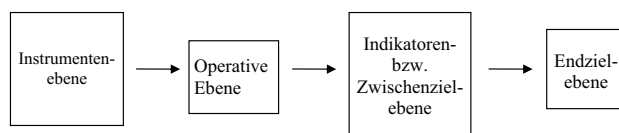


Die vier (!) Ebenen der Geldpolitik oder: Warum die *Poole'sche Alternative* „Zins- versus Geldmengensteuerung“ in Wirklichkeit keine ist

Prof. Dr. Egon Görgens, Bayreuth, Prof. Dr. Karlheinz Ruckriegel, Nürnberg, und Prof. Dr. Franz Seitz, Amberg-Weiden

Die Geldpolitik kann bekanntlich ihr prioritäres Ziel Preisstabilität nicht auf direktem Wege erreichen. Vielmehr durchläuft sie vom Instrumenteneinsatz bis zum Endziel verschiedene Stufen bzw. Ebenen, auf denen Anhaltspunkte zur Beurteilung des richtigen geldpolitischen Kurses gefunden und genutzt werden können. Das zentrale Problem besteht nun darin, die kausalen Verknüpfungen zwischen den Ebenen aufzudecken und nach Möglichkeit den Entscheidungsträgern Regeln an die Hand zu geben, wie die Geldpolitik auf den einzelnen Ebenen im Interesse des Endziels agieren sollte.



1. Instrumentenebene

Auf der **Instrumentenebene** entscheidet eine Zentralbank über den Einsatz ihrer geldpolitischen Instrumente. Heutzutage handelt es sich dabei um drei Arten von Instrumenten (zum Instrumentarium im Einzelnen vgl. *Görgens/Ruckriegel/Seitz, 2004*):

(1) Die erste Kategorie, die **mindestreservebedingte Nachfrage** nach Reserven oder Anreize zur **freiwilligen Reservehaltung**, stellt grundsätzlich die Nachfrage nach Guthaben bei der Zentralbank durch die Geschäftsbanken, d.h. die **Anbindung an die Zentralbank**, sicher (sog. Anbindungsfunktion). Sie bewirkt i.d.R. auch eine Zinsglättung am Tagesgeldmarkt (sog. Zinsglättungs- bzw. Stabilisierungsfunktion). Damit eine Zentralbank den Tagesgeldsatz kontrollieren kann, muss eine ausreichende Nachfrage nach Guthaben bei der Zentralbank bestehen. Sie ist gewissermaßen die Grundlage für das Wirksamwerden der Geldpolitik.

(2) Die zweite Kategorie von Instrumenten, die sog. **Offenmarktgeschäfte**, dient der primären **Liquiditätsversorgung** des Geschäftsbankensystems – also der Versorgung des Bankensystems mit Guthaben (Einlagen) bei der Zentralbank – und der **Vorgabe** des gewünschten **Zinssatzes** am Tagesgeldmarkt. Zur Ermittlung des angemessenen Zinssatzes dient etwa die **Taylor-Rule**.

(3) Die dritte Kategorie, die sog. **Ständigen Fazilitäten**, bestimmt schließlich den Korridor bzw. den Kanal („channel“), in dem sich der Tagesgeldsatz bewegen kann (vgl. hierzu auch *Berentsen/Monnet, 2006*).

2. Operative Ebene und operatives Ziel

Auf der Instrumentenebene legt die Zentralbank die Notenbankzinssätze nach ihren Vorstellungen fest, um damit zunächst das **operative Ziel** zu erreichen. Als operatives Ziel fungiert der **Zinssatz für Tagesgeld** am Interbanken-Geldmarkt. Dieser kann auf Tagesbasis im Rahmen des Liquiditätsmanagements der Zentralbank kontrolliert und gesteuert werden (zur operativen Umsetzung der Geldpolitik beim Eurosystem, bei der *Fed* und der *Bank of England* im Einzelnen vgl. *Ruckriegel/Seitz, 2006*).

