

# Hat die Geldmenge noch eine Bedeutung für die Geldpolitik?

*Seit 2001 trat im Euro-Raum ein starkes Geldmengenwachstum auf, dem kein entsprechender Verbraucherpreisauftrieb folgte. Ist die Geldmenge als Steuerungsinstrument der Geldpolitik obsolet geworden? Auf welchem geldpolitischen Konzept sollte die Strategie der Europäischen Zentralbank basieren?*

Michael Heise

## Die Berücksichtigung monetärer Größen ist unverzichtbar!

**G**eldpolitik soll Preisstabilität sichern. Darüber besteht heute Konsens. Strittig ist aber, mit welcher Strategie eine Zentralbank dieses Ziel erreichen soll, ob z.B. parallel noch andere Ziele verfolgt werden können, wie etwa ein möglichst hoher Beschäftigungsgrad, oder ob die Geldmenge eine besondere Rolle spielen sollte.

In den letzten Jahren hat die Strategie der direkten Inflationssteuerung mehr und mehr Anhänger gefunden. Demgegenüber ist eine Politik der Geldmengensteuerung, wie sie die Deutsche Bundesbank über mehr als zwanzig Jahre praktizierte, mehr und mehr in den Hintergrund geraten. Die EZB hat zwar Teile einer Geldmengenpolitik als Erbstück übernommen. Im Rahmen ihres Zwei-Säulen-Ansatzes orientiert sie ihre Politik aber nicht allein an der Geldmenge. Das geldpolitische Konzept der EZB enthält gleichzeitig auch Elemente der direkten Inflationssteuerung. Speziell dieses Nebeneinander stößt immer wieder auf Kritik.

Jede Strategie ist allerdings damit konfrontiert, dass die Geldpolitik über einen komplexen Transmissionsmechanismus auf die Preisentwicklung wirkt, d.h. über verschiedene Kanäle und erst mit zeitlicher Verzögerung. Sie kann

demzufolge das Endziel der Preisstabilität nicht direkt kontrollieren und nicht kurzfristig, sondern nur auf mittlere Sicht einhalten. Aus dieser Überlegung heraus wird bei einer Geldmengensteuerung die Geldmenge als Zwischenziel definiert. Das Zwischenziel sollte die Zentralbank kontrollieren können, es sollte mit dem Stabilitätsziel in enger Verbindung stehen sowie zeitliche Vorlaufeigenschaften besitzen. Die Geldmenge taugt als Zwischenziel also nur dann, wenn zwischen Geldmengen- und Preisentwicklung ein stabiler Zusammenhang besteht. Veränderungen im Finanzsystem – mit anderen Worten Strukturbrüche – können jedoch Instabilitäten dieser Größen bewirken. In Großbritannien führte z.B. die Deregulierung der Finanzmärkte und in Spanien das Auftreten von Finanzinnovationen zunächst zu dem Versuch, die dortige Geldmengensteuerung an die neuen Gegebenheiten anzupassen. Dann ging man zu alternativen Strategien über, wobei in der ersten Hälfte der 90er Jahre die Geldpolitik in beiden Ländern schließlich auf ein direktes Inflationsziel ausgerichtet wurde.

Bei einer Politik der Inflationsziele kommt den Inflationsprognosen nicht zuletzt in der Kommunikation

mit der Öffentlichkeit zentrale Bedeutung zu. Denn Abweichungen der prognostizierten Preissteigerung vom angestrebten Zielwert signalisieren Handlungsbedarf für die Geldpolitik. Kritisch erscheint dabei, dass eine Vorausschau auf die zukünftige Preisentwicklung immer mit erheblicher Unsicherheit behaftet ist. Dem Konzept des Inflation targeting zugutehalten lässt sich hingegen seine klare Verpflichtung auf einen Stabilitätskurs gegenüber der Öffentlichkeit. Hierdurch mag es gelingen, Inflationserwartungen der Marktteilnehmer günstig zu beeinflussen. Dazu muss die Zentralbank allerdings deren Vertrauen genießen. In diesem Zusammenhang bleibt zu hinterfragen, inwieweit möglicherweise Einbußen an Glaubwürdigkeit entstehen, wenn die Zentralbank ein Ziel angibt, für dessen Erreichen bzw. Verfehlen sie wegen mangelnder Kontrollfähigkeit keine eindeutige Verantwortung trägt.

### **Das Erbe der deutschen Bundesbank in moderner Form bewahren**

Mit der Bekanntgabe des ersten Geldmengenziels Ende 1974 brach eine neue Ära der Geldpolitik in Deutschland an. Die zuvor kurzfristig orientierte, diskretionäre Zins- und Liquiditätspolitik wurde

durch eine mittelfristig ausgerichtete Geldmengensteuerung abgelöst. Das sollte dazu beitragen, Geldwertstabilität besser als in der Vergangenheit zu verwirklichen. Die Bundesbank hielt bis zum Beginn der Europäischen Währungsunion grundsätzlich an der Praxis fest, jeweils im Dezember ein Geldmengenziel für das Folgejahr anzukündigen. Nachdem sie zunächst Punktziele verkündete, ging sie 1979 zur Angabe von Korridoren über. Im Übrigen prüfte der Zentralbankrat immer zur Jahresmitte, ob zwischenzeitliche Änderungen des wirtschaftlichen Umfelds eine Zielkorrektur nahelegten. Insgesamt trug das Bandbreiten-Konzept nicht nur statistischen Messproblemen und technischen Schwierigkeiten der kurzfristigen Geldmengenkontrolle Rechnung. Es schuf auch Spielraum für die Geldpolitik.

Zudem ging die Bundesbank bei ihrer Geldmengensteuerung pragmatisch vor. Sie schaute nicht nur auf monetäre Daten, sondern nahm ebenfalls eine breit angelegte Analyse anderer für die Inflationsentwicklung relevanter Indikatoren vor. Abweichungen von den Geldmengenzielen wurden mitunter bewusst toleriert. Lediglich in rund der Hälfte der Jahre von 1975 bis 1998 gelang es, die gesteckten Ziele einzuhalten. Gleichwohl hat ihre Politik Stabilitätserfolge vorzuweisen. Dies und die Kontinuität, mit der sie ihre Strategie verfolgte, hat zum geldpolitischen Ansehen, das die deutsche Notenbank im In- und Ausland genoss, maßgeblich beigetragen. So gesehen war die Entscheidung der EZB, der Geldmenge einen bedeutenden Platz innerhalb ihrer Konzeption einzuräumen, sicherlich auch dadurch motiviert, Reputation von der Bundesbank auf die junge europäische Institution zu übertragen. Die EZB hat sich dabei weder für ein Geld-

mengen- noch für ein direktes Inflationsziel entschieden.

#### Schrittweise Relativierung der Geldmenge

Gegen eine reine Geldmengensteuerung sprach vor allem die besondere Unsicherheit, der die Zentralbank zu Beginn der Währungsunion gegenüberstand, insbesondere die Ungewissheit über die Stabilität der Geldnachfrage nach dem Übergang zur einheitlichen Geldpolitik. Die Europäische Zen-

tralbank entschied sich nicht für die Formulierung eines Geldmengenziels. Sie legte vielmehr eine Referenzgröße für die Wachstumsrate des Aggregats M3 fest. Von der Ankündigung eines Referenzkorridors wurde abgesehen, da man Erwartungen einer Leitzinsänderung vermeiden wollte, falls die Geldmengenexpansion die verkündete Bandbreite verlässt. Abweichungen vom Referenzwert in gewissem Umfang zu tolerieren, stellt nichts Ungewöhnliches dar, verursacht allerdings Erklärungsbedarf.

