

# Geld- und Währungspolitik im europäischen und internationalen Spannungsfeld

Zertifiziert: 100% KI-Frei



Enthält Produktplatzierungen:

Beiträge von AK-Mitgliedern

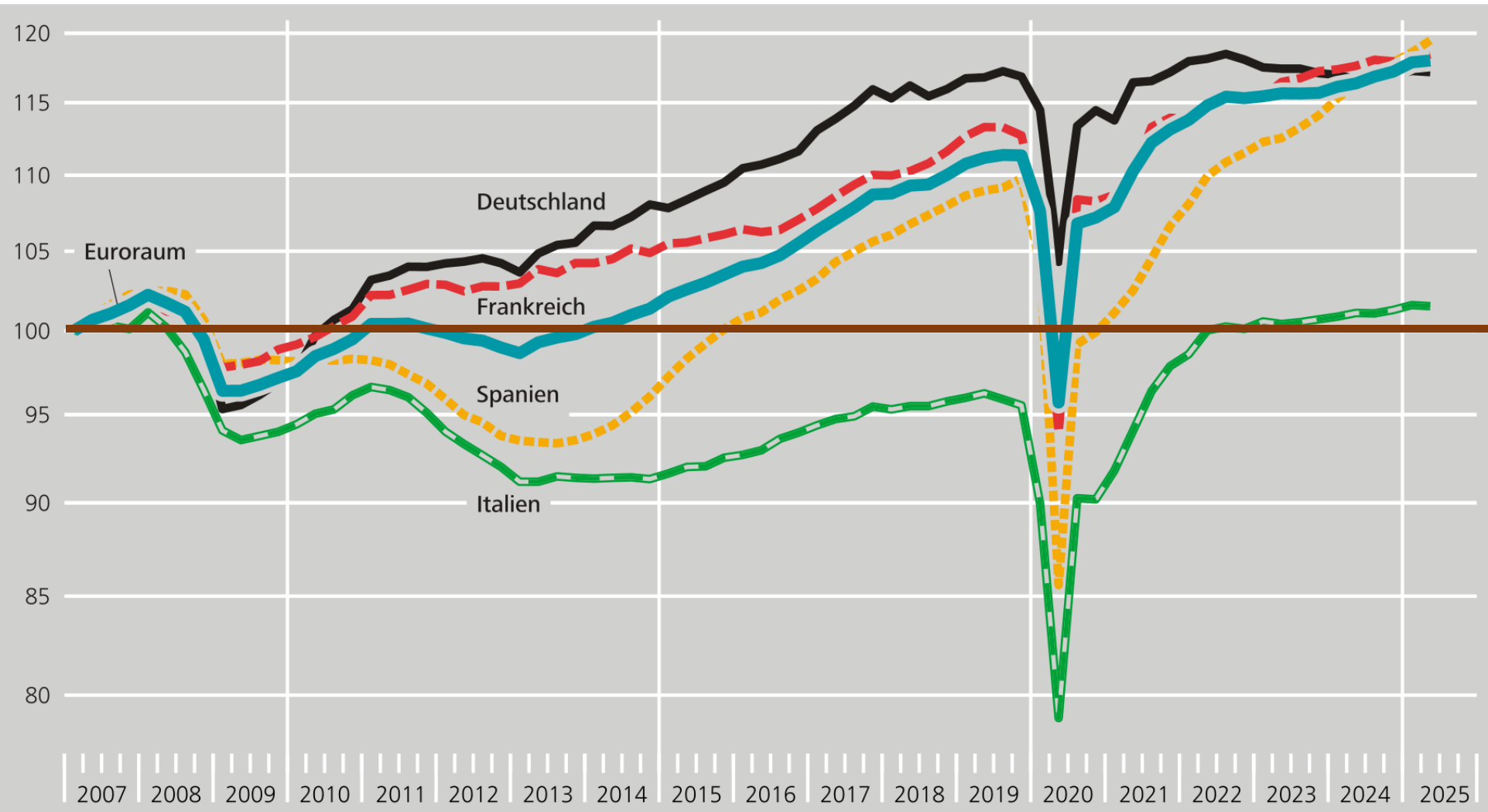


# 1. Wirtschaftliche Lage in Deutschland und im Euroraum

- **Dramatisch** (Fuest 2025)
- **Deutschland: Reales BIP nur auf dem Niveau von 2019**
- Starke Verluste von Produktion und Beschäftigung in der Industrie
- Verlagerung von Arbeitsplätzen in den öffentlichen Sektor, der weniger produktiv ist, und in die Rüstungsindustrie
- Schwache Exporte und Verlust von Marktanteilen, teils preis- und kostenbedingt, teils „marktbedingt“ (Produktpalette, Handelspartner) (Deutsche Bundesbank 2025)
- **Im gesamten Euroraum sieht es nicht viel besser aus**
- **Explodierende Staatsschulden (Frankreich systemkritisches Risiko)**
- **Hohe Handels- und wirtschaftspolitische Unsicherheit**

