

Karlheinz Ruckriegel, Franz Seitz\*

## Die Bedeutung der Geldmenge für eine moderne Geldpolitik

In Wissenschaft und Praxis wird die Rolle der Geldmenge für die Geldpolitik kontrovers diskutiert. Allerdings wird oftmals nicht klar, auf welcher Ebene des geldpolitischen Transmissionsprozesses die Geldmenge anzusiedeln ist, was nicht nur zu Verwirrungen, sondern auch zu falschen Schlüssen führen kann. Zudem wird häufig ein Modell verwendet, das der Fragestellung nicht angemessen ist. Der vorliegende Beitrag versucht, diesen „Nebel zu lichten“.

### Die unterschiedlichen Ebenen der Geldpolitik

Es wird immer wieder die Meinung vertreten, die Geldmenge spiele für die Geldpolitik keine Rolle (mehr), da Zentralbanken mit ihren geldpolitischen Operationen die kurzfristigen Zinsen steuern. Es reiche aus, die Geldpolitik über eine Reaktionsfunktion für die kurzfristigen Zinsen zu modellieren, statt, wie immer noch in vielen Lehrbüchern, eine exogene, d.h. von der Zentralbank festgesetzte Geldmenge, zu unterstellen. Diese Argumentation ignoriert wichtige Funktionen der Geldmenge und bringt verschiedene Ebenen durcheinander, die bei der Durchführung der Geldpolitik zwingenderweise zu unterscheiden sind.

Auf der Instrumentenebene entscheidet eine Zentralbank über den Einsatz ihrer geldpolitischen Instrumente. Heutzutage handelt es sich dabei um Mindestreserven, Offenmarktgeschäfte und Ständi-

ge Fazilitäten.<sup>1</sup> Auf dieser Ebene legt die Zentralbank auch den Zielzinssatz für den Tagesgeldmarkt fest. Im Eurosystem übernimmt diese Funktion der Hauptrefinanzierungssatz, beim Federal Reserve System das explizite Federal Funds Rate Target.

Als operatives Ziel fungiert der Zinssatz für Tagesgeld am Interbanken-Geldmarkt (operative Ebene). In der EWU kommt diese Rolle dem EONIA (Euro Overnight Interest Average), in den USA der Federal Funds Rate zu. Der Tagesgeldsatz kann im Rahmen des Liquiditätsmanagements der Zentralbank mit Hilfe der geldpolitischen Instrumente kontrolliert und gesteuert werden.<sup>2</sup>

Auf der Indikatorebene geht es um Variablen, die frühzeitig Informationen darüber liefern, wie das operative Ziel anzupassen ist, um das Endziel zu erreichen. Dabei kann es sich um reale oder monetäre Größen handeln. Zu denken ist hier etwa an Realzinsen und den Auslastungsgrad des Produktionspotenzials (Output Gap) einerseits oder an Wechselkurse und die Kredit- und Geldmengenentwicklung andererseits. Fungiert eine derartige Variable sogar als Zwischenziel (wie z.B. die Geldmenge bei der Deutschen Bundesbank bis zum Beginn der Europäischen Währungsunion), sollte sie nicht nur frühzeitig verfügbar sein

und einen möglichst stabilen oder zumindest prognostizierbaren Zusammenhang zum Endziel aufweisen, sondern auch hinreichend von der Zentralbank beeinflusst werden können. Die Unterscheidung zwischen der operativen und der Indikatorebene macht bereits deutlich, dass eine fehlende Berücksichtigung von „Geld“ auf der operativen Ebene nicht zwangsläufig gleichbedeutend mit der Nichtbeachtung von Geldmengenentwicklungen im Allgemeinen ist.

Auf der Endzielebene geht es um die letztlich von der Zentralbank anzustrebenden Ziele. Hier hat sich in den letzten Jahrzehnten in Theorie und Praxis als Konsens herausgebildet, dass sich Zentralbanken vorrangig auf die Bekämpfung von Inflation konzentrieren sollten.<sup>3</sup> Als Zeithorizont sollte dabei eine mittelfristige Perspektive zugrunde gelegt werden. Alle anderen Ebenen sind letztlich dieser Ebene unterzuordnen.

### Informationsgehalt der Geldmenge

In der Strategie des Eurosystems erscheint die Geldmenge lediglich im Rahmen der langfristigen monetären Säule. Dazu führt die EZB eine monetäre Analyse durch. Diese geht weit über die Untersuchung einer einzelnen Geldmengengröße hinaus. Sie umfasst unterschiedliche Geldmengenaggregate und ihre Teilkomponenten, die Bilanzgegenposten, insbesondere die Kreditentwicklung in all ihren Facetten sowie Finanzströme und Vermögenspreise. Auch die Analy-

<sup>1</sup> Siehe dazu ausführlich E. Görgens, K. Ruckriegel, F. Seitz: Europäische Geldpolitik, 4. Aufl., Stuttgart 2004, Kap. II.3.