Der M3-Richtwert wurde Ende 1998 erstmals auf 4,5% festgelegt. Seine Ableitung erfolgt in Anlehnung an die Quantitätsgleichung und unterstellt ein EWU-Trendwachstum des Bruttoinlandsprodukts von real 2 bis 2,5%, eine Inflationsrate des Euro-Raums von unter 2% (in Einklang mit der EZB-Definition von Preisstabilität) sowie eine trendmäßige Verringerung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes von 0,5 bis 1%. Angesichts der Entwicklung der einzelnen Komponenten in den letzten Jahren erscheint der aktuelle Referenzwert eher knapp bemessen. Eine Überprüfung des M3-Referenzwertes, wie sie bis zur Strategierevision 2003 jährlich stattfand, könnte durchaus auf 5% kommen. Allerdings wurde sowohl die Bedeutung des Vergleichs von Geldmengenwachstum und Referenzwert – der weit überschritten ist – als auch insgesamt die Rolle von M3 im Laufe der Zeit im Rahmen einer zunehmend breiten Analyse monetärer Daten relativiert.

Die Frage, ob es eventuell weiterer Änderungen an der monetären Säule bedarf, flammte insbesondere im Zusammenhang mit der jüngst (am 9./10. November 2006) von der EZB veranstalteten wissenschaftlichen Zentralbankkonferenz zum Thema „The role of money: money and monetary policy in the twenty-first century“

Die Autoren  
unseres Zeitgesprächs:

*Dr. Michael Heise, 50, ist Chefvolkswirt der Allianz Gruppe und der Dresdner Bank und Honorar-Professor an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt a. M.*

*Prof. Dr. Bernd Hayo, 39, ist Inhaber der Professur für Makroökonomie an der Philipps-Universität Marburg.*

*Prof. Dr. Karlheinz Ruckriegel, 49, lehrt Volkswirtschaftslehre, insbesondere Makroökonomie, Geld und Kredit, an der Georg-Simon-Ohm-Fachhochschule in Nürnberg; Prof. Dr. Franz Seitz, 45, lehrt Volkswirtschaftslehre, insbesondere Geldpolitik und Finanzmärkte, an der Hochschule für Angewandte Wissenschaften Weiden.*

*Prof. Dr. Martin Leschke, 44, lehrt Volkswirtschaftslehre, insbesondere Institutionenökonomik an der Universität Bayreuth; Dr. Thorsten Polleit, 39, ist Chief German Economist bei Barclays Capital und Honorar-Professor an der HfB – Business School of Finance & Management.*

wieder auf. Im Presseecho fanden sich Schlagzeilen wie „Das Geldmengen-Desaster“, „Zentralbanker streiten um Geldmenge“ oder „EZB räumt Strategieproblem ein“. Der Knackpunkt ist, dass die Stabilität der Geldnachfrage im Euro-Raum in Zweifel gezogen wird, da seit 2001 im Euro-Raum ein starkes Geldmengenwachstum auftrat, aber bislang kein entsprechender Verbraucherpreisauftrieb folgte. Das lässt Fragen im Hinblick auf den M3-Referenzwert aufkommen. Dessen Bedeutung wurde zwar teilweise schon relativiert, gleichwohl zieht die EZB ihn nach wie vor zur Berechnung der realen und nominalen Geldlücke heran. Folglich gilt es, die Aussagekraft dieser Messgröße der Überschussliquidität auf den Prüfstand zu stellen.

### **Rechtfertigungsbedarf angesichts niedriger Inflation trotz kräftiger Geldmengenexpansion**

Als Teilerklärung für das hohe Geldmengenwachstum verweist die EZB auf außergewöhnliche Portfoliumschichtungen, die durch erhöhte wirtschaftliche sowie geopolitische Unsicherheiten nach dem Verfall der Aktienkurse im Jahr 2001 und den Terroranschlägen des 11. September bedingt waren. So schichtete bis 2003 der heimische Nichtbanken-Sektor zuvor in längerfristige Wertpapiere investierte Mittel in sichere, liquide Anlageformen um, was die Geldmenge M3 aufblähte. Deshalb hat die EZB 2004 in ihrem Oktober-Monatsbericht eine um den geschätzten Effekt von Portfoliumschichtungen bereinigte M3-Zeitreihe vorgestellt, auf die sie seither zusätzlich zu den offiziellen Geldmengendaten regelmäßig Bezug nimmt. Dahinter steht die Überlegung, dass der herausgerechnete Teil der Geldhaltung vermutlich nicht nachfragewirksam wird und mithin ohne preistreibende Folgen bleibt. Die mit bereinigten M3-Daten berechneten Geldlücken

fallen kleiner aus als jene, die auf der offiziellen M3-Zeitreihe basieren. Doch gänzlich „wegdefinieren“ lässt sich die Überschussliquidität bei weitem nicht – auch nicht, wenn man M3 außerdem um die von sonstigen nichtmonetären Finanzintermediären (ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen) gehaltenen Anteile bereinigt, weil man deren Inflationsrelevanz für gering hält.

### **Monetäre Indikatoren besitzen Prognosekraft**

Verschiedene Analysen belegen, dass trotz der scheinbaren Abkopplung zwischen Geldmengen- und Inflationsentwicklung in der jüngeren Zeit monetäre Größen sehr wohl nützliche Informationen über den künftigen Preistrend geben können. Einige Studien verwenden statistische Filterverfahren, um kurzfristige Schwankungen oder Störungen der Geldmengenentwicklung auszublenden bzw. um die M3-Trendwachstumsrate – auch nieder-frequentes Geldmengenwachstum genannt – herauszufiltern. Dabei lautet der Befund: Die dauerhafteren Komponenten der M3-Expansion haben einen Vorlauf von zwei bis drei Jahren hinsichtlich des Preisanstiegs. Diese empirische Beziehung ist wichtig für die Geldpolitik, weil Letztere eine ähnlich lange Wirkungsverzögerung hat. Zwar mag es „in Echtzeit“ schwierig sein, das politikrelevante Signal der nieder-frequenten Komponenten mit Gewissheit zu erkennen, doch das Bemühen lohnt sich.

Die EZB hat gezeigt, dass ihre mittel- bis längerfristigen Inflationsprognosen auf der Basis grundlegender monetärer Trends recht gute Ergebnisse liefern. Zwar überschätzt man die Inflation, wenn man die Prognose allein auf die unbereinigte Geldmenge M3 aufbaut. Aber Prognosen, die mit der bereinigten Geldmenge M3 ar-

beiten, vermögen die tatsächliche Preisentwicklung auf Sicht von sechs Quartalen ohne systematische Über- oder Unterschätzung vorherzusagen (im Unterschied z.B. zu einer systematischen Unterzeichnung bei Consensus Economics). Ein längerfristiger Orientierungsmaßstab ist nötig, und er hat sich gerade in den letzten beiden Jahren als sehr wertvoll erwiesen. So dürfte die monetäre Analyse der EZB dazu beigetragen haben, dass die Geldpolitik nicht den irrigen Vorstellungen etwa des IWF oder der OECD gefolgt ist, deren Aufruf zu Zinssenkungen noch um die Jahresmitte 2005 bzw. danach gegen Zinserhöhungen inzwischen korrigiert werden musste. Eine solche Zinspolitik hätte prozyklische Auswirkungen gehabt.

### **Drei Argumente für die Bedeutung der monetären Analyse in der Geldpolitik**

Aktuell bewegt sich die Konsensmeinung zunehmend dahin, dass der übliche kurze Zeithorizont des Inflation targeting nicht ausreicht, um die Risiken für die Preisstabilität richtig zu erfassen und den Wirkungsverzögerungen der Geldpolitik Rechnung zu tragen. Beispielsweise hat die schwedische Zentralbank ihren Prognosehorizont im vergangenen Jahr von zwei auf drei Jahre verlängert. Beim Blick in die weitere Zukunft können monetäre Indikatoren wie dargelegt äußerst hilfreich sein. Ob man sie besser im Rahmen einer getrennten Säule oder im gesamtwirtschaftlichen Kontext untersucht, wird sich im Laufe der Zeit erweisen. Auf jeden Fall ist es sinnvoll, die monetären und gesamtwirtschaftlichen EZB-Projektionen nicht isoliert nebeneinander zu stellen. So könnte die gleichzeitige Veröffentlichung beider Inflationsprognosen mit einer integrierten Erläuterung der jeweiligen Signale eine Bereicherung für die Kommunikation und das Verständnis der Geldpolitik sein.