3. Indikatoren- bzw. Zwischenzielebene

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 Output Gap einerseits oder an Wechselkurse, die Kredit- und Geldmengenentwicklung andererseits. Fungiert eine derartige Variable sogar als (offizielles) **Zwischenziel** (wie z. B. die Geldmenge bei der *Bundesbank* bis zum Beginn der Europäischen Währungsunion oder ein bestimmter Wechselkurs gegenüber einer Ankerwährung), sollte sie nicht nur frühzeitig verfügbar sein und einen möglichst stabilen oder zumindest prognostizierbaren Zusammenhang zum Endziel aufweisen, sondern auch hinreichend von der Zentralbank mit Hilfe ihres Instrumentariums (im Falle der Geldmenge über die Beeinflussung der Geldnachfrage) beeinflusst werden können. Zwar haben Zwischenziele inzwischen in der praktischen Geldpolitik an Bedeutung verloren. Die Unterscheidung zwischen der operativen und der Indikatorebene macht aber bereits deutlich, dass eine fehlende Berücksichtigung von „Geld“ auf der operativen Ebene nicht zwangsläufig gleichbedeutend mit der Nichtbeachtung von Geldmengenentwicklungen im Allgemeinen ist.

Viel **Verwirrung** bei der Diskussion um die geldpolitische Rolle des Geldes hat der einflussreiche **Artikel** von **Poole** (1970) gestiftet, der aufgrund einer vereinfachenden Annahme die Geldmenge (M) und die kurzfristigen Zinsen auf die geldpolitisch gleiche – operative – Ebene setzte. Damit verwischte er die Unterscheidung zwischen instrumenteller, operativer und Indikator- bzw. Zwischenzielebene. „In the analysis of this paper policy variables assumed to be controlled without error will be called instruments, and no use will be made of the proximate target concept“ (dies entspricht dem Zwischenziel, Anmerk. der Verf.). (vgl. *Poole*, 1970, S. 198). Damit vermischte *Poole* die ersten beiden Ebenen und definierte die dritte Ebene weg. Obwohl Ende der 1960er Jahre die Trennung zwischen operativem Ziel und Zwischenziel in der Literatur bereits eingeführt bzw. diskutiert wurde, verzichtete *Poole* also bewusst auf diese Unterscheidung bei seiner Analyse. „However, if as assumed throughout this paper the money stock can be set at exactly the desired level, then the money stock may as well be called an instrument of monetary policy rather than a proximate target ... It is, for example, a straightforward matter to use the approach of this paper to treat the monetary base as an instrument and the money stock as a stochastic function of the monetary base“ (*Poole*, 1970, S. 198). Die **mangelnde Unterscheidung zwischen Geldbasis und Geldmenge** beruht also auf der **Annahme** einer **exogenen Geldmenge** im Sinne der traditionellen Geldangebotstheorie. Damit wird ausgeblendet, dass in der **Realität** die Geldmengenentwicklung vom Geldnachfrageverhalten der Wirtschaft bestimmt wird, also endogen ist. *Papadia* (2005, S. 54) bringt dies auf den Punkt, indem er darauf hinweist, dass bei *Poole* das Problem im „apparent lack of distinction between base money and the money supply, deriving from the combined behaviour of the central bank and the commercial banks“ besteht.

4. Endzielebene

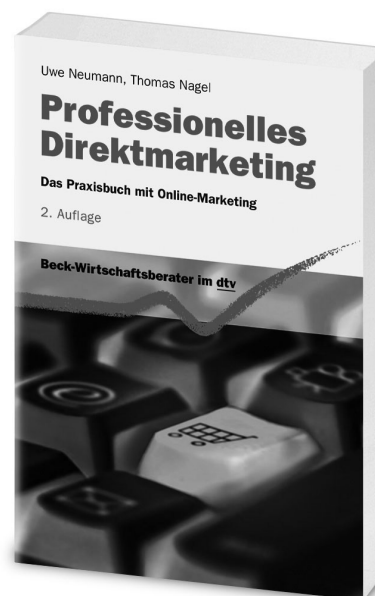
Auf der **Endzielebene** geht es um die letztlich von der Zentralbank anzustrebenden Ziele. Hier hat sich in den letzten beiden Jahrzehnten sowohl in der Theorie als auch in der Praxis als Konsens herausgebildet, dass sich Zentralbanken auf die Bekämpfung von Inflation bzw. die **Gewährleistung von Preisstabilität** konzentrieren sollten.

„After decades of instability, central bankers, governments, and economists have reached a consensus that the appropriate role of a central bank in the prevailing fiat-money regime includes:

- (1) the clear assignment or the responsibility for inflation to the central bank;
- (2) agreement that inflation should be low and stable ...“ (*Wood*, 2005, S. 1).