<sup>2</sup> Zu einem internationalen Vergleich der operativen Umsetzung der Geldpolitik siehe K. Ruckriegel, F. Seitz: Die operative Umsetzung der Geldpolitik: Ein Vergleich zwischen Eurosystem, Fed und Bank of England, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 86. Jg. (2006), H. 8, S. 540-548.

<sup>3</sup> Vgl. E. Görgens, K. Ruckriegel: Brauchen wir eine Zentralbank – und was braucht eine Zentralbank?, in: WiSt, 35. Jg. (2006), S. 194-199.

\* Wir danken J. Clostermann, E. Görgens, G. Rösl und K.-H. Tödter für wertvolle Hinweise und Anregungen.

se verschiedener Geldlücken ist Teil der monetären Analyse. Mehr oder weniger aufmerksam beobachtet wird die monetäre Entwicklung allerdings von allen Zentralbanken. So räumt z.B. die Bank of England der Geldmengenentwicklung in ihren Inflationsberichten stets ein eigenes Kapitel ein.

Welchen Stellenwert sollte aber die Geldmengenentwicklung bzw. eine monetäre Analyse in Zentralbanken idealerweise einnehmen? Oder anders formuliert: Welchen Sinn macht es, besonderes Augenmerk auf die Geldmenge zu legen? Dafür ist es notwendig, sich den unterschiedlichen Indikatorfunktionen der Geldmenge zuzuwenden. Dabei steht die Rolle der Geldmenge als Frühindikator und als Wirkungsindikator im Mittelpunkt.

Zunächst soll auf die Indikatorfunktion für die zukünftige Preisentwicklung eingegangen werden. Es ist unter Ökonomen unbestritten, dass Inflation auf Dauer ein monetäres Phänomen darstellt, d.h. auf eine im Vergleich zu den Wachstumsmöglichkeiten der Wirtschaft übermäßige Ausweitung der Geldmenge zurückzuführen ist. Dieser Geldmengen-Preis-Zusammenhang ist empirisch immer wieder bestätigt worden.<sup>4</sup> Wichtig und von Vorteil ist in diesem Kontext, dass auf langfristige Beziehungen und Trendverläufe abgestellt wird. Unabhängig von der Festlegung des operativen Ziels muss Inflation also als monetäres Phänomen aufgefasst werden. Ist die Geldnachfrage stabil, liefert die Geldmenge der Geldpolitik frühzeitige und zuverlässige Informationen über drohende Inflationsgefahren. Dieser

Aspekt ist nicht hoch genug einzuschätzen, da Preisstabilität das primäre Endziel von Zentralbanken ist, Geldmengendaten zeitnah und zuverlässig verfügbar sind und damit ein (wünschenswerter) längerfristiger Zeithorizont der Geldpolitik angelegt ist. Es ist vor diesem Hintergrund vollkommen verständlich, dass mit dem inzwischen zum Standardmodell avancierten nekeynesianischen Makromodell versucht wird, Inflation rein realwirtschaftlich, d.h. allein über einen positiven Output Gap, zu erklären.<sup>5</sup> Das bedeutet nämlich, über Inflation, also letztlich den „Preis des Geldes“ zu diskutieren, ohne über dessen Volumen, also die Geldmenge, Aussagen zu treffen. Diese Situation ist ähnlich der eines Unternehmers, der meint, der Preis seiner Produkte sei unabhängig von der produzierten Menge. Da Inflation ohne Geldzuwachs auf Dauer nicht möglich ist, muss der Geldmenge in der geldpolitischen Praxis ebenso wie in der Geldtheorie eine spezielle Bedeutung zukommen. „Inflationieren“ bedeutet „aufblasen, vermehren“, und was in unserem Zusammenhang mehr wird, ist die Geldmenge, um eine bestimmte Gütermenge zu kaufen.

