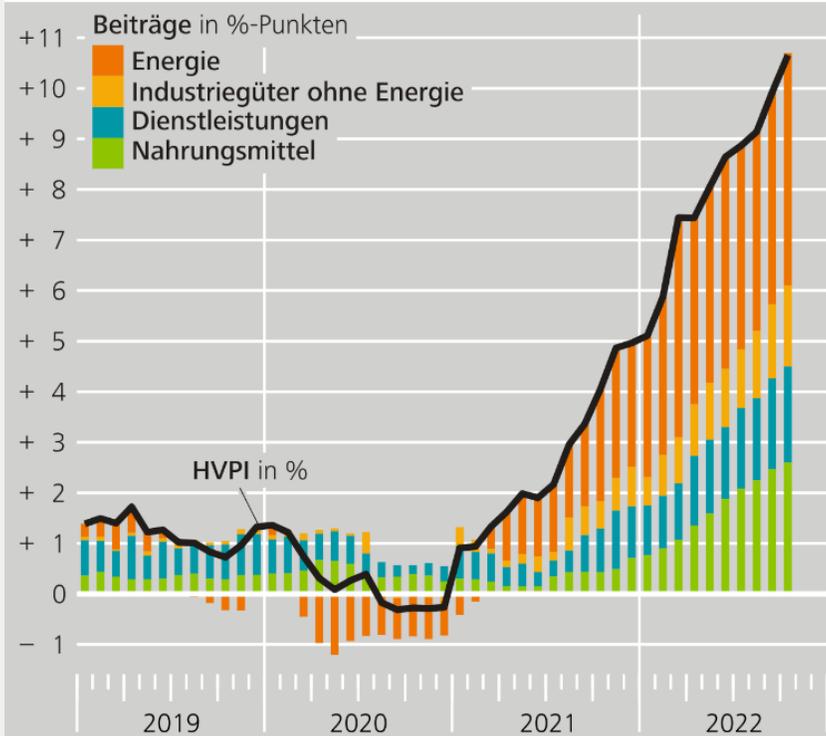


* Prognosen von Experten des Eurosystems (Jun./Dez.) bzw. der EZB (Mrz./Sep.). Vgl. grafische Darstellungen der EZB unter <https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/all-releases.en.html>.
1 Oktober (Flash) für das 4. Vj. 2022

Deutsche Bundesbank

2 Nov 2022, 10:10:07, Vo3PR0671.Chart

Beiträge zur Teuerung (HVPI) im Euroraum



Quellen: Eurostat und EZB. Letzter Wert: Flash; eigene näherungsweise Berechnung der Beiträge.

Deutsche Bundesbank

4 Nov 2022, 08:17:36, Vo3PR0471A.Chart

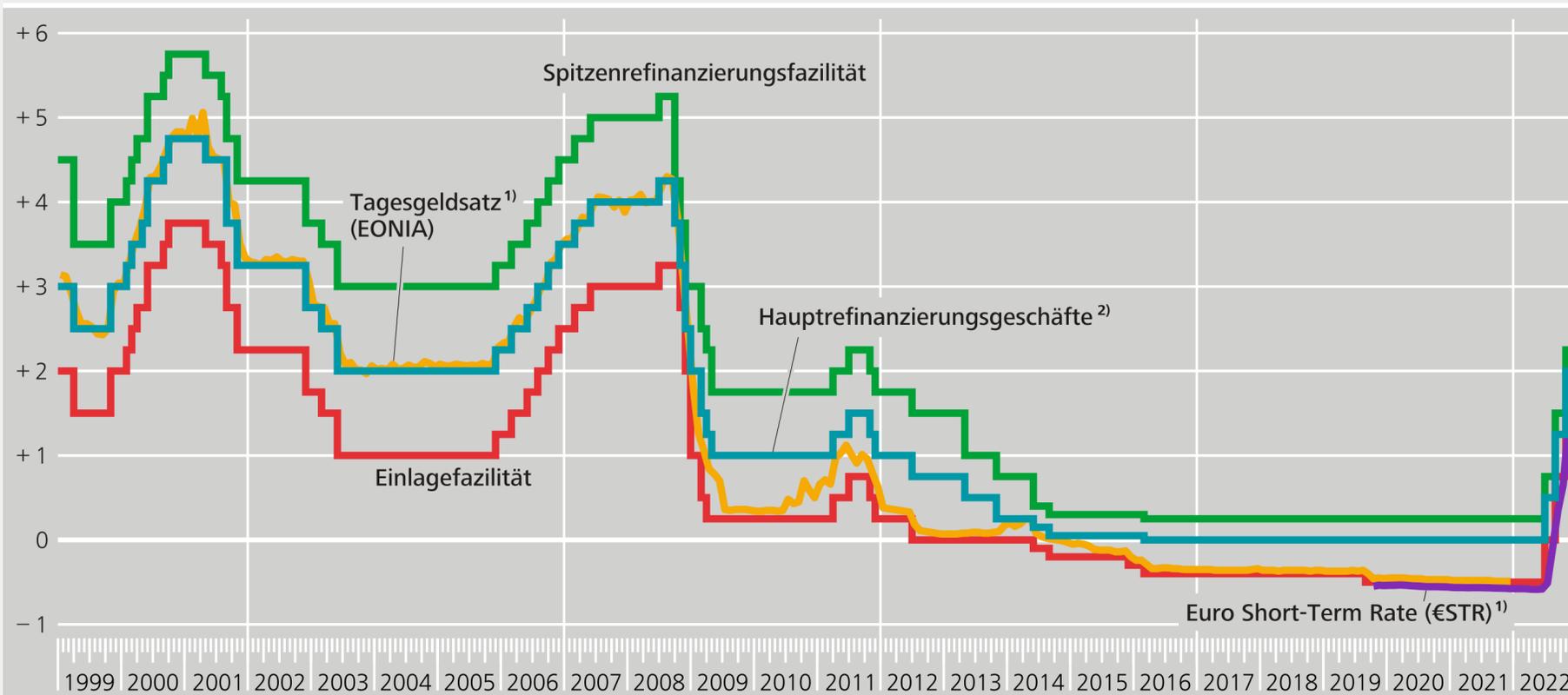
II. Aktuelle Herausforderungen der Geldpolitik