Das zweite Argument für eine Orientierung an der Geldmengen- und Kreditentwicklung ist die Notwendigkeit, auch Vermögenspreise in den Blick zu nehmen. In der Vergangenheit stellten sich Zentralbanken überwiegend auf den Standpunkt, Übertreibungen nicht besser erkennen zu können als die Märkte und sahen schon deshalb von dem Versuch ab. Inzwischen hat ein gewisses Umdenken eingesetzt. Natürlich wird man eine Vermögenspreisblase keineswegs eindeutig identifizieren können. Eine Notenbank mag aber in der Lage sein, einigermaßen zeitnah festzustellen, wenn sich Anzeichen für finanzielle Instabilitäten verdichten. Hierbei sind monetäre Daten wertvoll, wenn nicht unverzichtbar (z.B. zeigen empirische Befunde der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) einen klaren Zusammenhang zwischen Kreditentwicklung und Assetpreisen). Auch für die Analyse des Marktgeschehens durch die Akteure stellen Geldmengendaten und andere monetäre Indikatoren zentrale Größen dar. So ist ja kaum zu bestreiten,

dass die Liquiditätsschwemme der letzten Jahre zu einer starken Kreditexpansion und zur Vermögenspreisinflation geführt hat.

Drittens schließlich sind Geld- und Kreditaggregate eine zentrale Stufe im Transmissionsmechanismus der Geldpolitik. Eine expansive Entwicklung der Geldmengen- und Kreditaggregate kann Vorbote einer geldpolitisch induzierten Konjunkturbelebung sein. Die Informationsfunktion der Geldmenge ist nicht zuletzt vor dem Hintergrund der Heterogenität im Euro-Raum wichtig. Zinsveränderungen der EZB haben in den einzelnen Ländern durchaus unterschiedliche Auswirkungen, und diese Unterschiede im Transmissionsmechanismus sind vor allem an den monetären Daten erkennbar. Die EZB kann zwar weder Rücksicht noch Einfluss auf Inflations- und Wachstumsunterschiede unter den EWU-Volkswirtschaften nehmen. Aber eine möglichst genaue Kenntnis, wie ihre Geldpolitik in den länderspezifischen Finanzstrukturen wirkt, ist erforderlich.

Wer der EZB eine Abkehr von der Bundesbankpolitik und einen Paradigmenwechsel zum Inflation targeting unterstellt, unterschätzt die Bedeutung der monetären Indikatoren. Inflation targeting und Geldmengenorientierung bilden keine unvereinbaren Gegensätze. So sind auch Ähnlichkeiten, wie Zentralbanken ihre verschiedenen Strategien in der Praxis handhaben, vielfach größer als die Unterschiede. Zum anderen hat die EZB im Rückblick eine gute Bilanz vorzuweisen und sich mit ihrer Strategie auch für die Zukunft gut aufgestellt.

Wir sollten unsere Schlüsse aus der Erfahrung ziehen, dass die weltweit lockere Geldpolitik der vergangenen Jahre einen Wachstumsschub bewirkt hat. Der gegenwärtige Liquiditätsüberschuss im Euro-Raum zwingt zwar nicht zu einer schnellen weiteren Straffung der Geldpolitik, da er kein Kurzfristindikator ist. Er zwingt jedoch zu erhöhter Wachsamkeit und dem Beibehalten einer Zinserhöhungsneigung.

---

Bernd Hayo

## Die Rolle der Geldmenge in der Geldpolitik und in der geldpolitischen Strategie

---

Langen Zeit galt Milton Friedmans Aussage aus den 1960er Jahren „Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon“ nicht nur als eine bestimmte Interpretation der Quantitätstheorie, sondern als zentrale Erkenntnis für die Geldpolitik.<sup>1</sup> Wenn das Geldmengenwachstum unter Kontrolle bliebe, dann würden auch die Prei-

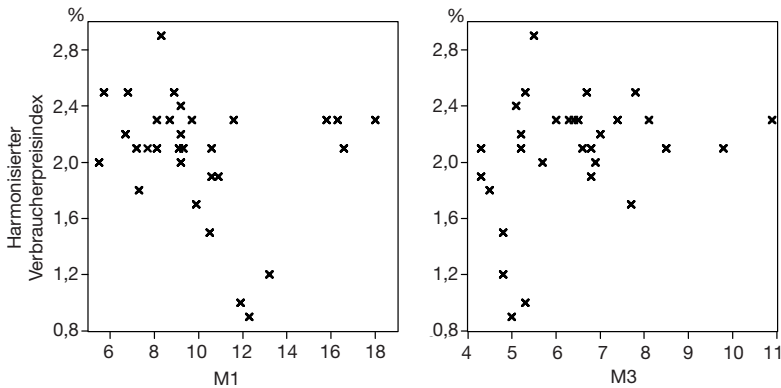
se langfristig stabil sein. Im Jahr 2003 erschien Michael Woodfords einflussreiches Buch zur modernen monetären Ökonomie „Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy“<sup>2</sup>. In diesem Buch kommt die Geldmenge praktisch nicht mehr vor. Hat sich die Geldmenge als Einflussfaktor der Geldpolitik damit überlebt?

Erst einmal sollte man betonen, dass natürlich Inflation im Sinne einer positiven Veränderungsrate des Preisniveaus nicht immer und überall ein monetäres Phänomen ist. Auf die Preise wirken viele Arten von Angebots- und Nachfrageschocks ein, die den positiven Zusammenhang zwischen Inflation und Geldmengenwachstum kurz- und mittelfristig stark überlagern können. Friedmans Aussage bezieht sich daher nur auf

<sup>1</sup> M. Friedman: Inflation: Causes and Consequences, Asia Publishing House, New York 1963.

<sup>2</sup> M. Woodford: Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy, Princeton 2003.

**Abbildung 1**  
**Geldmengenwachstumsraten und Inflationsrate im Eurogebiet**  
**1999-2006**  
 (in %)



Quelle: EZB Webseite, Quartalsdaten.

Inflation definiert als langfristige Veränderung des Preisniveaus. Die kurzfristigen Schwankungen des Preisniveaus reflektieren relative Preisänderungen. Relative Preisänderungen sind normalerweise der Ausdruck eines funktionierenden Preissystems in der Volkswirtschaft und kein Anzeichen einer schwachen Geldpolitik. Empirisch ist in einer Stichprobe „aller“ Volkswirtschaften der Welt der langfristig enge Zusammenhang zwischen Geldmengenanstieg und Inflationsrate nicht zu verwerfen.<sup>3</sup>

#### Geldmengenwachstum und Inflation im Eurogebiet

Wie sieht die Beziehung von Geldmengenwachstum und Inflation im Eurogebiet aus? Abbildung 1 enthält Streudiagramme der Veränderungsrate des harmonisierten Verbraucherpreisindex mit den Wachstumsraten der engen Geldmenge M1 (links) und der breiten Geldmenge M3 (rechts).

<sup>3</sup> Den Zusammenhang zwischen Inflation und Geldmengenwachstum in einer Querschnittsanalyse zeigen z.B. G.T. Jr. Mc-Candless, W. E. Weber: Some Monetary Facts, Federal Reserve Bank of Minneapolis, in: Quarterly Review, Vol. 19, 1995, S. 2-11. Evidenz basierend auf Zeitreihendaten findet sich unter anderem in J. Stock, M. Watson: Interpreting the Evidence on Money Income Causality, in: Journal of Econometrics, Vol. 40, 1988, S. 161-182.