#### Gründe für eine monetäre Analyse

Eine monetäre Analyse kann darüber hinaus aber auch noch aus weiteren Gründen angezeigt sein:

Speziell enge Geldmengenaggregate mit hohem Liquiditätsgrad (z.B. M1 oder Divisia-Aggregate, d.h. nach ihrem Liquiditätsgrad gewichtete Vermögenswerte) können nützliche Informationen über die in naher Zukunft zu erwartende kon-

junkturale Entwicklung (z.B. das BIP-Wachstum) enthalten, da sie in einer engen Beziehung zu den Ausgaben der Wirtschaftssubjekte stehen.<sup>6</sup> Damit eng zusammen hängt die Signalfunktion der Geldmenge für die vorherrschenden ökonomischen Bedingungen. Ein Charakteristikum dieser Bedingungen (z.B. des Output Gap) ist gerade, dass sie nicht direkt beobachtbar und schwer messbar, vor allem in Echtzeit, sind. Frühzeitig verfügbare Geldmengendaten informieren über die realwirtschaftliche Aktivität, da die Geldmenge einerseits die Liquiditätsbedingungen abbildet. Andererseits lässt sie aber auch Rückschlüsse auf das nicht direkt messbare tatsächliche Transaktionsvolumen zu, da dieses eine wichtige Determinante der Geldnachfrage ist.

Ein Übertragungsweg der Geldpolitik auf die Finanzmärkte und in die Realwirtschaft läuft über die Beeinflussung der Geldmenge und ihres Hauptbilanzgegenpostens, der Kreditgewährung der Banken. Zum besseren Verständnis des Transmissionsprozesses bietet es sich deshalb an, die Geldmenge im Bilanzzusammenhang zu analysieren. In diesem Zusammenhang ist insbesondere auch die Indikatorqualität der Geldmengen- und Kreditentwicklung für Finanzmarktstörungen und Finanzmarktkrisen wichtig. So scheint die Geldmenge die Gefahr von „Financial Bubbles“ frühzeitig signalisieren zu können. Vor einem Finanzmarkt-Crash nahm die Geldmenge stets übermäßig stark zu.<sup>7</sup> Die Geldmengen-

<sup>4</sup> Siehe z.B. O. Issing, V. Gaspar, I. Angeloni, O. Tristani: Monetary Policy in the Euro Area – Strategy and Decision Making at the European Central Bank, Cambridge University Press 2001, Kap. 1 und 5; sowie H. Herwartz, H.-E. Reimers: Long-run Links between Money, Prices and Output: Worldwide Evidence, in: German Economic Review, 7, 2006, S. 65-86.

<sup>5</sup> Zu den nekeynesianischen Modellen siehe stellvertretend M. Woodford: Interest & Prices – Foundations of a Theory of Monetary Policy, Princeton University Press 2003; und R. Clarida, J. Gali, M. Gertler: The Science of Monetary Policy: a new Keynesian perspective, in: Journal of Economic Literature, Vol. 37, 1999, S. 1661-1707.

<sup>6</sup> Siehe für die EWU C. Brand, H.-E. Reimers, F. Seitz: Narrow Money and the Business Cycle: Theoretical Aspects and Euro Area Evidence, in: Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften, Vol. 55, 2004, S. 246-262.

<sup>7</sup> Vgl. O. Issing: Monetary Policy in a Changing Environment, in: Federal Reserve Bank of Kansas City (Hrsg.): Proceedings of a symposium „Rethinking Stabilization Policy“ sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 2002, S. 183-205.

und Kreditentwicklung spielt aber auch wegen Finanzmarktunvollkommenheiten eine wichtige Rolle. Dabei geht es hauptsächlich um Kredit- und Liquiditätsbeschränkungen. Die Wahrscheinlichkeit für das Auftreten solcher Engpässe fällt bei steigender Geldmenge. Folglich können durch die Geldversorgung Friktionen auf den Finanzmärkten abgeschwächt oder sogar überwunden werden. Eine sorgfältige monetäre Analyse kann also Hinweise auf Finanzmarktunvollkommenheiten liefern.

Eine Volkswirtschaft ist ständig Güternachfrage-, Inflations- und Geldnachfrageschocks ausgesetzt. Diese Schocks können nur schwer identifiziert und separiert werden. Die Geldmenge ist allerdings eine Variable, in der sich alle diese Schocks (oder deren Kombinationen) im Sinne einer „summary statistic“ niederschlagen.<sup>8</sup> Indem die Geldpolitik der Geldmenge eine wichtige Rolle einräumt, kann sie diesen Effekt ausnutzen. In diesem Sinne sind auch Argumente zu sehen, die darauf verweisen, dass die Geldnachfrage und die Güternachfrage nicht nur von den Erträgen einer Finanzmarktvariablen, sondern von einer Vielzahl derartiger Opportunitätskosten bestimmt wird. In der Geldmenge spiegeln sich alle möglichen der darauf beruhenden Portfolioeffekte wider. Dementsprechend würde man von der Geldmengenentwicklung auf die Veränderung der Güternachfrage schließen können, da diese von den gleichen Finanzmarktvariablen abhängt.<sup>9</sup>

Aus einer mehr grundsätzlichen Perspektive bildet die Geldmen-

<sup>8</sup> Siehe z.B. K.-H. Tödter: Monetäre Indikatoren und geldpolitische Regeln im P-Stern-Modell, in: Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften 56/3/2, 2002, S. 210-243.