Zinspolitische Antworten auf die Krise(n)



Notenbankzinsen und Geldmarktsatz

in %, Monatsendstände



1 Monatsdurchschnitt. **2** Festzinssatz beim Mengentender bzw. marginaler Zuteilungssatz beim Zinstender.

Deutsche Bundesbank

5 Dez 2022, 10:48:48, K1PR0004A.Chart

II. Aktuelle Herausforderungen der Geldpolitik

Krisenhäufung der vergangenen 15 Jahre und wesentliche geldpolitische Maßnahmen



2007 - 2009



Globale Finanz- und
Wirtschaftskrise

Stabilisierung des
Interbankenmarkts,
massive
Zinssenkungen

2010 - 2012



Beginn der Staats-
schuldenkrise im
Euroraum

Erste
Staatsanleihekäufe

2015 - 2019



Deflations-
befürchtungen

Massive Anleihen-
käufe und weitere
Zentralbankgeld-
bereitstellung

2020 - 2021



Pandemie,
Lieferkettenkrise,
Rezession

Zusätzliche
Anleihekäufe und
Liquiditätsbereit-
stellung durch das
Eurosistem

2022

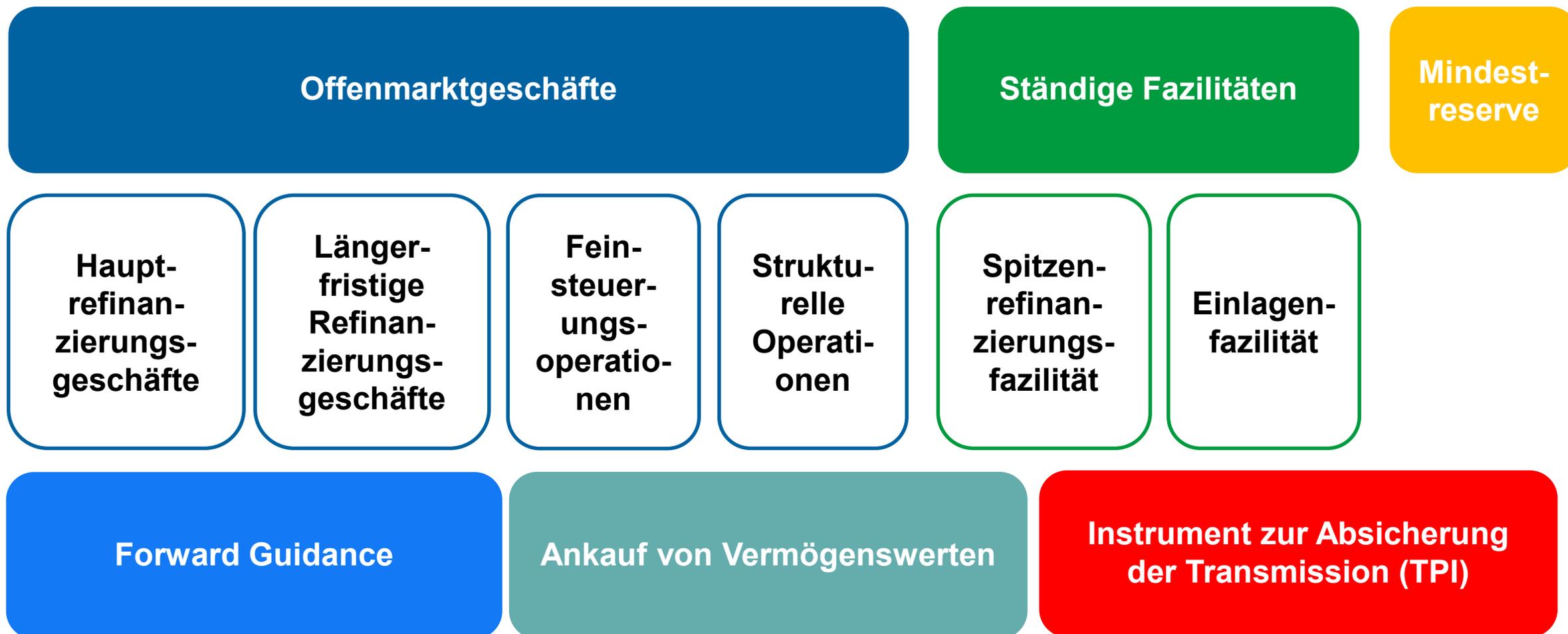


Energie-/Rohstoff-
krise, Krieg; hohe
Inflation

Ausstieg aus
Anleihekäufen;
Zinserhöhung

II. Aktuelle Herausforderungen der Geldpolitik

Geldpolitische Instrumente des Eurosystems, Erweiterungen durch jeweilige Krisen



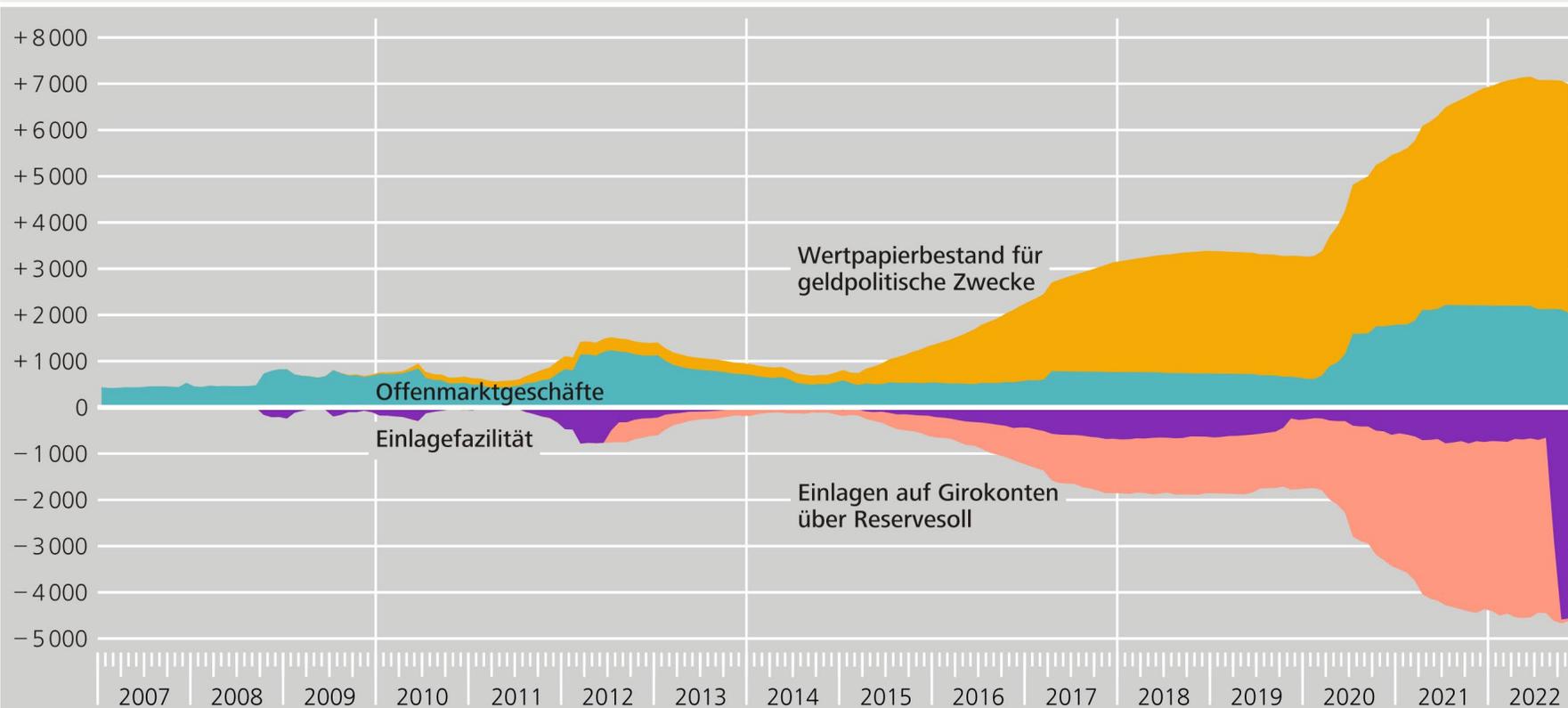
II. Aktuelle Herausforderungen der Geldpolitik