Als Zeithorizont sollte dabei eine mittelfristige Perspektive zugrunde gelegt werden. Alle anderen Ebenen sind letztlich dieser Ebene unterzuordnen. Das **Endziel** ist den

Das Praxisbuch mit Online-Marketing



Von Uwe Neumann und Thomas Nagel
2. Auflage 2007. XVI, 345 Seiten. Kartoniert € 14,-
(dtv-Band 5886) Erscheint im Januar 2007.

Das Direktmarketing boomt.

Auch die junge Teildisziplin Online-Marketing gewinnt rasant an Bedeutung und erschließt neue Umsatzpotenziale. Damit wächst auch der Markt für engagierte und informierte Mitarbeiter. Wer neue Herausforderungen annimmt, findet im Direktmarketing ein breites Betätigungsfeld.

In diesem Buch erfahren Sie alles über Direktmarketing-Kampagnen, über Mailings und Coupon-Anzeigen, die Zusammenarbeit mit Druckereien und Lettershops sowie die Möglichkeiten der Erfolgskontrolle und des Database-Marketing. TV- und Funk-Werbung werden ebenso behandelt wie Telefon- und Online-Marketing. Darüber hinaus lernen Sie, selber erfolgreiche Texte zu schreiben.

Über die Autoren:

Uwe Neumann kommt vom Text. Er war Werbeleiter und hatte als Cheftexter in verschiedenen Werbeagenturen sowohl mit klassischer Werbung als auch mit Direktmarketing zu tun.

Dipl.-Kfm. **Thomas Nagel** war als Produkt-Manager in mehreren Unternehmen, speziell des Versandhandels, tätig. Heute betreut er als Berater bei einem großen deutschen Dienstleister eine Vielzahl unterschiedlicher Unternehmen im In- und Ausland bei der Planung und Durchführung ihrer Direktmarketing-Maßnahmen.

Preis inkl. MwSt. / 146904

Beck-Wirtschaftsberater im **dtv**

Zentralbanken in der Regel durch ihre Statuten vom Gesetzgeber vorgegeben.

5. Geldmengen- versus Zinssteuerung oder: Sind die Ebenen wirklich austauschbar?

Häufig findet man in makroökonomischen Lehrbüchern die Aussage, dass die Zentralbank entweder die Geldmenge (M) oder den Zinssatz (i) steuert, also beide auf der gleichen Ebene liegen. Implizit steht dahinter die Überlegung, dass ein Monopolist entweder die Menge (Geldmenge) oder den Preis (Zinssatz) festlegen kann. Zudem wird häufig eine Kausalität von der Geldmengen- zur Zinsentwicklung unterstellt. So etwa

- *Abel/Bernanke* (2005, S. 539) „At various times the Fed has guided monetary policy by attempting to keep either monetary growth rates or short-term interest rates at or near preestablished target ranges ... Note that, although the Fed may be able to stabilize one or the other of these variables, it cannot both simultaneously. .. If it raised the monetary base to raise the money supply, in the short run the increase in money supply would shift the LM curve down and to the right, which would lower rather than raise the Fed funds rate.“
- *Blanchard* (2005, S. 75) „I have described the central bank as choosing the money supply and letting the interest rate determined at the point where money supply equals money demand. Instead, I could have described the central bank as choosing the interest rate and then adjusting the money supply so as to achieve this interest rate. ... Why is it useful to think about choosing the interest rate? Because this is what modern central banks, including the Fed, typically do. They typically think about the interest rate they want to achieve and then move the money supply so as to achieve it. This is why, when you listen to the news, you do not hear: „The Fed decided to increase the money supply today.“ Instead you hear: „The Fed decided to decrease the interest rate today.“ The way the Fed did it was by increasing the money supply appropriately.“
- *Chamberlin/Yueh* (2006, S. 138) „The government cannot target both the money supply and the interest rate. ... However, because the operation of monetary policy in most countries is concerned with setting interest rates, this deserves some further discussion. ... The Bank of England uses this principle in setting UK interest rates.“
- *Krugman/Wells* (2006, S. 751) „In fact, the money market works the same way as always: the interest rate is determined by the supply and demand for money. The only difference is that now the Fed adjusts the supply of money to achieve its target interest rate. It’s important not to confuse a change in the Fed’s operating procedure with a change in the way the economy works.“
- *Romer* (2006, S. 226 f.): „Modern central banks do not target the money supply. Instead, they adjust it to achieve a target for the interest rate, and they adjust their interest-