Es wird deutlich, dass kein enger Zusammenhang zwischen den Geldmengenwachstumsraten und den jeweiligen Jahresveränderungen der Konsumentenpreise herrscht. Für die Wachstumsrate der Geldmenge M3 wird immerhin ein positiver Zusammenhang mit der Inflationsrate deutlich (Korrelation: 0,30). Für die Geldmenge M1 findet sich aber sogar ein negativer Zusammenhang über den Untersuchungszeitraum (Korrelation: -0,19). Dies liegt insbesondere daran, dass durch die Erwartung der Währungsunion und die Einführung des Eurobargelds die Geldmenge M1 großen Schwankungen ausgesetzt war. Diesbezüglich war die Wahl eines breiten Geldmengenaggregats als Größe für die Berechnung des monetären Referenzwerts sehr sinnvoll. Der Preis dieser Entscheidung ist die typischerweise geringere geldpolitische Steuerbarkeit von M3 im Vergleich zu M1.

Ein starkes Argument gegen die Berücksichtigung der Geldmenge als wichtige geldpolitische Steuergröße ist aus diesen Beobachtungen nicht unbedingt abzuleiten, aber sie unterstreichen das Problem, dass unter bestimmten Umständen auch in der für die Geldpo-

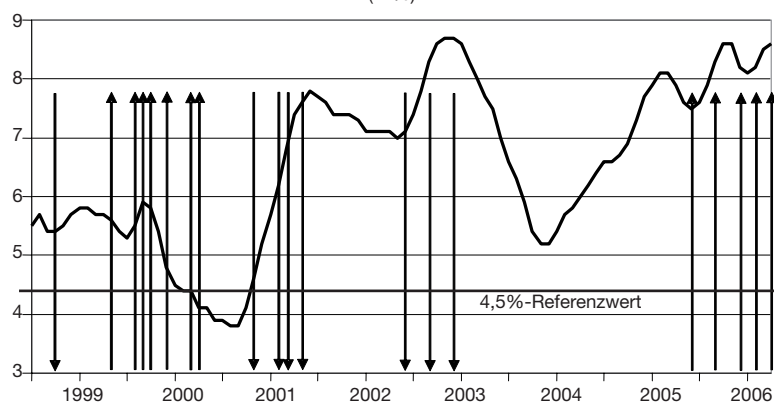
litik durchaus relevanten mittleren Frist die Geldmengenentwicklung nicht im erwarteten Verhältnis zur Inflationsrate stehen kann. Darüber hinaus kann in einer Stichprobe „aller“ Länder der Welt gezeigt werden, dass für Länder, die in der Ausgangsperiode der Untersuchung bereits durch niedrige Inflation gekennzeichnet sind, der positive Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation kaum noch vorhanden ist.<sup>4</sup>

Es stellt sich hier auch die Frage, ob denn alle Güterpreise normalerweise ungefähr gleich viel im Zeitablauf schwanken oder anders ausgedrückt, ob umfassende Indikatoren wie der harmonisierte Index der Verbraucherpreise eine gute Zielgröße für die Geldpolitik ist. Empirisch lässt sich zeigen, dass manche Güter eine sehr viel höhere Varianz aufweisen als andere Güter, z.B. Rohstoffe und Vorprodukte. Daraus leitet sich die Vorstellung ab, dass man in einem bestimmten Zeitpunkt die zu erwartenden langfristigen Änderungen im Preisniveau besser durch einen Index abbilden kann, der um diese im Preis stark schwankenden Güter bereinigt wurde. Die Veränderungsrate eines solchen Index nennt man Kerninflation. Typischerweise ist eine solche Kerninflationsrate stärker mit dem Geldmengenwachstum korreliert als die Konsumentenpreisveränderungen.<sup>5</sup> Auf der anderen Seite ist die konkrete Definition einer Kerninflationsrate recht willkürlich bzw. mechanisch bei Anwendung eines statistischen

<sup>4</sup> P. De Grauwe, M. Polan: Is inflation always and everywhere a monetary phenomenon?, in: Scandinavian Journal of Economics, Vol. 107, 2005, S. 239-259.

<sup>5</sup> Siehe M. Neumann, C. Greiber: Inflation and core money growth in the euro area, Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 1: Studies of the Economic Research Centre, Nr. 26, Frankfurt 2004; K. Gerlach, S. Gerlach: Understanding the link between money growth and inflation in the euro area, in: D. Cobham (Hrsg.): The Travails of the Eurozone, Palgrave MacMillan, Houndmills (im Erscheinen).

**Abbildung 2**  
**Geldmengenwachstum und Zinsentscheidungen 1999-2006**  
 (in %)



Hinweis: M3-Wachstum in % zum Vorjahresmonat. ↓: Zinssenkungen, ↑: Zinserhöhungen.

Quelle: Daten von der EZB-Webseite.

Filters. Der Auftrag der Geldpolitik im Sinne einer für die Öffentlichkeit transparenten Stabilisierung des volkswirtschaftlichen Preisniveaus kann besser durch einen konventionellen Indikator wie dem Konsumentenpreisindex abgebildet werden.

Von entscheidender Bedeutung für die Geldpolitik erscheint aber nicht unbedingt die langfristige Assoziation zwischen Geldmenge und Preisen. Es ist zu betonen, dass es sich hier erstmal nur um eine Korrelation handelt und man nicht verkennen sollte, dass die Geldmenge nicht direkt durch die Zentralbank kontrolliert werden kann. Zum einen hängt nämlich die resultierende Geldmenge von der Geldnachfrage ab, zum anderen kann selbst das Geldangebot nicht als durch die Zentralbank unmittelbar kontrollierbare exogene Größe betrachtet werden. Diese Aussage gilt übrigens auch für das Bundesbankregime mit seinem Fokus auf der Geldmenge.<sup>6</sup> Wenn man daher über die sehr naive Vorstellung einer direkten Steuerung der Geldmenge hinausgeht, dann kommt

<sup>6</sup> D. Nautz: Wie brauchbar sind Multiplikatorprognosen für die Geldmengensteuerung der Bundesbank?, in: Kredit und Kapital, Vol. 31, 1998, S. 171-89.

man zur Frage, welche Rolle die Geldmenge für die Formulierung der Geldpolitik spielen soll.

#### Die Rolle der geldpolitischen Strategie

Welche Rolle nimmt nun die Geldmenge im Rahmen der geldpolitischen Strategie ein? Eine geldpolitische Strategie kann nach innen und/oder nach außen gerichtet sein. Möglicherweise gibt es sogar Unterschiede zwischen der internen und externen Strategie. Konzentrieren wir uns hier auf die nach außen gerichtete Strategie. Ein wesentliches Ziel einer geldpolitischen Strategie sollte die Kommunikation und Erläuterung der geldpolitischen Entscheidungen in einem transparenten und nachvollziehbaren Rahmen sein, die die Erwartungen des privaten Sektors stabilisiert.

In der Zwei-Säulen-Strategie der EZB liegt der Fokus der monetären Säule auf dem Wachstum der Geldmenge M3. Im Zeitraum 1999-2006 ist ein lockerer, aber positiver Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflationsrate zu beobachten (siehe Abbildung 1). Als Referenzwert wurde von der EZB eine Geldmengenwachstumsrate von 4,5% des gleitenden

Dreimonatsdurchschnitts von M3 gewählt. In Abbildung 2 werden diese Geldmengenwachstumsraten in einem Diagramm dargestellt, zusammen mit dem Referenzwert und den bisher erfolgten Zinsänderungen der EZB.