<sup>9</sup> So z.B. E. Nelson: The Future of Monetary Aggregates in Monetary Policy Analysis, in: Journal of Monetary Economics, Vol. 50, 2003, S. 1029-1059.

ge einen nominalen Anker für eine Ökonomie. Eine Geldpolitik, die monetären Entwicklungen einen hohen Stellenwert einräumt, kann destabilisierende Entwicklungen bei den Inflationserwartungen (von Tarifparteien, fiskalpolitischen Entscheidungsträgern, Finanzmarktteilnehmern etc.) verhindern. Fehlt dieser nominale Anker, kann dies über sich selbst erfüllende Erwartungen negative Konsequenzen für die Wirtschaftsentwicklung haben. Danach reicht die alleinige Ankündigung eines Inflationsziels oder die Definition von Preisstabilität durch die Zentralbank nicht aus. Um stabile Ergebnisse zu gewährleisten, ist eine Regel notwendig, die spezifiziert, wie bei Abweichungen vom Ziel (Gleichgewicht) vorgegangen wird. Nur dann ist die Politik glaubwürdig und kann als Orientierung für die Erwartungsbildung der Märkte dienen. Monetäre Aggregate können in diesem Konzept vor allem als Informationsvariablen, aber auch als Handlungsauslöser eine Rolle spielen. Die neuklassischen Modelle verdrängen diesen Aspekt vollständig, da sie durchgängig annehmen, dass die Trendinflationsrate in Höhe des Inflationsziels der Zentralbank glaubwürdig vorgegeben ist. Durch den Output Gap kann aber nicht einmal die laufende Inflationsrate verankert werden, da mit einem bestimmten Niveau des Output Gap jegliche Inflationsrate vereinbar sein kann.

#### **Zentralbanken sollten auf die Geldmenge nicht verzichten**

Es ist sinnvoll, die Geldpolitik mit Hilfe einer Reaktionsfunktion für die kurzfristigen Geldmarktzinsen zu beschreiben. Auf der operativen Ebene ist „Geld“ eine passive Größe.<sup>10</sup> Der monetäre Transmissi-

<sup>10</sup> Siehe z.B. E. Görgens, K. Ruckriegel, F. Seitz: Instrument, operatives Ziel, Zwischenziel oder Indikator der Geldpolitik – auf welcher Ebene befindet sich die Taylor Regel?, in: WiSt, 36. Jg. (2007), Heft Januar.

onsprozess und die damit einhergehende Geldmengenentwicklung werden also zinspolitisch angestoßen. Die Rolle der Geldpolitik im Transmissionsprozess allein auf einen kurzfristigen Zins zu reduzieren, greift allerdings zu kurz. Die Tatsache, dass die Zentralbanken keine Geldmengensteuerung im Sinne einer Geldangebotspolitik betreiben, macht die Geldmengenentwicklung im Rahmen der geldpolitischen Strategie nicht bedeutungslos. Dabei ist es wichtig, auf die grundlegenden, d.h. langfristigen (trendmäßigen) Zusammenhänge Bezug zu nehmen. Der Informationswert folgt dabei aus der Endogenität der Geldmenge und wäre bei ihrer Exogenität schwerlich vorstellbar.<sup>11</sup>

Theoretische Modelle, die dies außer Acht lassen, müssen deshalb mit Vorsicht interpretiert werden. Dies ist allerdings gerade bei den neuklassischen Modellen, die inzwischen das Standardmodell der Makroökonomie darstellen, der Fall. Diese sind so angelegt, dass der Geldmenge von vornherein keine spezifische Bedeutung zukommen kann. Selbst wenn eine Geldnachfragegleichung aufgenommen wird, bestimmt sie nur, wie viel „Geld“ die Zentralbank für ein Geldmarktgleichgewicht zur Verfügung stellen muss. Die Geldmenge ist eine rein rekursive Größe. Damit wird ein Modell zur Analyse der Geldpolitik herangezogen, in dem – von der mikroökonomisch fundierten Modellstruktur vorgegeben – monetäre Aggregate keine Rolle spielen und Inflation auch langfristig kein monetäres

<sup>11</sup> Die in der Literatur verbreitete Vorstellung, eine Zentralbank könne entweder den kurzfristigen Zins oder die Geldmenge steuern, ist deshalb, da beide nicht auf der gleichen geldpolitischen Ebene liegen, irreführend und unzutreffend. Vgl. hierzu E. Görgens, K. Ruckriegel, F. Seitz: Die vier (!) Ebenen der Geldpolitik oder: Warum die Poole'sche Alternative „Zins- versus Geldmengensteuerung“ in Wirklichkeit keine ist, in: WiSt, 35. Jg. (2006), S. 698-701.