Liquiditätspolitische Krisenbewältigung insgesamt



Zentralbankgeld: Bereitstellung und Verwendung

Mrd €, Monatsdurchschnitte



Deutsche Bundesbank

5 Dez 2022, 10:50:17, K1PR0017A.Chart

- I. **Klassische Geldpolitik**
- II. **Aktuelle Herausforderungen der Geldpolitik**
- III. **Ausblick**

III. Ausblick

Aktuelle Geldpolitik in sehr schwierigem Umfeld

- **Geldpolitik**, aber auch Wirtschafts- und Finanzpolitik, müssen derzeit **zwei Krisen gleichzeitig** bewältigen:
- **Inflationsbekämpfung** hat oberste Priorität für Zentralbanken. **Geldpolitik wirkt** immer nur **zeitverzögert**, akkurate Prognosen aufgrund **hoher Unsicherheit** und möglicherweise **Regimeshift** aktuell aber sehr schwierig.
- Der **Kampf gegen** die derzeit sehr hohe **Inflation nicht ohne Kosten**: Private Haushalte und Unternehmen müssen **höhere Finanzierungskosten** tragen, neben höheren Energie- und sonstigen Kosten. Rezession immer wahrscheinlicher. Zunehmend auch Risiken für die **Finanzstabilität**.

III. Ausblick

Zusätzlich Herausforderung: Wesentliche strukturelle Veränderungen



- **Rahmenwerk der Währungsunion** nach wie vor dringend reformbedürftig. Wirtschaftspolitik und Finanzpolitik dürfen Geldpolitik nicht überfordern.
- Neben den aktuellen Krisen weiterhin **strukturelle Herausforderungen** (4 Ds):
 - **D**eglobalisierung,
 - **D**igitalisierung,
 - **D**emografie,
 - **D**ekarbonisierung... mit Auswirkungen beispielsweise auf Produktionspotenzial, Sparverhalten, Produktivität, Investitionsbedarf, Verschuldung und Inflation.
- **Zukunft des Geldes**: Digitales Zentralbankgeld, private Krypto-Token, Stable Coins.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

... bei Nachfragen:
Deutsche Bundesbank
Hauptverwaltung in Bremen, Niedersachsen, Sachsen-Anhalt
Stab des Präsidenten
Julia von Borstel
Georgsplatz 5
30159 Hannover
Tel.: 0511 – 3033 2280
E-Mail: julia.von.borstel@bundesbank.de

Allgemeine Einführungen in die Volkswirtschaftslehre

- Blanchard, O. G. Illing (2014), „*Makroökonomie*“, Pearson.

Materialien der Bundesbank

- Buch: Geld- und Geldpolitik, Schülerbuch (Stand: Frühjahr 2015), mit ergänzenden Unterrichtsmaterialien
- www.bundesbank.de mit zahlreichen aktuellen Grafiken, Animationsfilmen zu Geld und Inflation, Monatsberichten, Finanzstabilitätsberichten, Geschäftsberichten...
- Newsletter, auch zum Themengebiet ökonomische Bildung:
<https://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Newsletter/newsletter.html>

Sonstige:

- EZB (www.ecb.europa.eu)

Mit Schulabschluss

**Kaufmann/Kauffrau
für Büromanagement**
Mittlerer Bankdienst

Koch/Köchin

**Fachmann/Fachfrau für
Systemgastronomie**

Mit Hochschulreife

**Bachelor of Science
Zentralbankwesen**
(Duales Studium)

**Bachelor of Science
Angewandte
Informatik**
(Duales Studium)

Mit Studienabschluss

**Bundesbank-
Referendariat**

Traineeprogramm

Direkteinstieg

Infos unter:

<http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Bundesbank/Karriere/karriere.html>



- Vielfältige und einzigartige Aufgaben mit internationalem Bezug
- Arbeitsbedingungen des öffentlichen Dienstes
- Gelebte Work-Life-Balance
- Breites Weiterbildungsangebot und Entwicklungsprogramme

ANHANG

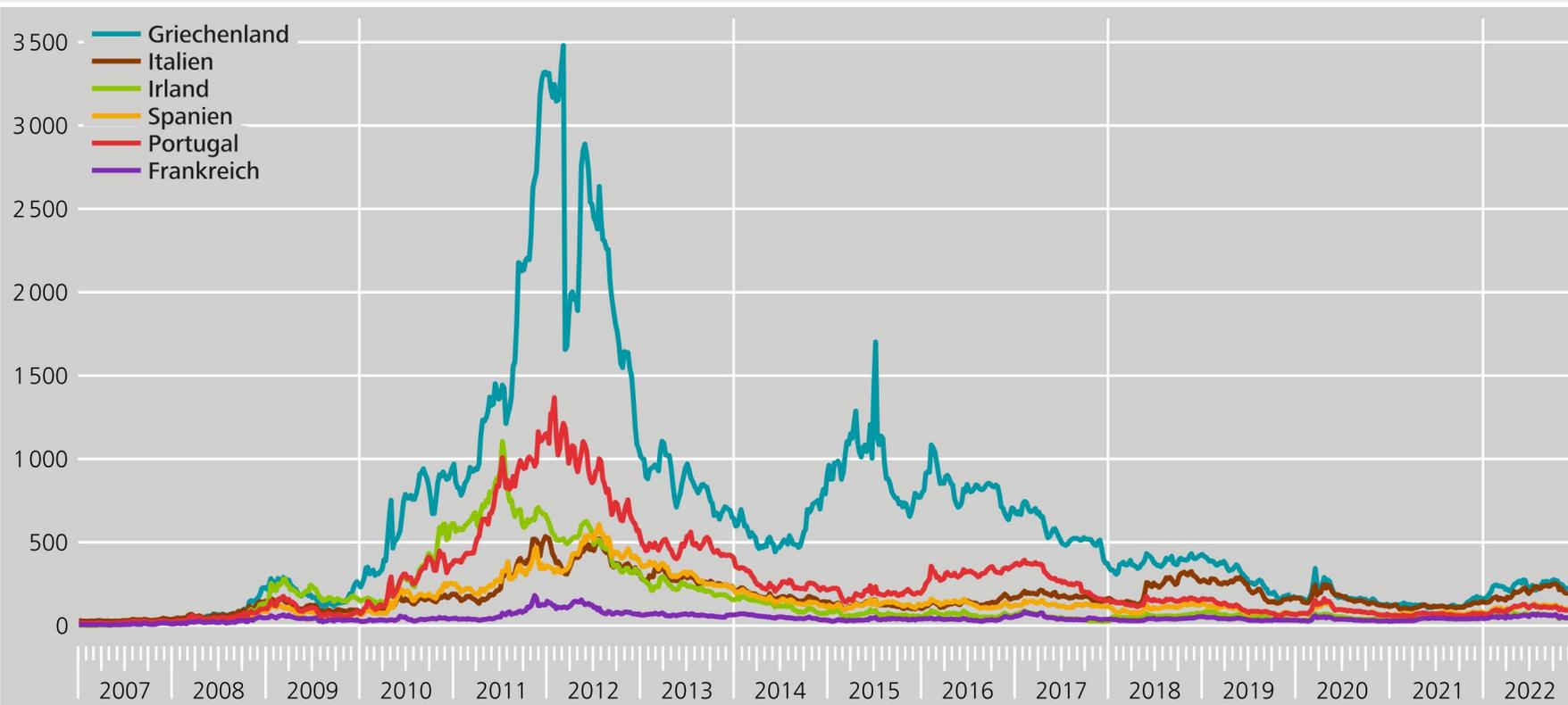


II. Aktuelle Herausforderungen für die Geldpolitik

Staatsanleiherenditen im Euroraum – Störung der geldpolitischen Transmission?