Es ist keine offensichtliche Reaktion der Geldpolitik auf das Geldmengenwachstum festzustellen. Um als Beispiel die jüngsten Zinsänderungen heranzuziehen: warum steigen die Zinsen erst 2006, obwohl die Geldmengenwachstumsrate schon viel länger über dem Referenzwert liegt und seit Mitte 2004 sogar weiter ansteigt? Ähnliche Argumente lassen sich auch für die anderen Phasen aktiver Geldpolitik finden. Mit anderen Worten: im Rahmen der geldpolitischen Strategie der europäischen Zentralbank kommt der Geldmenge in der Praxis keine besondere Bedeutung zu. Erkennen kann man in der Abbildung eher einen anderen interessanten Zusammenhang: Das Geldmengenwachstum reagiert auf die Zinsänderungen, d.h. ein Liquiditätseffekt liegt im Eurogebiet vor.

#### Die monetäre Säule der geldpolitischen Strategie der EZB

Wie oben skizziert, werden die Verteidiger der geldpolitischen Säule zu Recht einwenden, dass diese nur für die längerfristigen Inflationsrisiken relevant sein kann. Hier ist es aber sicher als unglücklich einzustufen, dass die EZB nach der geringfügigen Modifikation ihrer geldpolitischen Strategie keine regelmäßige Überprüfung des Referenzwertes mehr vornimmt.<sup>7</sup> Aufgrund des Verlaufs der Geldmengenwachstumsraten und der korrespondierenden Inflationsraten drängt sich der Eindruck auf,

<sup>7</sup> Eine Zusammenfassung wesentlicher Aspekte der Geldpolitik der EZB findet sich in B. Hayo: European Monetary Policy: Institutional Design and Policy Experience, in: INTERECONOMICS, 38. Jg. (2003), H. 4, S. 209-218.

dass es eine Anpassung des Referenzwertes hätte geben müssen, wenn die EZB der Geldmengenentwicklung ernsthafte Beachtung schenkte. Ungefähr sechs Jahre lang wächst die Geldmenge oberhalb des Referenzwertes, ohne dass die europäische Geldpolitik offensichtlich darauf reagiert. Damit wird auch eine Sichtweise der Geldmenge als langfristiger Indikator unglaubwürdig.

Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass die bisher erzielte durchschnittliche Inflationsrate nur geringfügig oberhalb der Zielgröße von 2% pro Jahr liegt. Wenn die Geldmenge nur um 4,5% gewachsen wäre, dann hätte man, ceteris paribus, mit deutlich niedrigeren Preissteigerungen rechnen müssen. Diese hätten, zumindest in einigen Mitgliedsländern, die Gefahr eines absoluten Rückgangs des Preisniveaus massiv geschürt. Diesbezüglich erscheint es also eher angemessen, dass die EZB nicht versucht hat, das Geldmengenwachstum auf den Referenzwert zu drücken. Wollte die EZB erreichen, dass die Geldmengensäule in ihrer Strategie ernst genommen wird, dann müsste sie den Referenzwert erhöhen. So könnte man die Situation einer mittelfristig schneller als 4,5% wachsenden Geldmenge als Anzeichen dafür interpretieren, dass das Trendwachstum des BIP und/oder der Rückgang in der Umschlagshäufigkeit unterschätzt wurden. Es ist nicht überzeugend, die Abweichungen vom Referenzwert über so viele Jahre mit kurzfristigen Effekten zu begründen. Diese Überlegungen verweisen darauf, dass die Hoffnungen auf eine stabile Geldnachfrage im Eurogebiet, die auf Schätzungen mit Hilfe synthetischer historischer Eurogebietsdaten beruhen, sich anscheinend nicht erfüllt haben.<sup>8</sup>

Möglicherweise beruhte die gemessene besondere Stabilität der europäischen Geldnachfrage auf einem Glättungseffekt aufgrund der Aggregation der nationalen Zeitreihen, welcher nach der Einführung der gemeinsamen Geldpolitik wegfällt.<sup>9</sup> Es ist allerdings noch nicht klar, ob sich tatsächlich die langfristige Geldnachfrage oder nur ihre kurzfristige Dynamik oder beide geändert haben.

Unabhängig von möglichen Instabilitäten der Geldnachfrage und den dadurch resultierenden Steuerungsproblemen hat die Geldpolitik sowieso keine Möglichkeit, kurzfristig einen starken Einfluss auf die Inflationsrate auszuüben. Der maximale Effekt eines geldpolitischen Impulses auf die Preise tritt typischerweise erst nach 18-24 Monaten auf. Damit muss eine sinnvolle Geldpolitik in jedem Fall vorwärts und auf die mittlere bis lange Frist gerichtet sein. Die entscheidende Schwäche der Zwei-Säulen-Strategie der EZB liegt also nicht unbedingt darin, dass der Geldmenge besondere Aufmerksamkeit geschenkt wird. Das Problem ist vielmehr, dass diese nicht dazu geeignet ist, die geldpolitischen Reaktionen überzeugend zu begründen oder gar den privaten Akteuren die Möglichkeit einer informierten Erwartungsbildung zu geben. Nun mag man einwenden, dass die EZB nur noch selten die Märkte mit ihren geldpolitischen Maßnahmen überrascht. Das ist richtig, aber kein Verdienst der geldpolitischen Strategie, sondern eine Folge der mehr oder weniger direkten Ankündigung des weiteren geldpolitischen Vorgehens. Damit ist aber eine offizielle geldpolitische Strategie unnötig, denn die Geldpolitik wird dann weitgehend diskretionär durchgeführt und die jeweilige Entscheidung je

nach Bedarf mit unterschiedlichen Argumenten begründet.

### Erkenntnisse aus geldpolitischen Reaktionsfunktionen

Nun kann man schließlich noch fragen, ob durch die tatsächliche Einbeziehung der Geldmenge in die Strategie ein klarer Mehrwert für die geldpolitischen Entscheidungen gewonnen würde. Oben wurde festgestellt, dass eine ernsthafte Berücksichtigung zumindest der Dynamik der Geldmengenentwicklung ab Mitte 2004 zu einem früheren Anstieg der Zinsen hätte führen müssen. Abbildung 3 enthält die Geldmarktzinsen im Euroraum und langfristige Zielzinsen, die aus einer für die EZB geschätzten geldpolitischen Reaktionsfunktion (Taylor-Regel) gewonnen wurden. In einer Taylor-Regel werden die Zinsen als Reaktion der Abweichungen der Variablen Inflationsrate und Kapazitätslücke von ihren Zielgrößen modelliert. Die Geldmenge findet in dieser Spezifikation keine Berücksichtigung.

Es wird in der Abbildung aufgrund der Abweichung der Zielzinsen von den tatsächlichen Zinsen deutlich, dass auch nach dieser geschätzten geldpolitischen Reaktionsfunktion der Anstieg der Zinsen bereits ab 2004 hätte erfolgen sollen und nicht erst ab Dezember 2005. Die Berücksichtigung der Geldmenge in der geldpolitischen Strategie erscheint daher weder als hinreichende noch als notwendige Bedingung einer erfolgreichen Geldpolitik.

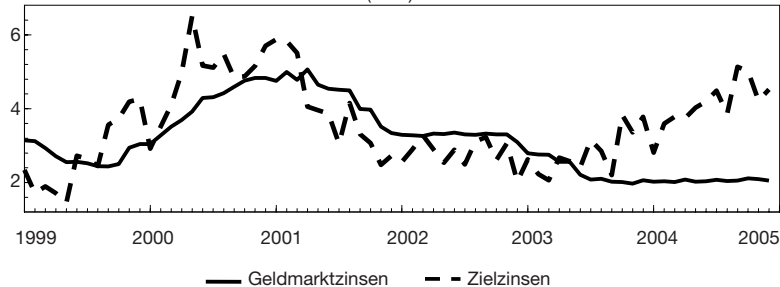
Von vielen monetären Ökonomen wird seit einigen Jahren die Strategie direkter Inflationsziele als attraktive Alternative propagiert.<sup>10</sup> Im Gegensatz zur Zwei-Säulen-Strategie könnte diese die Transparenz und die Kommunikation besser för-

<sup>8</sup> B. Hayo: Estimating a European Demand for Money, in: Scottish Journal of Political Economy, Vol. 46, 1999, S. 221-244.