rate target in response to movements in output and inflation.“

Der *Poole*’schen Tradition folgend wird die Geldmenge (money supply bzw. money stock) als operatives Ziel behandelt, also auf dieselbe Ebene mit dem Tagesgeldsatz bzw. der Federal Funds Rate gestellt und beide werden als gleichrangige Alternativen gesehen. Eine Zentralbank kann demnach also entweder die Geldmenge (z. B. M3 im Falle des Eurosystems) oder den Tagesgeldsatz (z. B. gemessen am EONIA im Eurowährungsgebiet oder der Federal Funds Rate in den USA) steuern. *Poole* (1970) folgend, wird eine Zinssteuerung dann empfohlen, wenn die Geldnachfrage sehr volatil ist, also häufig sog. Finanzmarktschocks vorliegen (vgl. hierzu etwa *Blanchard/illing*, 2006, S. 741–743.).

Dieses Bild von einer Zentralbank, die entweder die Geldmenge oder den Zinssatz steuern kann, ist allerdings unzutreffend und irreführend. Während der Tagesgeldsatz bzw. die Geldbasis auf der operativen Zielebene der Geldpolitik liegen, steht die Geldmenge auf der Zwischenziel- bzw. der Indikatorebene. So kann etwa die Zentralbank über die Steuerung des Tagesgeldsatzes versuchen, das Wachstum der Geldmenge auf einem bestimmten Zielpfad zu halten. Diese Überlegung stand hinter der „Geldmengenpolitik“ der *Deutschen Bundesbank* (vgl. hierzu etwa *Ruckriegel*, 1989, insbes. S. 25–31, sowie *Görgens/Ruckriegel*, 1991) und steht (im Prinzip) auch hinter der Idee der monetären Säule der EZB. Die Zentralbank steuert hier also den Zinssatz nicht deshalb, weil aufgrund von „Finanzmarktschocks“ die Geldnachfrage zu volatil geworden ist und deshalb eine Geldmengensteuerung zu starken Produktionsschwankungen führen würde. Vielmehr dient der Tagesgeldsatz gerade als operatives Ziel, um ein bestimmtes Geldmengenwachstum zu erreichen. Es geht hier also gerade nicht um ein „Entweder-Oder“, da Zinssatz und Geldmenge nicht auf der gleichen Ebene liegen, somit auch keine Entscheidungsalternativen sind. Die *Poole*’sche Entscheidungsregel ist also in der Praxis irrelevant.

Die **Zentralbank als Monopolist** kann entweder den Tagesgeldsatz (Preis) oder (rein theoretisch) die Geldbasis (Menge an Zentralbankgeld) steuern. Wählt die Zentralbank den Tagesgeldsatz, so wird die Geldbasis endogen. Dies entspricht der heute gängigen Praxis unter Zentralbanken „Today, there is consensus among central banks to the effect that the short-term inter-bank interest rate is the appropriate operational target“ (*Bindseil*, 2004, S. 8). Die Geldmenge wird hier über eine endogene **Geldbasis** und über einen endogenen **Geldschöpfungsmultiplikator** von der Kredit- und Geldnachfrage der Nichtbanken im Zusammenwirken mit den Geschäftsbanken bestimmt (vgl. *Howells*, 2005, S. 3; *Stiglitz/Greenwald*, 2003, S. 295).

Wählt die Zentralbank die Geldbasis, so bleibt der endogene Multiplikator, so dass auch in diesem (rein theoretischen) Fall die Geldmenge letztlich endogen ist. Die Geldpolitik wirkt auf den Multiplikator ein, wenn sie die Opportunitätskosten der Geldhaltung verändert. In beiden Fällen (Zins- oder Geldbasissteuerung) ist die Geldmenge

aber endogen. Die **Endogenität der Geldmenge** wird im Übrigen auch durch die Empirie bestätigt (ein Überblick findet sich etwa bei *Howells*, 2005; zu einer Bestätigung der Endogenität für Deutschland von 1975 – 1998, also in einer Phase, die häufig als die der exogenen Geldmengensteuerung verstanden wird, vgl. *Holtemöller*, 2003).