# 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.

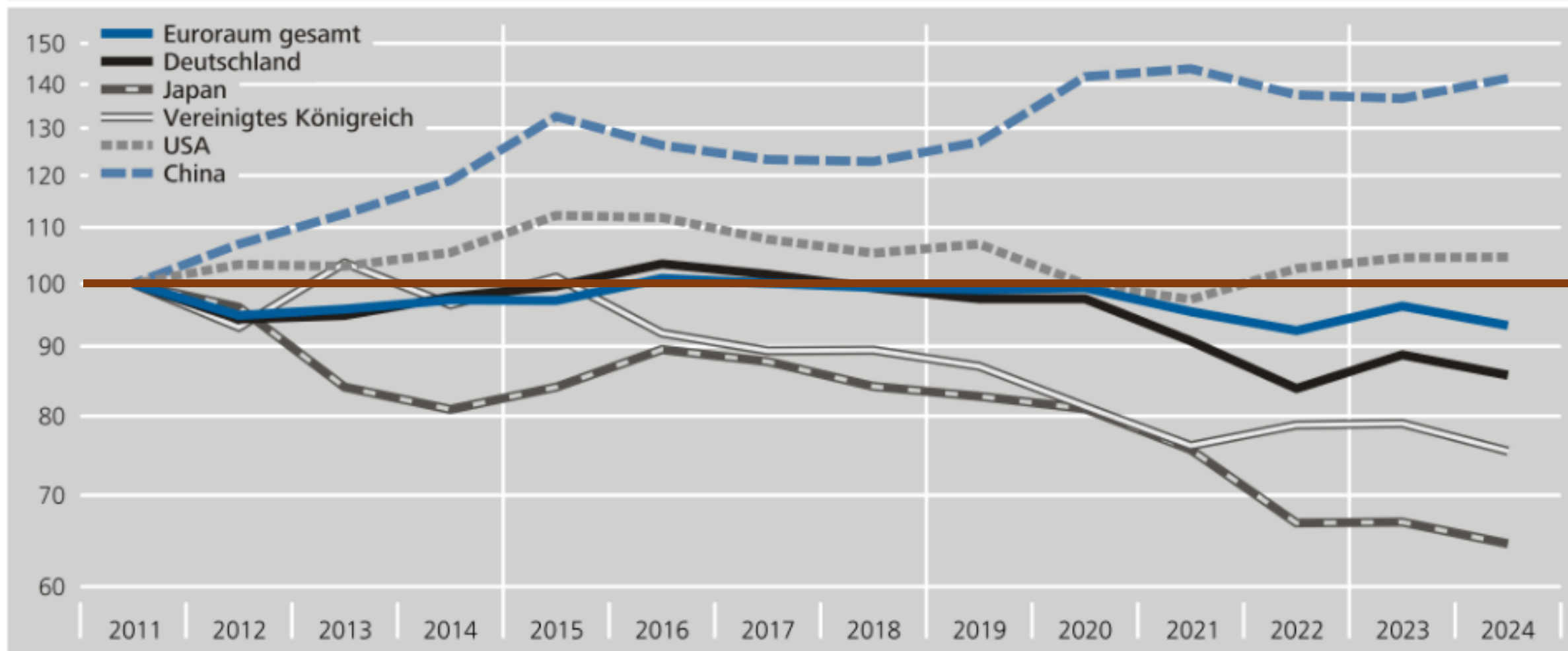
Deutsche Bundesbank

21. Aug. 2025

# Nominale Weltmarktanteile bei Warenexporten

Schaubild 2.1

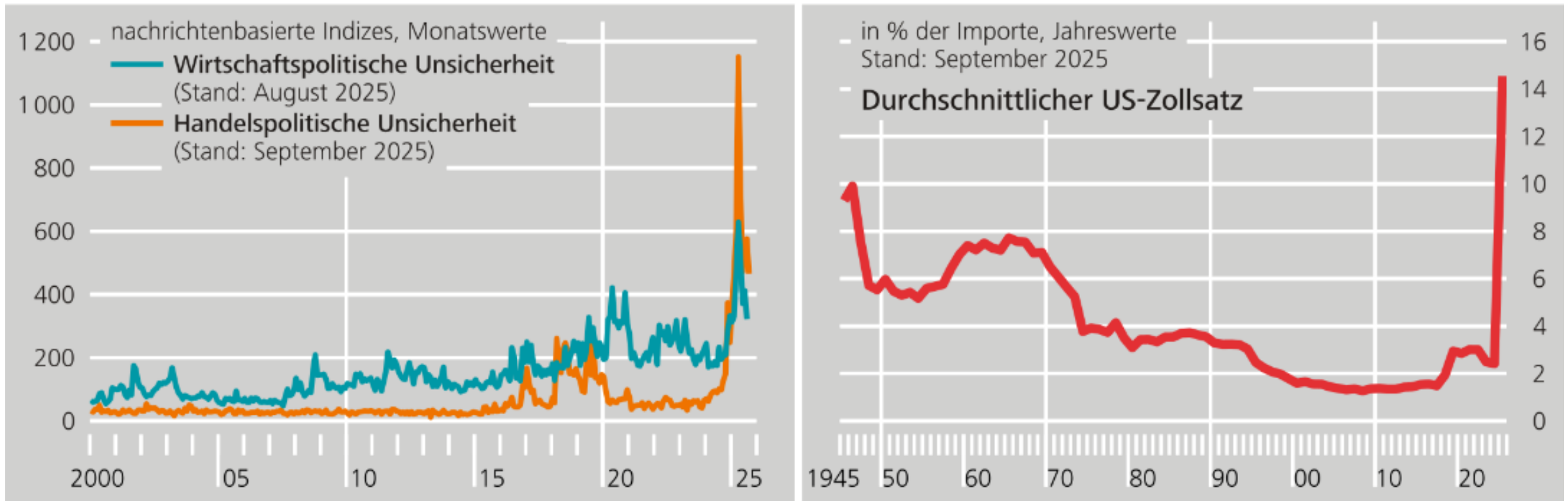
2011 = 100, log. Maßstab



Quelle: Welthandelsorganisation und eigene Berechnungen.

Deutsche Bundesbank

## Wirtschafts- und handelspolitische Unsicherheit sowie US-Zollsatz



Quellen: D. Caldara, M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino, A. Raffo (2020), „The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty“, Journal of Monetary Economics, Vol 109; S. Baker, N. Bloom, S. J. Davis (2016), Measuring Economic Policy Uncertainty, The Quarterly Journal of Economics, Vol 131 No 4; The Budget Lab at Yale University und eigene Berechnungen.

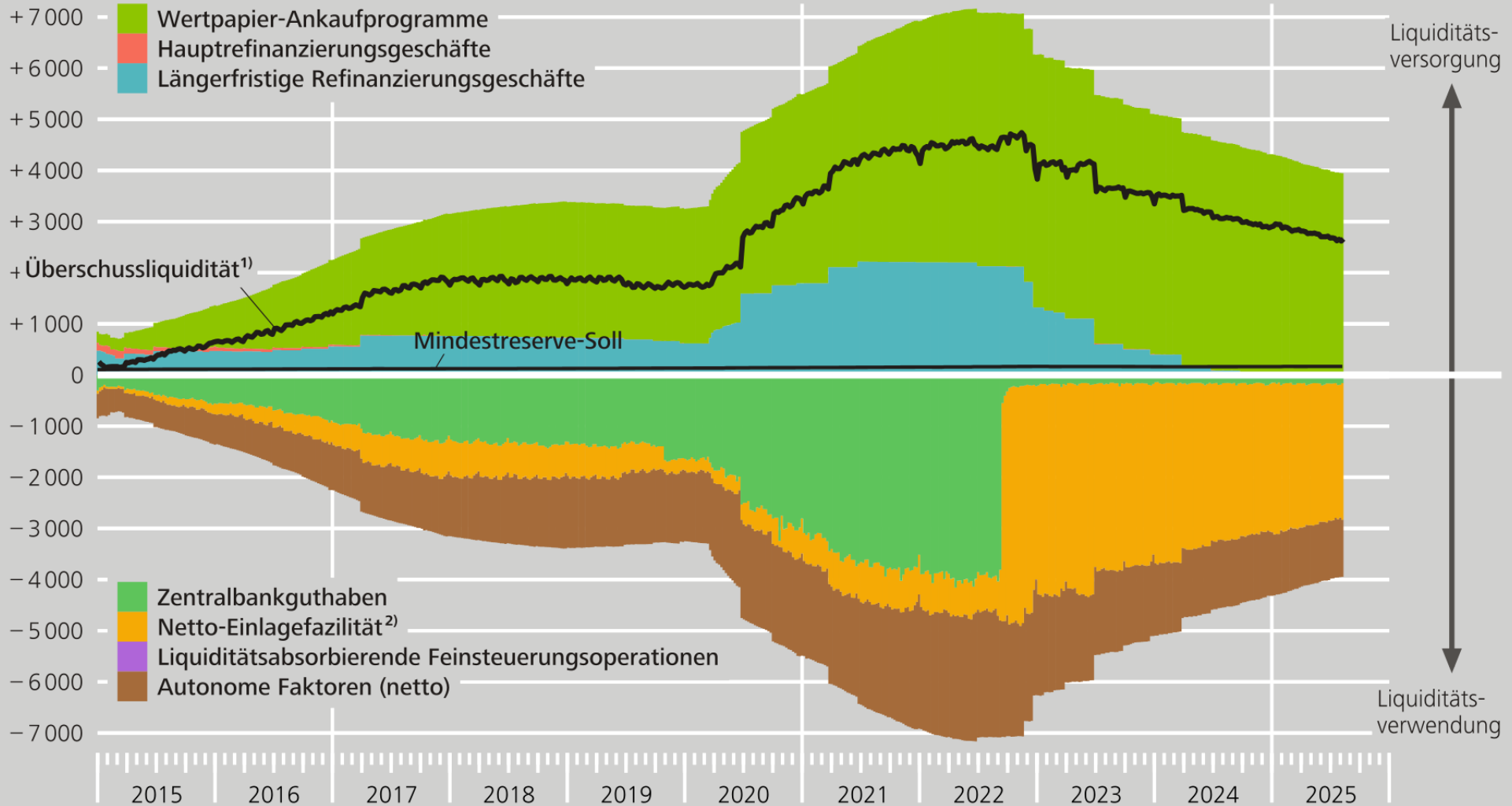
Deutsche Bundesbank

## 2. Was kann die Geld- und Währungspolitik bei struktureller Wachstumsschwäche tun und was sollte sie nicht tun ?

- EZB seit 2008 im „Krisenmodus“
- Weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise (2008-2010)
- Euro-Staatsschuldenkrise (2010-2012)
- 2012-2019 Entspannung an den Finanzmärkten und wirtschaftliche Erholung -> dennoch expansiver Kurs der EZB
- **QE-Programme mit massiven Aufkäufen von Staatsanleihen und Liquidität praktisch zu Null- oder Negativzinsen**
- Die monetären Bedingungen für einen Inflationsschub wurden gelegt (Sinn 2021)