<sup>9</sup> I. J. M. Arnold: The Myth of a Stable European Money Demand, in: Open Economies Review, Vol. 5, 1994, S. 249-259.

<sup>10</sup> L. Svensson: The First Year of the Eurosystem: Inflation Targeting or Not?, in: American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 90, 2000, S. 95-99.

**Abbildung 3**  
**Geschätzte Zielzinsen und tatsächliche Geldmarktzinsen**  
**im Euroraum**  
 (in %)



Hinweis: Grundlage bildet folgende Schätzung über den Zeitraum Januar 1999-Mai 2003: Zielzinsen = 1,5 Inflation in einem Jahr + 0,60 Kapazitätslücke + 0,32.

Quelle: B. Hayo, B. Hofmann: Comparing Monetary Policy Reaction Functions: ECB versus Bundesbank, in: Empirical Economics, Vol. 31, 2006, S. 645-662.

dern. Allerdings darf man nicht vergessen, dass die Geldpolitik nicht direkt die zukünftige Inflation steuert, sondern nur die heute vorhergesagte, zukünftige Inflationsrate. Wenn die Inflationsprognose über der Zielinflationsrate liegt, dann würden die Zinsen erhöht und umgekehrt. Die zugrunde liegenden, intern erstellten Inflationsprognosen lassen im Prinzip ebenfalls einen erheblichen diskretionären Spielraum zu, denn welche Variablen für die Vorhersage genutzt werden, ist a priori offen. Um auf den Anfang der Diskussion zurückzukommen: Wenn Milton Friedman Recht hat und Inflation langfristig von der Geldmenge abhängt, dann

ist die Geldmenge als vorlaufender Indikator im Rahmen einer solchen langfristigen Inflationsprognose immer noch nützlich.

**Schlussfolgerung**

Das Fazit unserer Überlegungen lautet also: Die Geldmenge hat nicht ausgedient, sie sollte in der Geldpolitik weiterhin besondere Beachtung finden. In Hinblick auf die Erkenntnisse Woodfords ist anzumerken, dass in der von ihm verwendeten Klasse ökonomischer Modelle die Geldmenge konstruktionsbedingt keine besondere Funktion erfüllen kann. Daraus leitet sich aber nicht die Schlussfolgerung ab, dass die Geldmenge für

die praktische Geldpolitik irrelevant geworden ist. Ob sich aber aus der allgemeinen Bedeutung der Geldmenge für die Geldpolitik explizit die Forderung nach einer prominenten Rolle in der geldpolitischen Strategie einer Zentralbank ableiten lässt, ist eher fraglich. In jedem Fall erscheint die Art und Weise, wie die Geldmenge in Rahmen der Zwei-Säulen-Strategie der EZB genutzt wird als unbefriedigend.

Eine Alternative bestünde darin, die Geldmenge wirklich ernst zu nehmen und zu einer konsequenteren geldpolitischen Strategie überzugehen. Wie oben angedeutet gibt es dabei allerdings eine Reihe von Problemen.

Eine andere Alternative für die EZB bestünde darin, explizit eine Strategie direkter Inflationsziele zu entwickeln. Im Rahmen einer solchen Strategie würde der Geldmenge dann eine wichtige Indikatorfunktion bei der Prognose der Inflationsrate zukommen.

Zusammenfassend bleibt also festzuhalten, dass die Geldmenge für die Geldpolitik weiter relevant ist. Daraus folgt aber nicht, dass die Geldmenge auch unbedingt eine exponierte Stellung in der Formulierung der geldpolitischen Strategie einnehmen sollte.

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 geldpoli-

tischen 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 steu-

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



ern. 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 Ständige 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 mone-

täre 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 Geldmen-

gengröße hinaus. Sie umfasst unterschiedliche Geldmengenaggregate und ihre Teilkomponenten, die Bilanzgegenposten, insbesondere die Kreditentwicklung in all ihren Facetten sowie Finanzströme und Vermögenspreise. Auch die Analyse 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

<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.

<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.

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 unverständlich, dass mit dem inzwischen zum Standardmodell avancierten neukeynesianischen 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:

<sup>5</sup> Zu den neukeynesianischen 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.

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 konjunkturelle 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.

<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.

Vor einem Finanzmarkt-Crash nahm die Geldmenge stets übermäßig stark zu.<sup>7</sup> Die Geldmengen- 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

<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.*

<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.

den gleichen Finanzmarktvariablen abhängt.<sup>9</sup>

Aus einer mehr grundsätzlichen Perspektive bildet die Geldmenge 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 neukeynesianischen 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

<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.

die kurzfristigen Geldmarktzinsen zu beschreiben. Auf der operativen Ebene ist „Geld“ eine passive Größe.<sup>10</sup> Der monetäre Transmissionsprozess 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 neukeynesianischen 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

<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.

<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.

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 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 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

<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.

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

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 neuklassischen 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 Entscheidungsprozess 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 Rechtsfertigungen Vorschub. Dies führt zwangsläufig zu Ineffizienzen und destabilisierenden Entwicklungen, vor allem bei den Inflationserwartungen. Dadurch landet man schnell in einer Welt, in der „look-

ing 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 auszugestalten 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.

Martin Leschke, Thorsten Polleit

## Zurück zur Geldmengenorientierung

Ohne Vorstellungen über die Rolle des Geldes für die freie Gesellschaft lässt sich weder ein bestimmtes Ziel noch eine konkrete Ausgestaltung der Geldordnung empfehlen. Ganz in diesem Sinne schrieb Ludwig von Mises (1881-1973): „Es ist unmöglich, die Bedeutung der Idee eines gesunden Geldes zu errahnen, wenn man nicht realisiert, dass es erdacht wurde als ein Instrument zum Schutz der bürgerlichen Freiheit gegen despotische staatliche Eingriffe. Ideologisch betrachtet gehört es in dieselbe Kategorie wie die Verfassung und die ‚Bill of Rights‘.“<sup>1</sup>

Dass Mises den (Fort-)Bestand der freiheitlichen Gesellschaftsordnung an verlässliches Geld knüpft, ist verständlich. Mit ihr verbindet

<sup>1</sup> L. v. Mises: The Theory of Money and Credit, Liberty Fund, Indianapolis 1981, 1912, S. 454, eigene Übersetzung.

sich die Marktwirtschaft, die sich durch Eigentumsrechte, Spezialisierung und freien Handel auszeichnet. In der Marktwirtschaft soll jeder die Möglichkeit haben, durch seine Angebote die Wünsche der Nachfrager zu bedienen und so Gewinne und Eigentum zu erzielen. Die Arbeitsteilung erhöht die Produktivität und die Differenziertheit der Märkte. Arbeitsteilung und Wettbewerb erhöhen die Vielfalt der Kontrakte. Um diese effizient abschließen zu können, bedarf es eines von allen Akteuren akzeptierten Tausch- bzw. Zahlungsmediums: Man benötigt verlässliches Geld!

### Inflation als kollektives Übel

Inflation – der Verfall der Kaufkraft des Geldes – ist ein kollektives Übel. Ist der Staat der Geldemittent, bereichert er sich durch Inflation auf Kosten der Bürger.

So kommt es zum Beispiel bei einer (über)proportional steigenden Einkommensteuer regelmäßig zu einem Ansteigen der realen Steuerlast („creeping bracket“) und einem Anwachsen der Staatsquote. Inflation zieht eine Umverteilung von Einkommen und Vermögen nach sich, die nicht mit der Marktleistung in Einklang steht; so verlieren alle, die sich schlecht durch Vermögensumschichtungen dem Realwertverlust des Geldes entziehen können und natürlich auch all diejenigen, die kein Vermögen haben und deren Nominallöhne nicht mit der Inflation Schritt halten.