Spread zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Basispunkte, Wochendurchschnitte



Deutsche Bundesbank

5 Dez 2022, 10:50:03, K1PR0015.Chart

Julia von Borstel

08. Dezember 2022

Seite 33

II. Aktuelle Herausforderungen für die Geldpolitik

Wirkungsweise des Quantitative Easing

Zinskanal

- Wertpapierkäufe steigern Nachfrage nach längerfristigen Wertpapieren. Die längerfristigen Renditen sinken und Investitionen seitens der Unternehmen und privaten Haushalte ziehen an.

Portfolio-Rebalancing Kanal

- Verkäufer der Wertpapiere verwenden Mittel zum Kauf anderer Wertpapiere, bspw. Unternehmensanleihen. Diese Renditen sinken ebenfalls.

Kreditkanal

- Verkäufer der Wertpapiere verwenden Mittel zur Kreditvergabe. Zusätzlicher Anreiz zur Kreditvergabe durch negative Einlagenzinsen (Strafzinsen).

Signaleffekte

- Kein Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik erwartet so lange Quantitative Easing anhält. Stärkung der Forward Guidance.

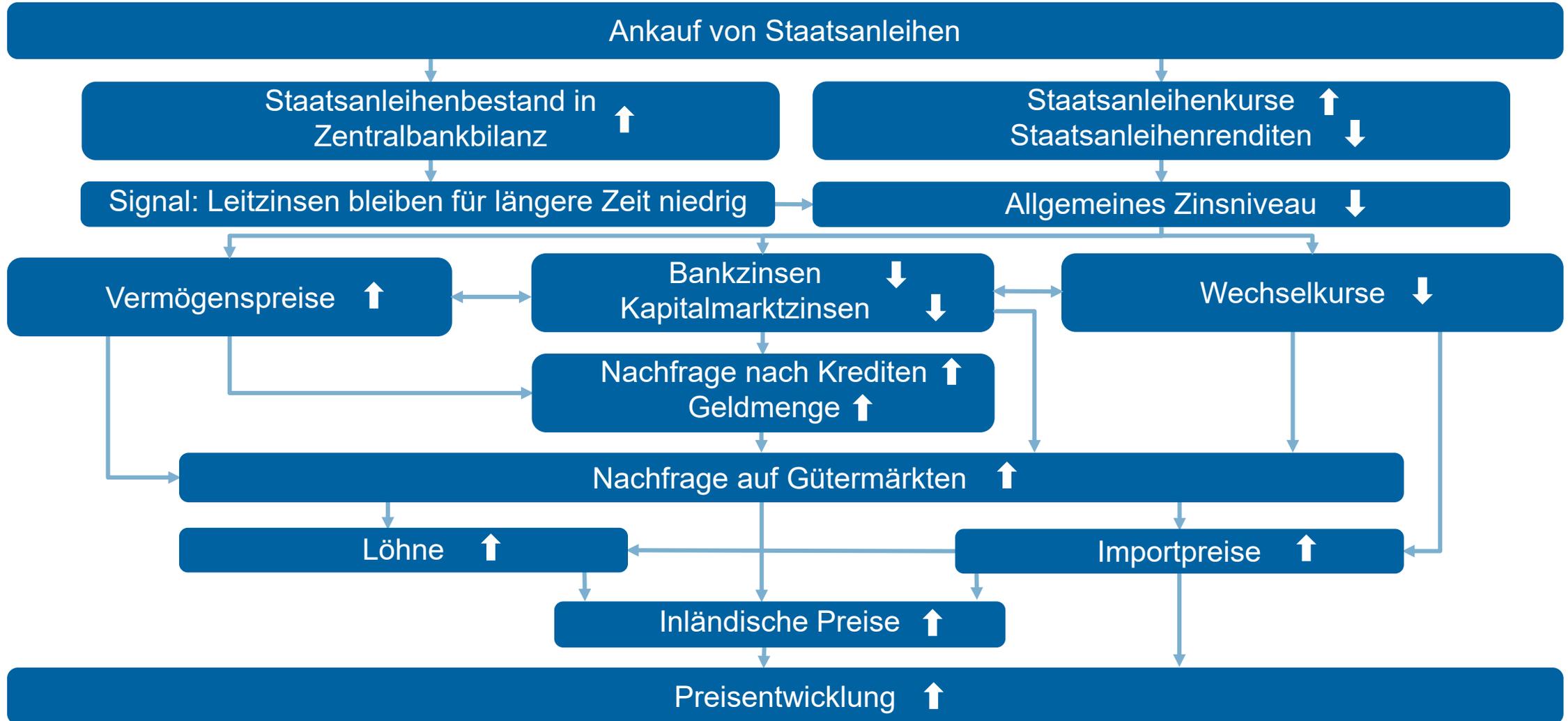
Wechselkurskanal

- Investitionen in Wertpapiere des Euroraums vergleichsweise unattraktiv durch gesunkene Renditen. Investitionen im Ausland lassen Wechselkurs sinken.