Die **Fiktion** eines gegebenen, d.h. der Zentralbank bekannten Multiplikators und einer von der Zentralbank vorgegebenen Geldbasis, damit eines **exogenen Geldangebotes** in einem Geldsystem mit Geschäftsbankengeld entspricht der Vorgehensweise beim **Hubschraubereffekt** in einem Geldsystem mit nur Bargeld. Bekanntlich tragen beide Fälle wenig zur Erklärung der Realität bei.

6. Fazit

Geldmenge und Zinssatz (Tagesgeldsatz) können nicht als alternative operative Ziele der Geldpolitik, damit aber auch nicht als Entscheidungsalternativen im *Poole*'schen Sinne betrachtet werden. Steuert die Zentralbank den Tagesgeldsatz, so ist zwar das Geldbasisangebot zum jeweils von der Zentralbank gesetzten Tagesgeldsatz vollkommen elastisch. Die Angebotskurve für Zentralbankgeld verlief horizontal. Die Geldmenge hingegen wird im Zusammenwirken von Kreditvergabe der Geschäftsbanken und der Geldnachfrage der Nichtbanken bestimmt, sie ist also endogen. Will die Zentralbank hierauf Einfluss nehmen, geschieht dies über die Veränderung des Tagesgeldsatzes, was einer Verschiebung der (horizontalen) Angebotskurve für Zentralbankgeld entspräche.

Literatur

Abel, A. B., Bernanke, B. S., Macroeconomics, 5. Aufl., Boston et al. 2005.
Bain, K., Howells P., The Economics of Money, Banking and Finance – A European Text, 3. Aufl., London et al. 2005.

Berentsen, A., Monnet, C., Monetary Policy in a Channel System, Institute for Empirical Research in Economics, Universität Zürich, Working Paper Nr. 295, Juli 2006.
Bindseil, U. (2004), Monetary Policy Implementation. Theory – Past – Present, Oxford 2004.
Blanchard, O., Macroeconomics, 4. Aufl., Upper Saddle River, New Jersey, 2005.
Blanchard, O., Illing, G., Makroökonomie, 4. Aufl., München 2006.
Chamberlin, G., Yueh, L., Macroeconomics, London 2006.
Görgens, E., Ruckriegel, K., Das geldpolitische Konzept der Deutschen Bundesbank, in: WISU, 20. Jg. (1991), S. 51–56.
Görgens, E., Ruckriegel, K., Seitz, F., Europäische Geldpolitik, 4. Aufl., Stuttgart 2004.
Görgens, E., Ruckriegel, K., Seitz, F., Geldbasis, Geldmenge, Zinssatz – Irrungen und Wirrungen, in: WiSt, 35. Jg. (2006), S. 412 – 414.
Holtemöller, O., Money Stock, Monetary Base and Bank Behavior in Germany, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 223/3 (2003), S. 257–278.
Howells, P., The Endogeneity of Money: Empirical Evidence, University of West England, School of Economics, Discussion Paper 0513, 2005.
Papadia, F., The Operational Target of Monetary Policy, in: *Devil, V., von Landesberger, J., Müller, M., Schobert, F., Worms, A.* (Hrsg.), Issues on Monetary Theory and Policy. Proceedings of a Colloquium in Honour of Wolfgang Gebauer, Frankfurt/Main 2005, S. 49–60.
Poole, W., Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 84 (1970), S. 197–216.
Ruckriegel, K., Seitz, F., Die operative Umsetzung der Geldpolitik. Ein Vergleich zwischen Eurosystem, Fed und Bank of England, in: Wirtschaftsdienst, 86. Jg., (2006), S. 540–548.
Romer, D., Advanced Macroeconomics, 3. Aufl., Boston et al. 2006.
Ruckriegel, K., Finanzinnovationen und nationale Geldpolitik. Neuerungen im finanziellen Sektor : Darstellung und Analyse ihrer Implikationen für das geldpolitische Konzept der Deutschen Bundesbank, Bayreuth 1989.
Stiglitz, J., Greenwald, B., Towards a New Paradigm in Monetary Economics, Cambridge (UK) 2003.
Wood, J., A History of Central Banking in Great Britain and the United States, Cambridge 2005.