Vor allem aber beschädigt Inflation den Preismechanismus – den zentralen Koordinierungsmechanismus der Marktwirtschaft. Weil Inflation die einzelnen Güterpreise zunächst unterschiedlich stark und zu unterschiedlichen Zeiten

beeinflusst, können die Preise die volkswirtschaftlichen Knappheitsverhältnisse nicht mehr adäquat anzeigen. Die Folge ist eine Fehlallokation von knappen Ressourcen, die nachfolgend Investitionen, Beschäftigung und den Wachstumspfad der Volkswirtschaft negativ beeinflusst.

Wertverluste sowie enttäuschte Beschäftigungs- und Einkommenserwartungen, die weite Teile der Bevölkerung in Zeiten der Inflation erleiden, können letztlich den öffentlichen Konsens für das marktwirtschaftliche Gefüge ins Wanken bringen. Als Folge ergibt sich ein Ruf nach Staatsinterventionen wie z.B. Forderungen nach „Mietstopps“ oder eine politische Begrenzung der Preise der Güter des täglichen Bedarfs, also die Einschränkung von Freiheitsrechten (Vertragsfreiheit), um andere Interessen kurzfristig zu begünstigen (Stichwort: „gerechte Einkommensverteilung“). Dies alles beschädigt das freie Marktsystem schwer. Inflation kann sogar den Weg in totalitäre Systeme ebnen; zu denken ist an die deutsche Erfahrung im Zuge der Hyperinflation im Jahre 1923.

Die entscheidende Frage, die an die Ausgestaltung der Geldordnungen zu richten ist, lautet also: Wie muss eine Geldordnung konzipiert werden, die mit freiem Unternehmertum und mit Vertragsfreiheit vereinbar ist und die zugleich auch einen Schutz bietet gegen willkürliche und schädliche Eingriffe der Regierungen, so dass wirtschaftliche und politische Freiheit nachhaltig gesichert werden?

### **Konzepte für stabiles Geld**

Noch Ende der 1980er Jahre schrieb der große liberale Denker Friedrich August von Hayek (1899-1992): „Die Geschichte staatlichen Umgangs mit Geld ist, mit Ausnahme einiger kurzer glücklicher Perioden, eine Geschichte von un-

ablässigem Lug und Trug. In dieser Hinsicht haben sich Regierungen als weit unmoralischer erwiesen, als es je eine privatrechtliche Körperschaft hätte sein können, die im Wettbewerb mit anderen eigenen Arten von Geld auf den Markt bringt.“<sup>2</sup>

Aufgrund seiner Sorge, der Staat werde die Macht über das Geld missbrauchen, votiert Hayek für den freien Wettbewerb der Währungen. Das staatliche Geldangebotsmonopol soll fallen, stattdessen soll es allen Marktakteuren grundsätzlich freistehen, Geld zu emittieren. Das beste Geld, so Hayek, würde sich im Markt durchsetzen. Vor ihm hatte bereits Mises für ein Wettbewerbsmodell plädiert. Er war der Meinung, der freie Wettbewerb des Geldes würde letztlich zu einem Goldstandard führen.

Die Sorge vor einem Machtmissbrauch des Staates schien bei Milton Friedman (1912-2006) noch stärker ausgefallen zu sein als bei Hayek. Friedman fürchtete, dass sich bei einem freien Währungswettbewerb der Staat früher oder später doch einmischt (indem er etwa sein eigenes Geld emittiert) und den Wettbewerb zerstört. Sein – zunächst paradox klingendes – Rezept lautete daher, dass staatliche Geldangebotsmonopol beim Staat zu belassen, gleichzeitig jedoch die Ermessensfreiheit der staatlichen Zentralbank eng zu begrenzen.

Konkret schlug Friedman vor, die geldpolitische Behörde per Verfassung zu beauftragen, die Geldmenge mit einer vorab bekannten, konstanten Rate pro Jahr (er nannte zwischen 3 und 5%) auszuweiten.<sup>3</sup> Auf diese Weise sollte die

<sup>2</sup> F. A. von Hayek: Die verhängnisvolle Anmaßung, Die Irrtümer des Sozialismus, Tübingen 1996, S. 112.

<sup>3</sup> Um die Kontrollierbarkeit der Geldmenge zu gewährleisten, schlug Friedman eine Mindestreserve von 100% vor, das Bankensystem könnte dabei also keine multiple Geldschöpfung mehr betreiben.

Wirtschaft mit einer im Zeitablauf vorhersehbar steigenden Geldmenge versorgt werden. Zudem sollten so willkürliche Eingriffe der Regierungen abgewehrt und der diskretionäre Handlungsspielraum der Notenbank, der zu fehlerhafter Politik führen und so den Geldwert ruinieren kann, eingedämmt werden.

Während Hayek auf die freien Marktkräfte anstatt auf den Staat setzte, um stabiles, verlässliches Geld zu generieren, wollte Friedman dem Geldmonopol des Staates einen produktiven Regelrahmen geben: „Regeln anstelle von Diskretion“ war seine Devise, um unerwünschte Auswüchse der Geldpolitik zu unterbinden.

### **Die heutigen Papiergeldordnungen**

Die heutigen Papiergeldordnungen zeichnen sich durch drei Charakteristika aus. Erstens hält der Staat grundsätzlich das Geldangebotsmonopol. Zweitens wurde als Schutzvorrichtung den staatlichen Zentralbanken Unabhängigkeit vom tagespolitischen Druck gewährt. Und drittens soll die Geldpolitik vor allem für Preisniveaustabilität sorgen.

Die heutigen Geldordnungen stehen damit jedoch weder im Einklang mit Hayeks Vorschlag noch mit dem von Friedman. Letzterer empfahl zwar, die Zentralbanken politisch unabhängig zu machen. Er verband dies aber mit der Forderung, ihr Handeln per Verfassung auf die Ausweitung der Geldmenge zu begrenzen.

Während die politische Unabhängigkeit der Zentralbanken auf der einen Seite allgemein als wichtige Restriktion für verlässliches Geld akzeptiert wird, hat jedoch auf der anderen Seite die Regelbindung der Geldpolitiker in den letzten Jahren bis zur Unkenntlichkeit abgenommen. Die meisten Noten-

banken verfolgen mittlerweile eine Inflations-Zielsteuerung („Inflation Targeting“): Um die vorgegebene Inflation zu erreichen, setzen sie die Zinsen, indem sie eine Vielzahl von realwirtschaftlichen und monetären Variablen betrachten, ihre eigenen Schlussfolgerungen daraus ziehen und daraufhin die Zinsentscheidungen treffen.

Das Aufrechterhalten der geldpolitischen Unabhängigkeit der Zentralbanken bei gleichzeitiger Auflösung der Regelbindung bedeutet im Kern einen massiven Machtzuwachs der Geldpolitiker und damit auch – folgt man Friedman – ein anwachsendes Gefahrenpotenzial für den Geldwert. Denn die Geldpolitiker treffen ihre Entscheidungen fallweise. Und angesichts des unvollständigen Wissens sind Fehlentscheidungen unvermeidbar – die sich gerade im Geldwesen als fatal erweisen können.

Hayek erklärte Inflation damit, dass sich (Geld-)Politiker, wenn sie über Ermessensfreiheit verfügen, hauptsächlich mit den drängenden aktuellen Situationen befassen, weniger aber mit langfristigen Herausforderungen. Der Rückgriff auf eine Politik des „leichten Geldes“ sei üblicherweise der leichteste Ausweg aus momentanen wirtschaftlichen Schwierigkeiten. Inflation, so Hayek, sei damit unweigerlich das Ergebnis „einer Politik, die alle anderen Entscheidungen als Gegebenheiten ansieht, an die das Geldangebot so angepasst werden muss, dass der durch andere Maßnahmen angerichtete Schaden so wenig wie möglich bemerkt werden wird“<sup>4</sup>.