Für eine detailliertere Darstellung vgl. auch Deutsche Bundesbank (2016), Zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der quantitativen Lockerung im Euroraum, Monatsbericht Juni 2016, S. 29ff.

II. Aktuelle Herausforderungen für die Geldpolitik

Wirkungsweise des Quantitative Easing

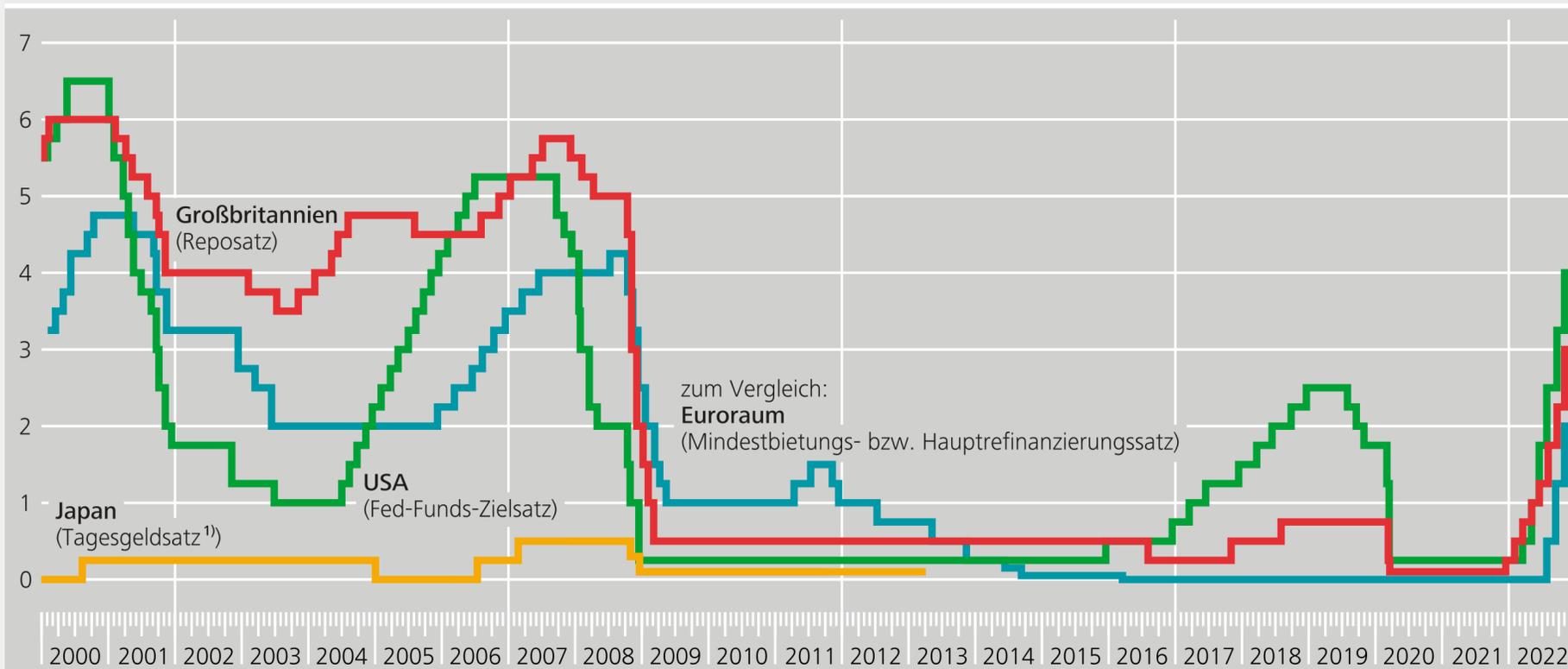


II. Aktuelle Herausforderungen für die Geldpolitik

Internationale Geldpolitik

Leitzinsen im internationalen Vergleich

in %



Quelle: Jeweilige Zentralbank. ¹ Bis 18. März 2001 Tagesgeldzielsatz. Zwischen 19. März 2001 und 8. März 2006 Bestimmung des Tagesgeldsatzes indirekt über das Niveau der Zentralbankguthaben als operative Zielgröße. Danach Rückkehr zu Tagesgeldziel. Ab 4. April 2013 Rückkehr zur Geldbasissteuerung.