# Liquiditätsversorgung des Euro-Bankensystems und Liquiditätsverwendung

Mrd €, Wochenwerte



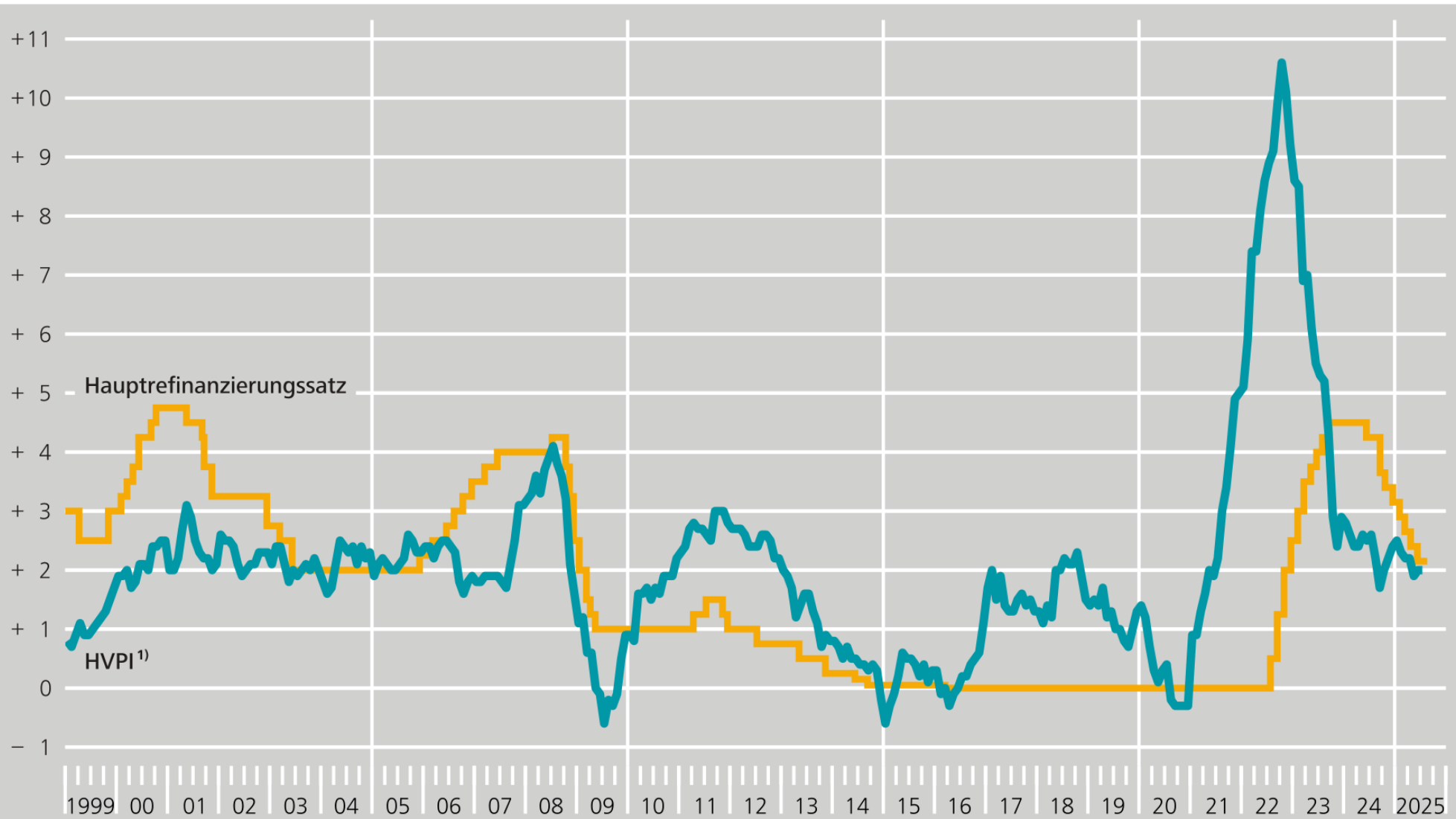
Quelle: EZB. **1** Zentralbankguthaben minus Mindestreserve-Soll plus Einlagefazilität. **2** Einlagefazilität minus Spitzenrefinanzierungsfazilität. Weitere aktuelle Informationen in den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank im Februar, Mai, August und November.

Deutsche Bundesbank

21. Aug. 2025

# Leitzinssatz und Inflationsrate im Euroraum

in %



Quellen: EZB und Eurostat. **1** Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI), monatlich, Veränderung gegenüber Vorjahr.

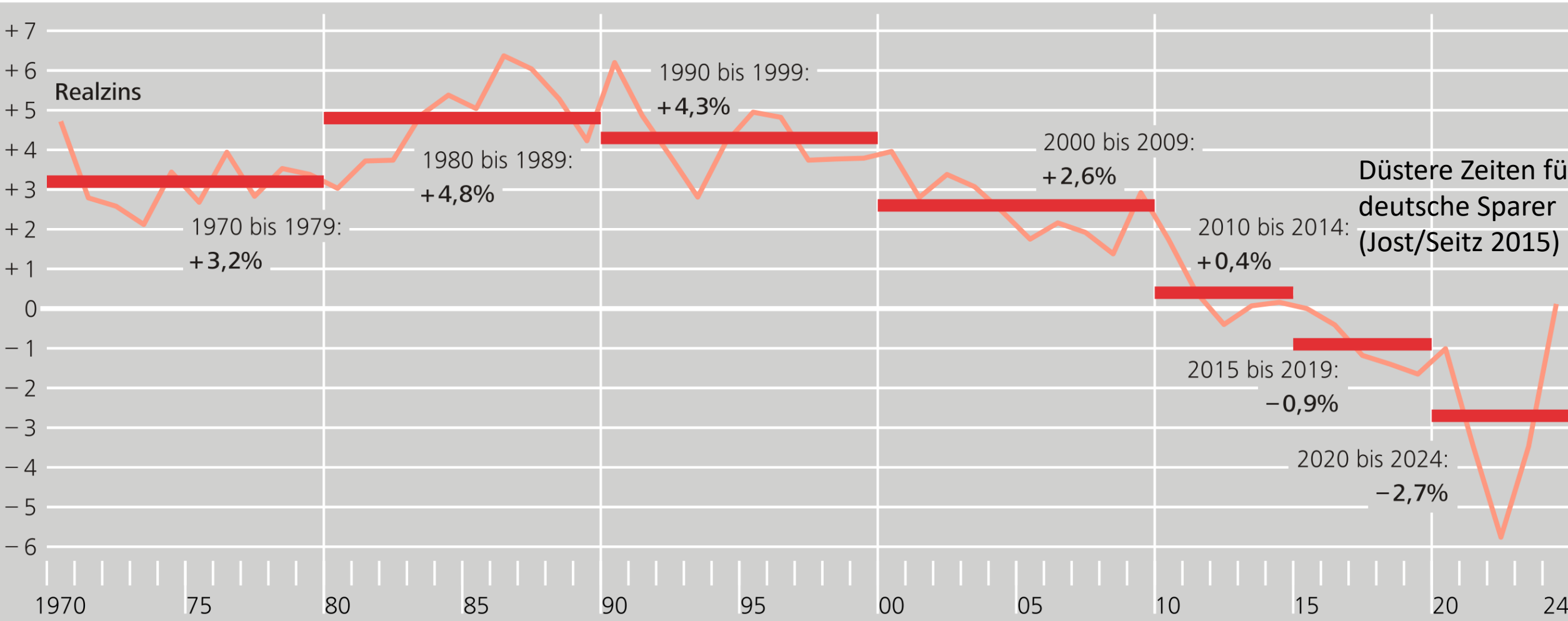
Deutsche Bundesbank

20. August 2025



# Langfristige Durchschnitte des Realzinses in der Bundesrepublik Deutschland

in %



**Realzins** = Differenz aus Kapitalmarktzins und Inflation. **Kapitalmarktzins:** Bis einschließlich 1972 wurden Anleihen der öffentlichen Hand insgesamt einbezogen, von 1973 bis 1989 nur Anleihen mit einer Restlaufzeit von 7 bis unter 15 Jahren und ab 1990 nur futurefähige Bundeswertpapiere mit einer Restlaufzeit von über 9 bis einschließlich 10 Jahren. **Inflation:** Prozentuale Veränderung der Verbraucherpreise auf Jahresbasis – bis 1994 Westdeutschland (bis 1959 ohne Saarland und bis 1961 ohne West-Berlin), danach Deutschland.

Datenquelle: Deutsche Bundesbank

# Warum diese seit langem extrem expansive Geldpolitik?

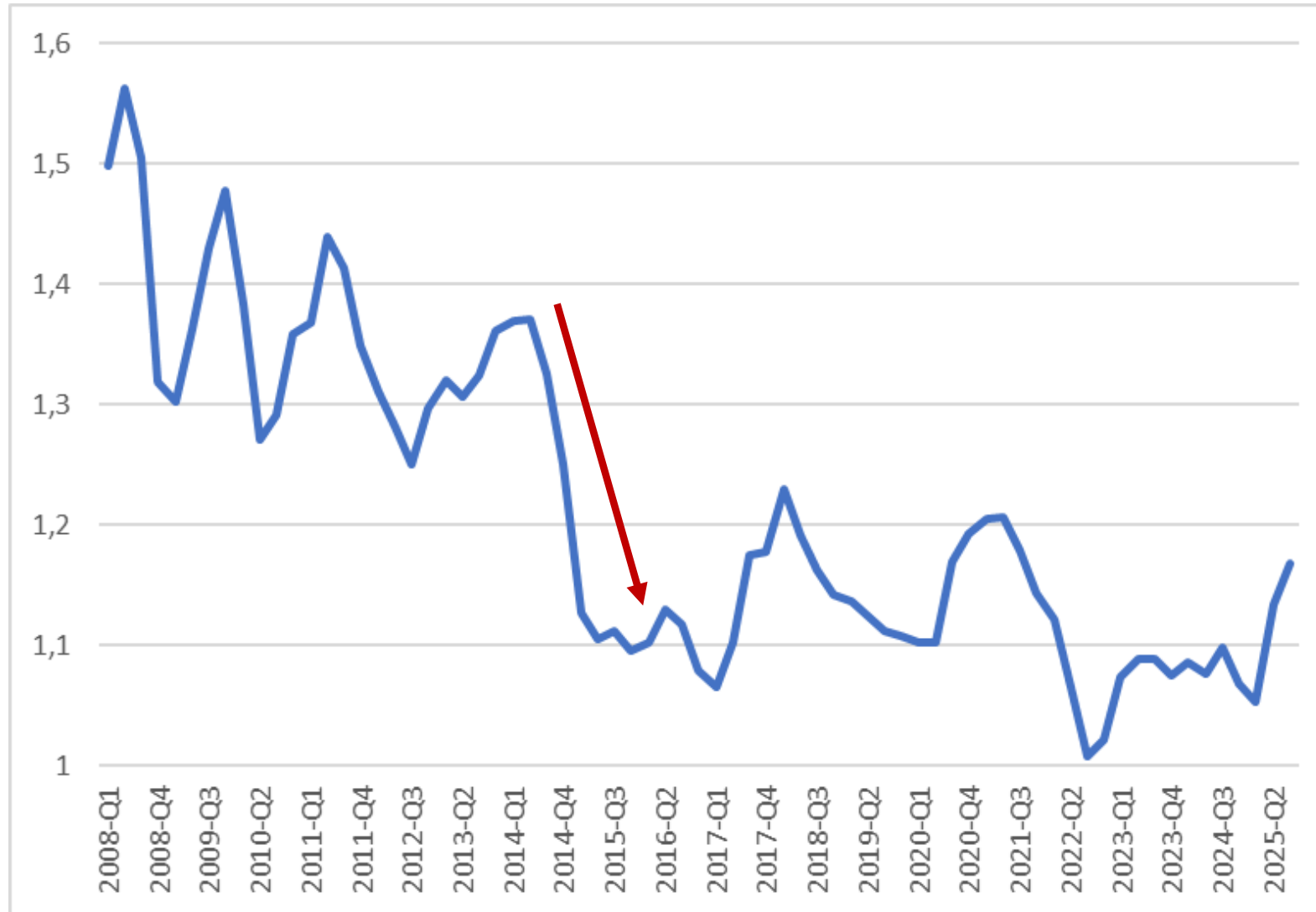
## EZB-Begründungen:

- „Deflationsgefahr“
- „Störung des monetären Transmissionsmechanismus“
- Wirtschaftswachstum ankurbeln durch niedrige Zinsen und Abwertung des Euro
- Inflation auf Zielmarke von 2% anheben

## Und im Zuge des „Whatever it takes“:

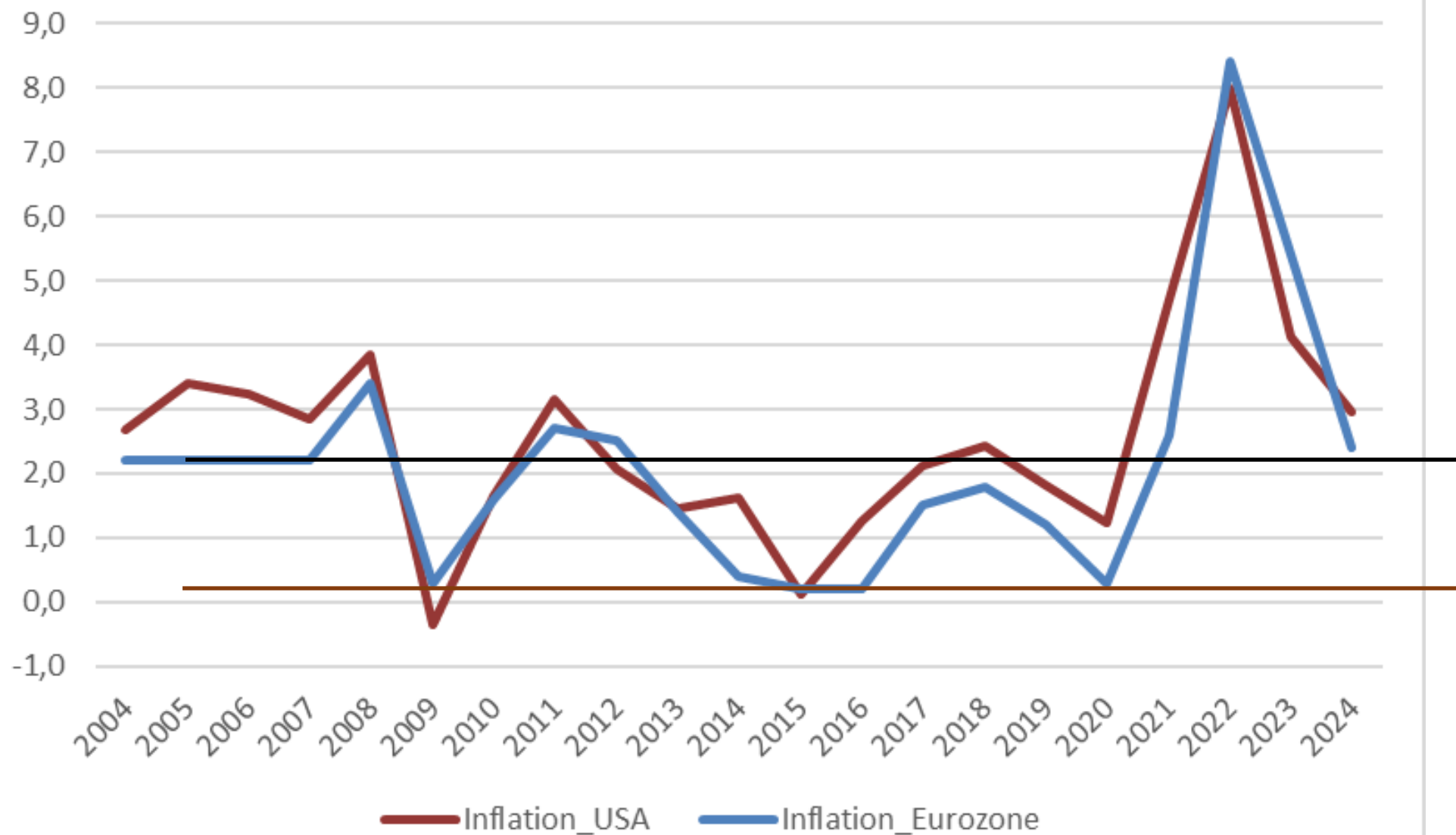
- Massive Finanzierung von Staatsschulden in der Eurozone und Finanzierung von Zahlungsbilanzproblemen von Mitgliedstaaten

# Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar infolge lockerer Geldpolitik der EZB gegenüber der Fed