Phänomen ist. Vielmehr ist Inflation in diesen Modellen ein rein kurzfristiges Konjunkturphänomen. Auch wird die Trendinflation, um die sich die Geldpolitik ja eigentlich kümmern sollte, einfach exogen vorgegeben und Probleme eines theoretischen Konstruktes wie des Output Gap, das für die praktische Geldpolitik aufgrund von Schätzunsicherheiten und Revisionen so gut wie unbrauchbar ist, werden vernachlässigt bzw. wegdefiniert.<sup>12</sup> Dementsprechend schneiden die neukeynesianischen Modelle bei Inflationsprognosen auch eher schlecht ab.

Diese Vernachlässigung der „Geldmenge“ ist wohl damit zu erklären, dass es theoretisch bisher nicht gelungen ist, „Geld“ zufriedenstellend mikroökonomisch zu fundieren. Deshalb lassen die Vertreter der neukeynesianischen Modelle die Geldmenge außen vor, wo es vielleicht eher angebracht wäre, die Mikrofundierung in diesem Fall

<sup>12</sup> Letzteres wird z.B. eindrucksvoll gezeigt in C. Gerberding, F. Seitz, A. Worms: How the Bundesbank Really Conducted Monetary Policy, in: North American Journal of Economics and Finance, Vol. 16, 2005, S. 277-292; und A. Orphanides: Monetary Policy Rules Based on Real-Time Data, in: American Economic Review, Vol. 91, 2001, S. 964-985.

hintanzustellen und die Geldmenge zu integrieren oder mehr Ressourcen in die Mikrofundierung zu stecken.<sup>13</sup> Man könnte sich ja auch die Frage stellen, wie die Modellwelt aussehen müsste, in der die Geldmenge eine wichtige Rolle spielen kann. Nur auf die Probleme einer Geldmengenorientierung zu verweisen und die Anforderungen an die eigenen Modelle gering zu halten, hilft der Geldpolitik nicht. Letztlich liegt die Bedeutung der Geldmenge sicherlich in den Unsicherheiten über die Modell- und Lagstruktur begründet. Da die neukeynesianischen Modelle diese nur rudimentär abbilden, sind sie für die Analyse des geldpolitischen Entscheidungs- und Transmissionsprozesses nicht besonders geeignet.

Zentralbanken sind also gut beraten, die Informationen, die in monetären Entwicklungen liegen, in ihre Analysen und Beurteilungen mit aufzunehmen. Die Geldmenge sollte im Rahmen einer umfassenden monetären Analyse Eingang in den geldpolitischen Ent-

<sup>13</sup> Siehe dazu auch S. Shi: A Microfoundation of Monetary Economics, in: Canadian Journal of Economics, Vol. 39, 2006, S. 643-688.

scheidungsprozess finden. Damit wird auch eine längerfristige Perspektive, die charakteristisch für eine vorausschauende Geldpolitik sein sollte, „verankert“. Umgekehrt leistet die Vernachlässigung von Geldmengenentwicklungen einer Kurzfristorientierung, eklektischen Ansätzen und permanenten Rechtfertigungen Vorschub. Dies führt zwangsläufig zu Ineffizienzen und destabilisierenden Entwicklungen, vor allem bei den Inflationserwartungen. Dadurch landet man schnell in einer Welt, in der „looking at everything“ und die damit zusammenhängenden fehlenden Bindungswirkungen und erhöhten „Flexibilitätsspielräume“ zur Maxime des Handelns werden. Es ist aber vielmehr an der Zeit, „M“ in die Geldpolitik zu re-integrieren und zu akzeptieren, dass gilt: „no money, no inflation“.<sup>14</sup> Es kann und sollte eigentlich nicht mehr darum gehen, ob eine monetäre Analyse durchgeführt wird, sondern wie diese optimal auszugestaltet ist.

<sup>14</sup> E.M. Leeper, J.E. Roush: Putting „M“ Back in Monetary Policy, in: Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 35, 2003, S. 1217-1256; und M. King: No Money, no Inflation – the role of money in the economy, in: Bank of England Quarterly Bulletin, Summer 2002, S. 162-177.