Deutsche Bundesbank

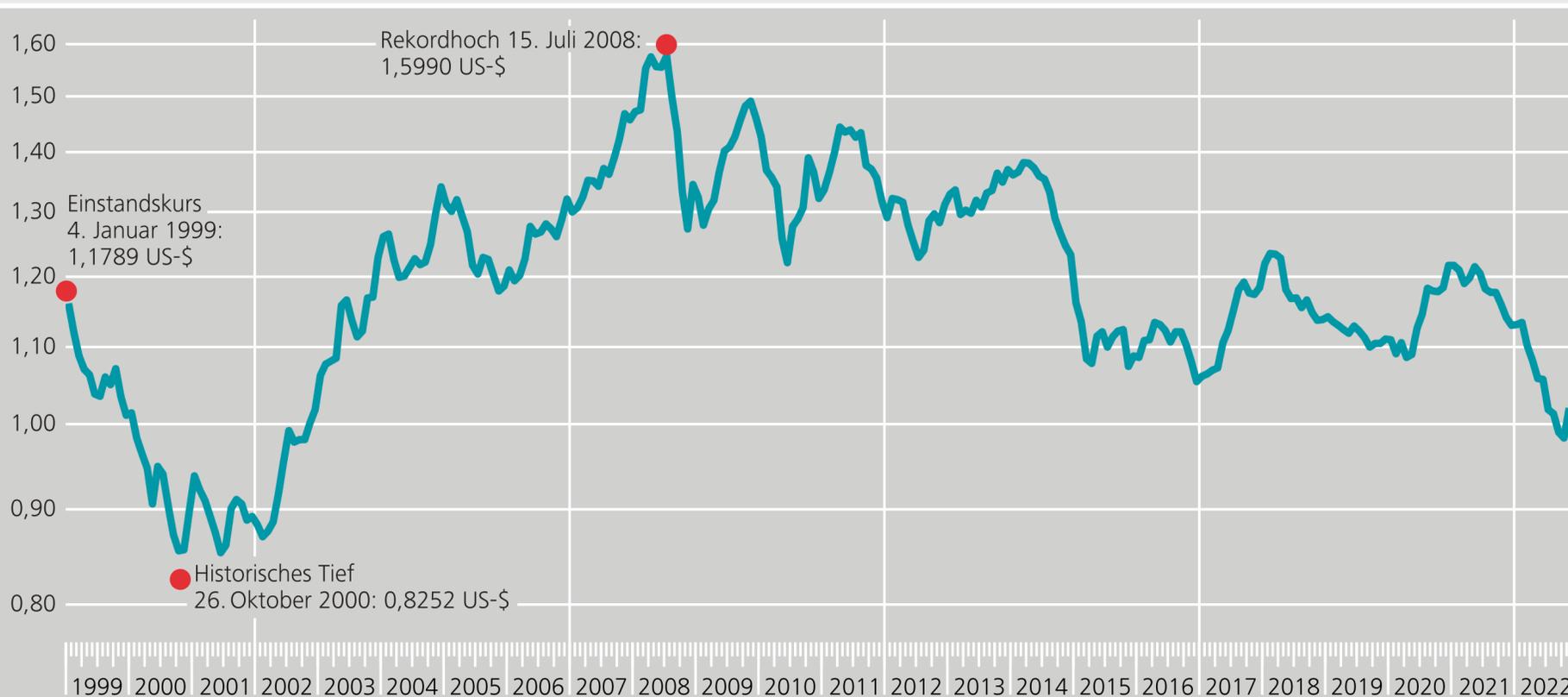
5 Dez 2022, 10:51:29, K1PR0024.Chart

II. Aktuelle Herausforderungen für die Geldpolitik

Euro-Dollar-Wechselkurs

Euro-Referenzkurs der Europäischen Zentralbank, 1 Euro = ... US-Dollar

Monatsdurchschnitte¹⁾, markierte Spitzenwerte: Tageswerte, log. Maßstab



¹ Eigene Berechnung auf Basis der täglichen Euro-Referenzkurse der EZB.
Deutsche Bundesbank

5 Dez 2022, 10:48:20, K1PR0003.Chart

Geldpolitik weltweit

Konkurrenz durch private Währungen – Bitcoin und Co.



Große Schwankungen im Bitcoin/€-Kurs schränken Geldfunktion des Bitcoin ein:

Bisher (bisweilen) einsetzbar als Zahlungsmittel, jedoch wenig tauglich als Recheneinheit oder

Wertaufbewahrungsmittel (vgl. auch Ammous (2018), *Can cryptocurrencies fulfil the functions of money?*, *The Quarterly Review of Economics and Finance* (70), 38-51.).