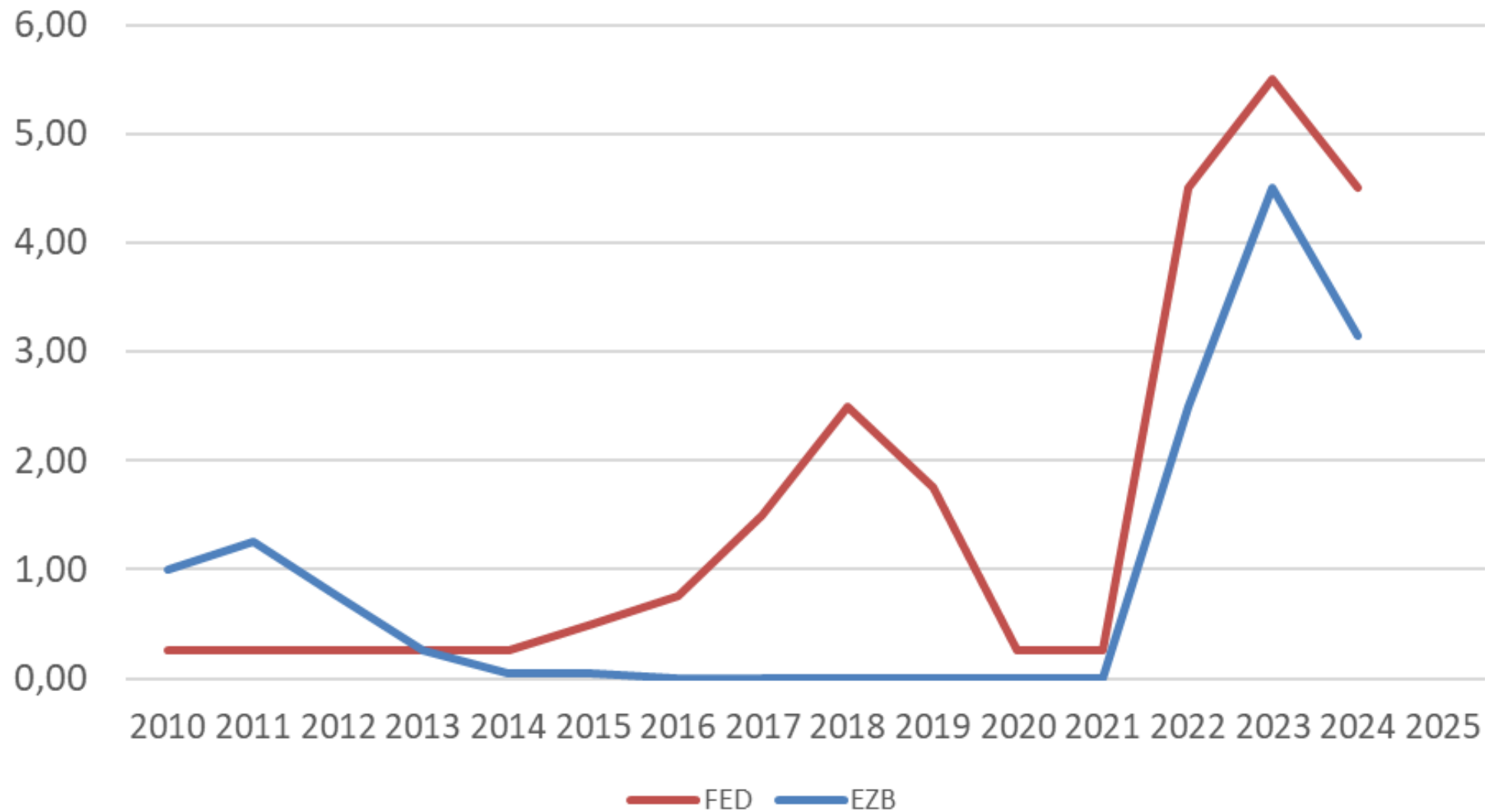
Datenquelle:  
Deutsche  
Bundesbank

## Inflationsraten



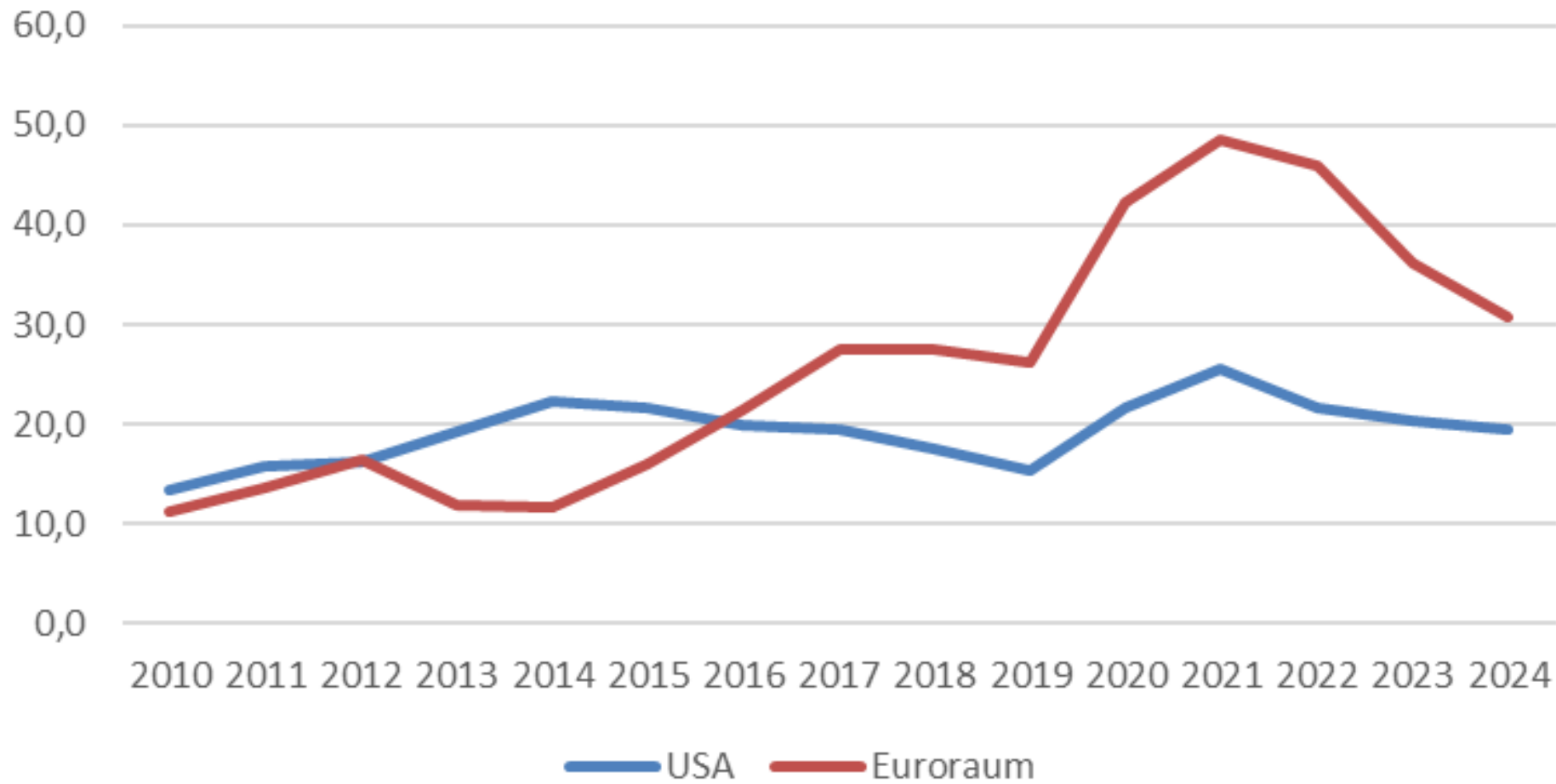
Datenquelle:  
Fed St. Louis,  
Deutsche  
Bundesbank

## Leitzinsen in den USA und im Euroraum



Datenquelle:  
Fed St. Louis,  
Deutsche  
Bundesbank

## Geldbasis (Mo) in Relation zum nominalen BIP



Datenquelle:  
Fed St Louis,  
EZB

# Auswirkungen von QE-Programmen auf reales BIP und Inflation

- Metastudie von Fabo et al. (ECB Working Paper) basierend auf 54 Studien von Zentralbankern und Akademikern
- Studien von Zentralbankern zeigen nur leicht positive Effekte
- Etwas bizarr oder logisch? Zentralbanker, die positiv berichten, waren danach erfolgreicher in ihrer Karriere
- Zentralbank-Leitungen waren stark involviert in die Untersuchungen
- Nur die Hälfte der unabhängigen Forschungsarbeiten konnte positive Effekte nachweisen, die zudem geringer ausfielen als in den Zentralbankstudien
- Gescheitertes Großexperiment (Gubitza et al. 2022)

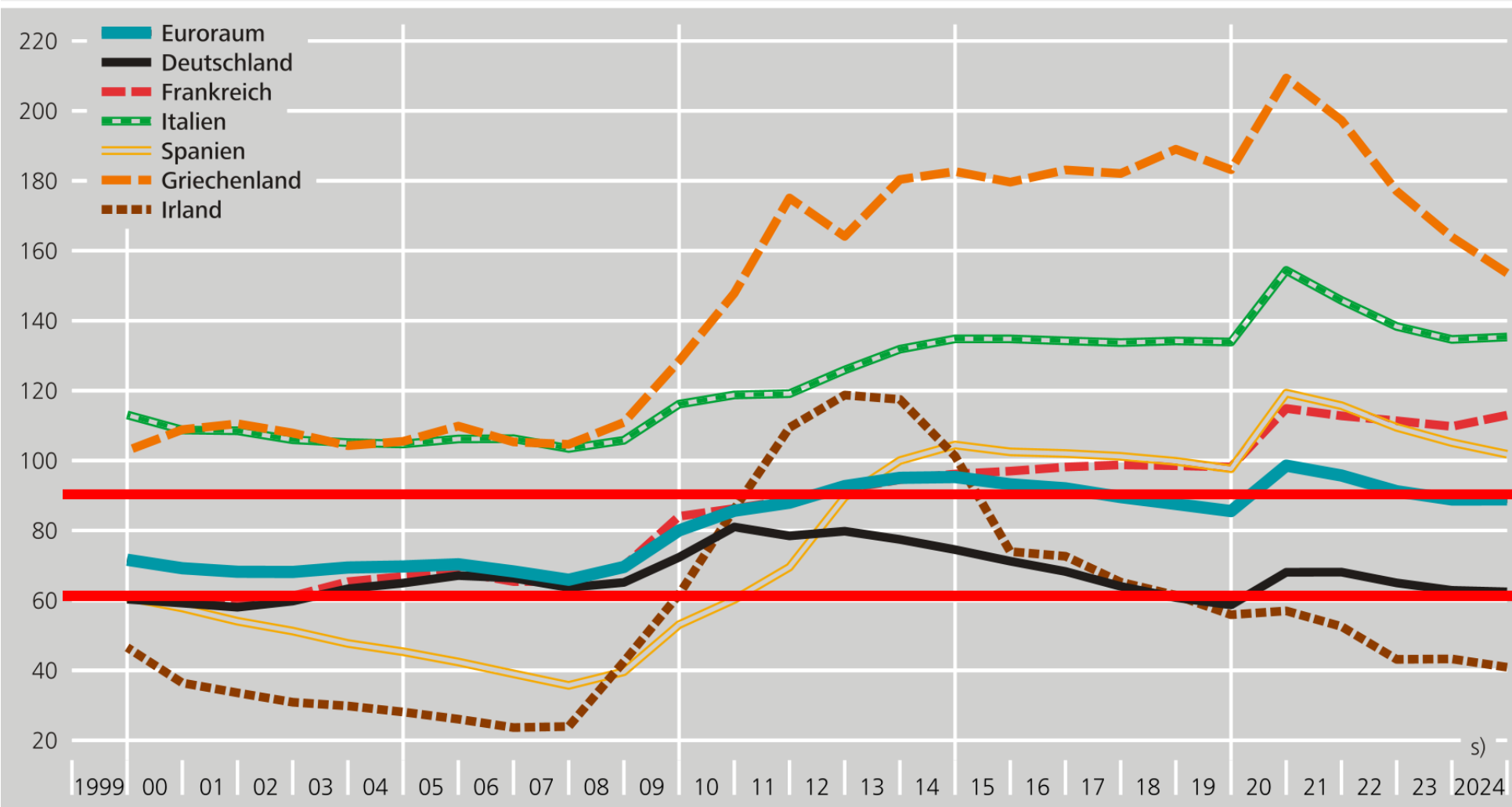
# Negative Nebenwirkungen der stark expansiven Politik

- Verzerrung von Kapitalmarktpreisen (BIS 2025)
- Finanzielle Repression (Rösl/Tödter 2017)
- Verteuerung des Zukunftskonsums (Tödter/Ziebarth 2020)
- Fiscal Dominance (Cochrane, Garicano, Masuch 2025)
- Trotz niedriger Zinsen kein Rückgang der Staatsverschuldung, da Reformen nicht mehr notwendig schienen
- Inflationsschub 2021-24 senkte aber Schuldenquoten um rd. 12 Prozentpunkte
- Unter den großen EU-Ländern konnte einzig Deutschland mit Hilfe verfassungsrechtlicher Verankerung der Schuldenbremse die Schuldenquote senken
- Terms of Trade-Verluste durch reale Abwertung (Wohlstandseinbußen)



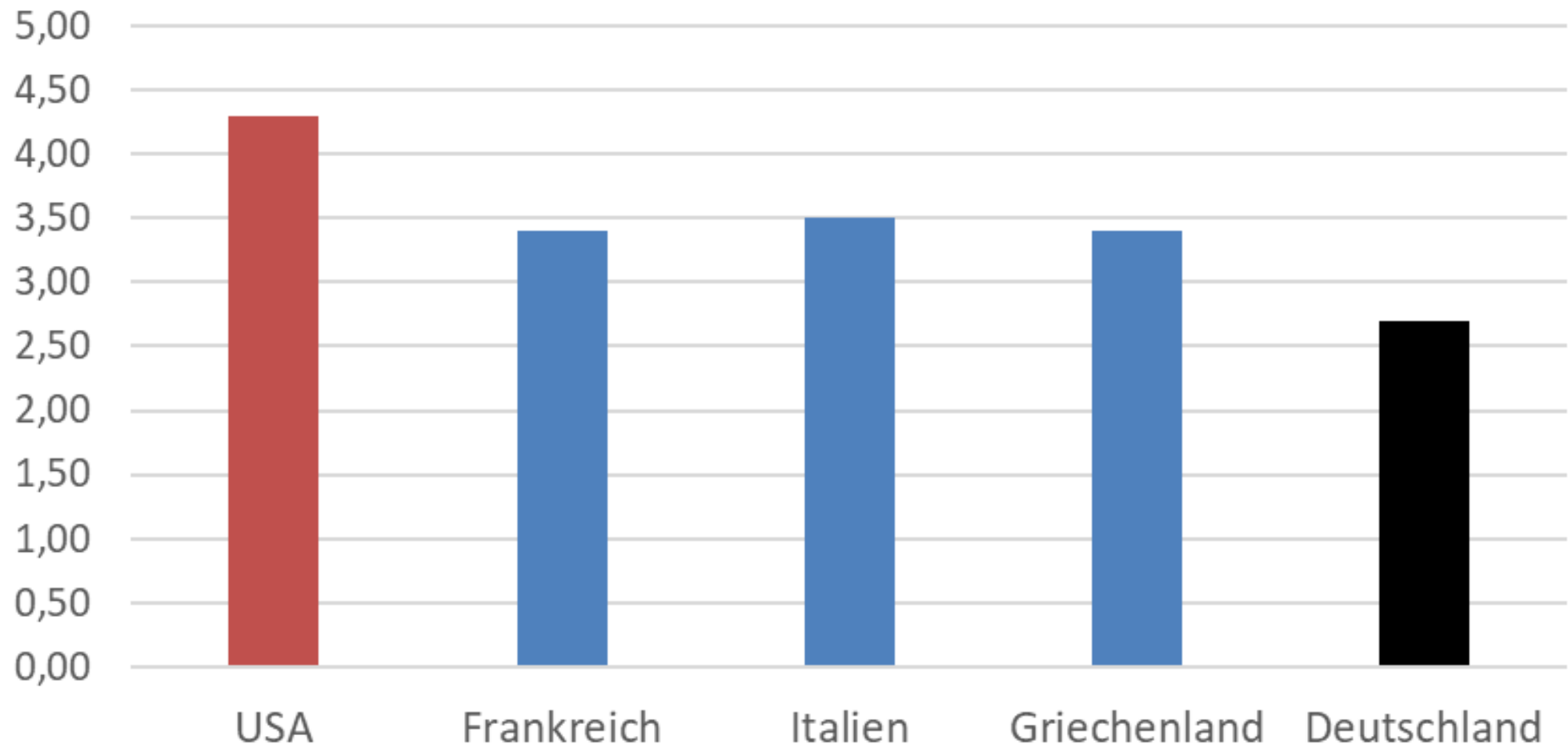
# Staatsverschuldung im Euroraum<sup>\*)</sup>

in % des jeweiligen BIP, Jahresendwerte



Quelle: Europäische Kommission, AMECO-Datenbank. \* Gemäß Maastricht-Abgrenzung (umfasst Gebietskörperschaften und Sozialversicherungen). Die hier verwendeten Angaben der Europäischen Kommission zum Schuldenstand im Euroraum insgesamt enthalten auch die Kreditvergaben zwischen Euro-Staaten. s) Geschätzt.

# Nominale Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in % (August 2025)



# Weitere geldpolitische Lockerung in der Pandemie mit verspäteter Reaktion auf Inflationsschub

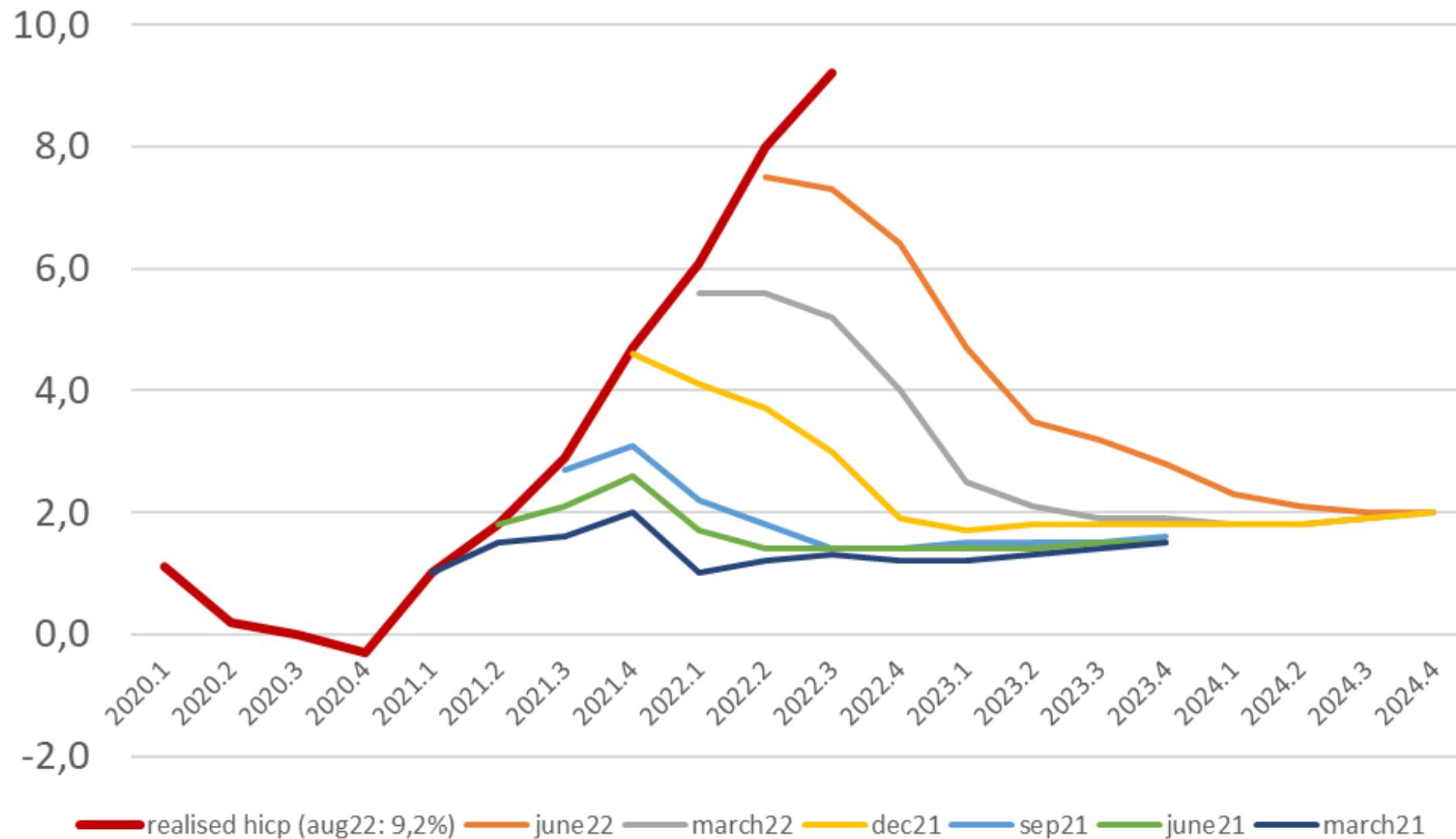
- 2020-2022 Corona-Pandemie
- Ab 2022 Russischer Angriffskrieg gegen die Ukraine und sanktionsbedingte Energiekrise
- Massive Aufkäufe von Staatsanleihen, da Hilfsprogramme der Staaten explodierten
- EZB reagierte zu spät und zu zögerlich auf Inflationsanstieg ab 2021 (Maechler 2024, Tatar/Wieland 2024, Cochrane et al 2025)
- Negativer Angebotsschock trifft auf stark expansive Fiskalpolitik
- Zweitrundeneffekte über hohe Lohnsteigerungen

# Prognosefehler und Fehlinterpretationen der Modelle

- EZB-Prognosen reagierten nicht auf den enormen Preisanstieg
- Strategie des Inflation Targeting basierte auf falscher Diagnose und Prognose und wurde stur weiter verfolgt
- Vierteljährliche EZB-Prognosen 2021 und 2022 sahen die Inflationsrate immer innerhalb kurzer Frist wieder auf Ziel von 2% einschwenken
- Einfache Taylor-Rule-Modelle und mehr Beachtung der aktuellen Daten hätten frühere Reaktion gefordert (Tatar/Wieland 2024, Cochrane/Garicano/Masuch 2025)
- Als die Inflationsrate im Juli 2022 bei 8% lag, waren die Leitzinsen der EZB immer noch bei 0% bzw. negativ (Einlagesatz)

## Realised and projected Inflation

(annual percentage changes, quarterly data, ecb and eurosystem projections)

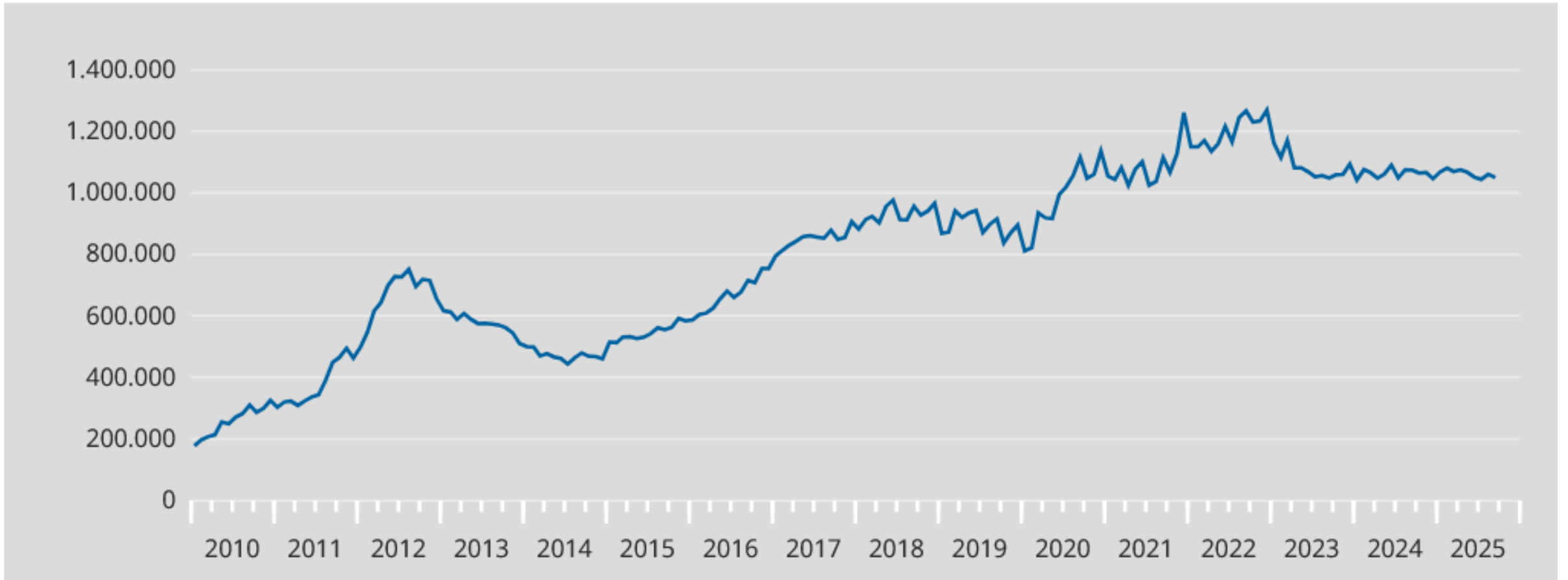


Datenquelle:  
Deutsche  
Bundesbank

## Aktuell weiter expansive Geldpolitik der EZB

- Realzinsen sehr niedrig bzw. negativ
- Anleihebestände und Bankenliquidität weiter sehr hoch
- Eine Rückkehr zu normalen Zeiten mit einer Normalisierung der Geldbasis liegt in weiter Ferne
- Target-Salden weiterhin sehr hoch („Fieberthermometer“ von Spannungen innerhalb des Euroraums)
- Neues Transmission Protection Instrument: „ungerechtfertigte“ Zinsaufschläge von stark verschuldeten Ländern verhindern, ohne wirksame Auflagen

## Target-Saldo der Bundesbank (Mio Euro)



# ECB Strategy Review 2024/25 – Erweiterte Strategie

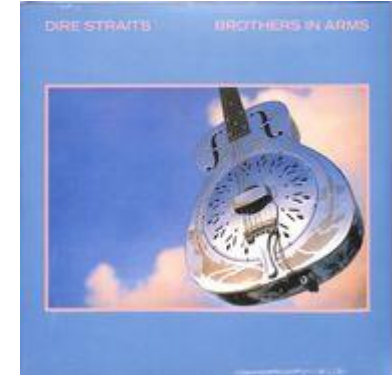
- Materialien von rund 2000 Seiten mit allen Zusatzpapieren
- Weiterhin „Inflation Targeting“
- **Und** -> EZB muss der Retter des Euro, des Wachstums, der Staatsfinanzen und des Klimas sein
- Überschreitung des Mandats
- „Die Selbstüberschätzung der EZB“  
(Jost/Seitz 2015)



# Wachstum über mehr Staatskonsum?

- Dauerhafte Mehrausgaben der Staaten für Umweltschutz, Aufrüstung und vernachlässigte Infrastruktur verlangen Kürzungen in anderen Bereichen des Kernhaushalts
- Wir werden dadurch nicht reicher, eher ärmer
- Potentialschätzungen für Deutschland und Euroraum deprimierend
- Auch wenn der Begriff der Verteidigungsinvestitionen (in Form von „gross fixed capital formation“ bzw. „military inventories“) seinerzeit durch das ESVG 2010 Eingang in die VGR gefunden hat, so bleiben diese ökonomisch betrachtet faktisch Staatskonsum.
- Die damit verbundene Zunahme der Staatsquote absorbiert produktive Ressourcen und entzieht diese damit der Marktallokation. (Ziebarth 2025)

# Geld- und Fiskalpolitik Brothers in Arms ?



# Unglückliche Rolle der Deutschen Bundesbank

- Bundesbank traditionell Mahner gegen Aufblähung der Staatsschulden und Ausgabenwahn in Deutschland und Europa
- Aus gutem Grund war die Position der Bank jahrzehntelang gegen Eurobonds
- Keine gemeinsame Verschuldung (Verantwortung und Kontrolle gehören zusammen)
- Moral Hazard-Problematik
- Bundesbankpräsident Nagel befürwortet jetzt Eurobonds (FAZ 2025)
- Zudem sieht sich die Bundesbank offenbar auch zuständig für alle möglichen Ziele, die aber in den Aufgabenbereich der Politik fallen



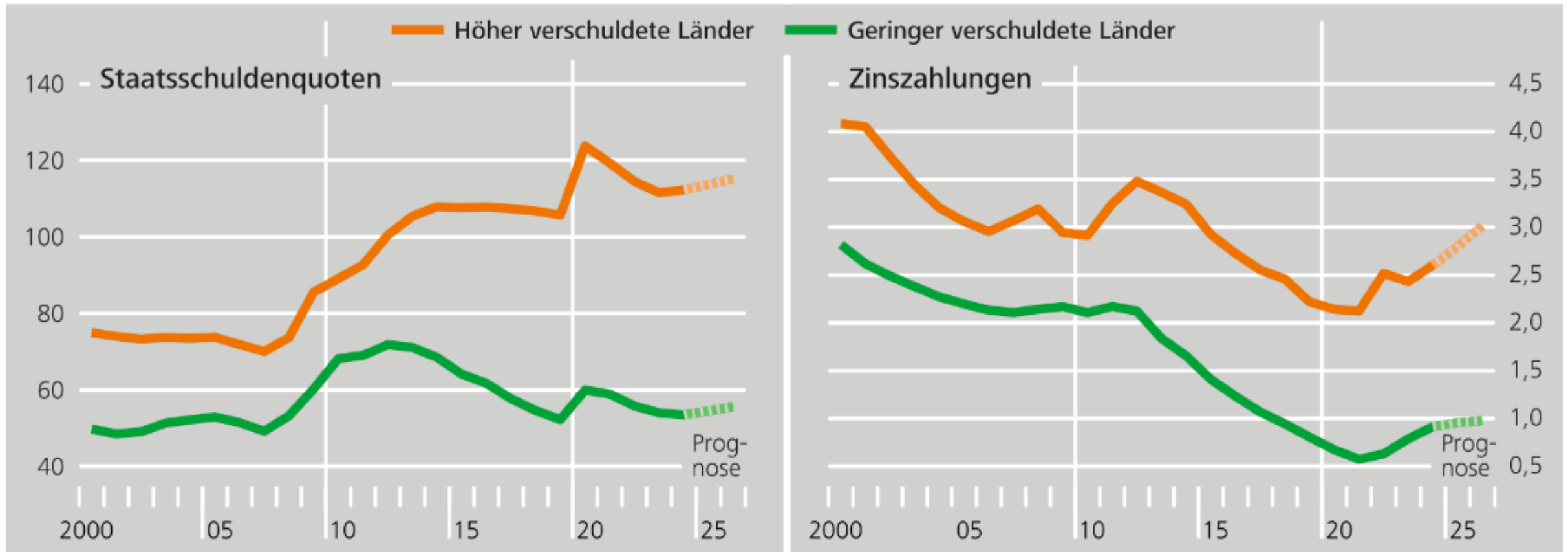


# Notwendige Reformen werden dadurch verhindert

- Wie entsteht langfristiges, nachhaltiges Wachstum?
- Nicht durch anhaltend expansive Geldpolitik (90% der Ökonomen würden dies unterstützen)
- Bildung, Technischer Fortschritt, private Investitionen und Innovationen
- EU-Kommission und EZB: keynesianischer Policy-Mix
- Verzweifelte Versuche über Staatsausgaben das Wachstum ankurbeln
- Schuldenbremsen verhindern keine Investitionen (Schnellenbach 2024, u.a.)
- Haben aber den Vorteil dauerhaft niedriger Zinsen, was Handlungsspielräume auch für den Staatshaushalt eröffnet

# Staatsschuldenquoten und Zinszahlungen in ausgewählten Euro-Ländern

in % des BIP, Stand: 2. Vj. 2025



Quelle: Europäische Kommission und eigene Berechnungen.  
Deutsche Bundesbank



## Neue EU-Regeln des SWP 2024

- Individuelle Aushandlung von „Ausgabenpfaden“ der Länder mit der EU-Kommission -> kompliziert, langwierig, Politikeinfluss
- Sanktionierung wie in der Vergangenheit nicht zu erwarten
- Bei schwachem Wachstum wird 3%-Regel zu weiterem Anstieg der Staatsverschuldung führen
- Gefahr neuer Schuldenkrise und EZB-Rettungsversuchen
- Vorschlag einer einfachen, kontrollierbaren Schuldenregel, die die hohe Verschuldung auch bei schwachem Wachstum senken könnte (Jost/Tödter 2019 und 2023)

# Wir haben noch innovative und leistungsstarke Unternehmen und Arbeitnehmer

- Aber sie wandern zunehmend ab
- Während des reale BIP seit 2019 stagniert eilen die Kurse der DAX-Unternehmen von Rekord zu Rekord
- Sie erzielen aktuell mehr als 80% der Gewinne im Ausland
- Der Mittelstand kann nicht im gleichen Maße verlagern und sollte unbedingt gehalten werden
- Mittelstand für Beschäftigung außerhalb der Ballungszentren wichtig
- Innovativ mit vielen Weltmarktführern
- Für Infrastruktur, Klima und soziale/politische Lage auch auf dem Land förderlich



# Vier Empfehlungen für die Geld- und Währungspolitik:

## (1) Konzentration auf Preisstabilität

- Konzentration auf Hauptziel Preisstabilität
- Zu späte und zu laxe Reaktion auf Inflationsschub (2021-24)
- Notenbank-Unabhängigkeit nur zu rechtfertigen, wenn Sie sich auf ihr ureigenstes Mandat beschränkt
- Zentralbanken können Inflation senken, wenn sie entschlossen handeln
- Fine-Tuning der Inflationsrate auf 2% bei Unterschreitung des Ziels illusorisch
- 2%-Ziel überdenken; Korridor von 1%-2% besser
- Viele negative Nebenwirkungen der laxen Geldpolitik im Finanzsystem und der Realwirtschaft

## Kenneth Rogoff (2025)

- Jahr für Jahr für niedrige Inflation zu sorgen in einer Welt, in der der politische und fiskalische Druck rasant zunimmt, ist kein leichtes Unterfangen
- Das voraussichtliche Ergebnis ist ein weltweiter Anstieg der Verschuldung, der Inflation und der Finanz- und Wechselkurskrisen in Zahlen und Intensität
- Die Vorstellung, wir könnten quasi für alle Zeit in einer Welt mit ultraniedrigen Inflationsraten und Zinssätzen sowie stabilen Wechselkursen zwischen den maßgeblichen Währungen leben, ist Wunschdenken

## (2) Stimulierung der Exporte durch lockere Geldpolitik und Euro-Abwertung nicht zu empfehlen

- Nach der Wirtschafts- und Finanzkrise war Geldpolitik der EZB vergleichsweise lockerer als die der amerikanischen Fed
- QE-Programme umfangreicher, Leitzinsen tiefer
- 2014/15 stärkere Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar, die bis Ende 2024 anhielt
- Könnte Grund für Angriffe von Trump sein, der auf die bilateralen Handelsbilanzen und die Konkurrenz für amerikanische Unternehmen auf Drittmärkten schaut
- Abwertungswettlauf durch USA seit Anfang 2025 -> gezielte Dollarabschwächung
- Gefahr kompetitiver Abwertungsspiralen

### (3) Trennung der Geldpolitik von der Fiskalpolitik

- Klare Trennung zwischen Geld- und Fiskalpolitik wieder herstellen
  - Unterstützung fiskalischer Impulse kann leicht die Inflation treiben
  - Keine „Waffenbruderschaft“ mit Fiskalpolitik
  - Hohe Staatsverschuldung birgt Risiken für erneute Staatschuldenkrise
  - EZB setzt sich selbst unter Druck
- 
- Besser: Mahner für Reformen und nachhaltige, nicht schuldengetriebene Fiskalpolitik
  - Strukturreformen zentraler Lösungsansatz

## Otmar Issing (2025)

Mit der Erklärung zum **Transmission Protection Instrument (TPI)** vom Juli 2022 hat die EZB angekündigt, in eigener Vollmacht als unangemessen angesehene Zinsaufschläge für einzelne Staatsanleihen über den Ankauf entgegenzuwirken. Dieses Vorhaben steht im Gegensatz zu Draghis Ankündigung erst nach Einbeziehung anderer EU-Institutionen zu handeln, nachdem also ein Anpassungsprogramm mit dem ESM mit „effektiver und strikter“ Konditionalität vereinbart wurde.

**Damit hat die EZB die Grenze zur Finanzpolitik wohl klar überschritten**

(verkürztes Zitat von O. Issing, Juli 2025, FAZ)

## (4) Keine Wachstumsillusion schaffen

- Zentralbanken können kein nachhaltiges längerfristiges Wachstum erzeugen, wohl aber günstige Rahmenbedingungen schaffen
- Wirtschaft braucht ruhiges Umfeld und keine hyperaktive Geld- und Fiskalpolitik, die mehr verspricht, als sie halten kann (BIZ Report 2024)
- Preisstabilität weiterhin zentrale Grundlage für Freiheit und Wohlstand