Bei Ökonomen, die für stabiles Geld eintreten, ist die Inflationszielsteuerung daher auch alles andere als unumstritten. Friedman lehnte sie ab. Natürlich war er der Mei-

nung, dass zwischen Geldmenge und dem Preisniveau eine langfristig stabile Verbindung bestehe, und dass Inflation über die Begrenzung der Liquiditätsexpansion zu vermeiden sei. Allerdings hielt er diese Beziehung nicht für so eng, unveränderlich und direkt, dass ein Inflationsziel eine geeignete Führung für die tägliche Arbeit der Zentralbanker abgeben würde. Aus diesem Grund sah er in der Beeinflussung der Geldmenge, nicht aber in der direkten Steuerung des Preisniveaus (oder der Inflation) eine rationale Strategie.

### Funktion der Geldmenge

Dass Inflation stets und überall ein monetäres Phänomen ist, gehört zu den in der Ökonomik wohl am besten gestützten Hypothesen – vor allem wenn man sich Entwicklungen in vielen Ländern der Welt anschaut. Und da in den heutigen Geldordnungen die Zentralbanken das Geldangebotsmonopol halten, sind sie es, die über die Geldversorgung für Inflation haftbar zu machen sind. Umso erstaunlicher ist es, dass kaum noch eine Notenbank der Geldmenge eine herausragende Rolle in ihrer Geldpolitik zuweist.<sup>5</sup> Dass sich die Geldpolitik nicht mehr von der Geldmenge – oder der Bankkreditexpansion (der Entstehungsseite der Geldmengenexpansion) – abhängig macht, mag vor allem drei Ursachen haben:

- Erstens ist die Inflation der Konsumentenpreise in den letzten Jahren auf historisch gesehen niedrige Niveaus gefallen; angesichts dieses Erfolges könnten die Zentralbanken die eigentliche Ursache – das langfristig reduzierte Kredit- und Geldmengen-

wachstum – aus den Augen verloren haben.

- Zweitens ist die Geldmengenorientierung im „Mainstream“ der geldtheoretischen Forschung schlichtweg aus der Mode gekommen.
- Und drittens werden häufig „Instabilitäten“ in der Geldnachfrage ins Feld geführt, die es Zentralbanken angeblich nicht mehr erlauben, ihre Zinspolitik auf Geldmengensignale zu stützen.

Die Geldnachfrage bezeichnet den Zusammenhang zwischen Geldmenge, Preisniveau, Output und Zinsen. Ihre Stabilität wird üblicherweise anhand von empirischen Untersuchungen ermittelt. Erweist sich die Geldnachfrage als stabil, so ist davon auszugehen, dass sich ein zu großes (kleines) Geldangebot früher oder später in ein steigendes (abnehmendes) Preisniveau übersetzt. Eine stabile Geldnachfrage ist demnach geeignet, die Effekte der Geldmengenänderung auf die künftige Preisentwicklung abzuschätzen.

Ob die Hypothese, dass die Geldnachfrage stabil ist, verworfen werden kann, ist jedoch fraglich. Zunächst ist das Datenbeschaffungsproblem zu nennen, das die Ergebnisse von empirischen Testanstrengungen in Frage stellt. So liegen in der Regel keine Daten für das volkswirtschaftliche Handelsvolumen vor, das – theoretisch gesehen – in empirischen Arbeiten zur Geldnachfrage eigentlich zu Grunde zu legen wäre. Stattdessen behilft man sich mit dem Bruttoinlandsprodukt, das jedoch allenfalls eine (nicht selten sehr ungenaue) Hilfsgröße ist.

Vor allem aber wird der Frage, wie das volkswirtschaftliche Preisniveau abzubilden ist, wenig Bedeutung geschenkt. Meist finden Preisindizes wie der Lebenshaltungspreisindex und der BIP-De-

<sup>5</sup> So etwa M. King: No money, no inflation – the role of money in the economy, in: Bank of England Quarterly Bulletin, Juni 2002, S. 162. Eine Ausnahme ist derzeit die Europäische Zentralbank (EZB), die ausdrücklich bei ihren Zinsentscheidungen die Ergebnisse ihrer „monetären Analyse“ einfließen lässt.

<sup>4</sup> F. A. v. Hayek: Die Verfassung der Freiheit, 1960, S. 419.

flator Verwendung. Beide erfassen jedoch die Preise für Bestandsvermögen (wie z.B. die von Häusern, Aktien und Bonds) nicht oder nur sehr unvollständig. Folglich kann eine Geldnachfrageanalyse, die die Preisentwicklung des Bestandsvermögens nicht oder nur unzureichend berücksichtigt, zu höchst fehlerhaften Schlussfolgerungen verleiten.

Gerade seit der zweiten Hälfte der 1990er Jahre ist in vielen Volkswirtschaften ein deutlicher Anstieg der Preise für Bestandsvermögen zu beobachten, während die der Endverbrauchsgüter gemäßigt blieben. Die so genannte Vermögenspreisinflation („Asset Price Inflation“) hat zwar in den letzten Jahren zusehends an Interesse in der akademischen Forschung und in der praktischen Geldpolitik gefunden. Dennoch scheint man noch sehr zögerlich zu sein, Vermögenspreiszuwächse der Geldmengenentwicklung zuzuschreiben. Somit kann man nicht ausschließen, dass, sollten die Vermögenspreise adäquat berücksichtigt werden, sich die Geldnachfragen in vielen Ländern als durchaus stabil erweisen.

Die Notenbanken haben in den letzten Jahren nur wenig Anstrengungen unternommen, (alternative) Geldmengenaggregate zu untersuchen, die eine für die Geldpolitik stabile Nachfragefunktion aufweisen (könnten).<sup>6</sup> Ein Geldmengenaggregat ist nämlich nicht eindeutig bestimmt, sondern es ergibt sich letztlich aus Gründen der Praktikabilität, d.h. der Prognosevalidität. Analysen über die Nachfragefunktionen alternativer Geldmengendefinitionen können jedoch nur die Notenbanken anfertigen – denn „Outsidern“ stehen

die notwendigen Daten meist nicht zur Verfügung.

### **Rückkehr zur Geldmengenorientierung**

Die Kredit- und Geldmengenorientierung der Geldpolitik ist kein Selbstzweck. Sie folgt dem Ziel, die Inflationsgefahr, die dem staatlichen Geldangebotsmonopol immanent ist, und die daraus resultierende Bedrohung für die freie Gesellschaft zu reduzieren. Sie ist kein „Schönwetterregime“, sondern ein weitsichtiges Konzept: Die Geldmengenorientierung berücksichtigt polit-ökonomische Überlegungen, die für die Inflation und gesellschaftliche Entwicklung relevant sind: Unverantwortliche Staatseingriffe und fehlerhafte Entscheidungen der Geldpolitiker sollen möglichst vermieden werden.

Die Geldmengenorientierung beansprucht nicht, zu jedem Zeitpunkt das wünschenswerteste Politikergebnis zu erzielen. Ihr Wert ergibt sich vielmehr durch das Abwägen von Kosten, die aus einem Verzicht auf diskretionäre Eingriffe entstehen, gegen den Nutzen, der aus der Verhinderung schwerer monetärer Krisen und ihrer Folgen für das Ideal der freiheitlichen Gesellschaft resultiert. Die Herausbildung eines gesellschaftlichen Konsenses für eine Geldmengenorientierung der Zentralbank verlangt daher letztlich die Einsicht in die begrenzte Fähigkeit des Staates, wünschenswerte Ergebnisse mittels diskretionärer Interventionen zu erreichen.

Mittlerweile ist die Inflationszielsteuerung zum „State of the Art“ geworden. Ihr „flexibler“ und „pragmatischer“ Ansatz wird gegenüber einer Geldmengenorientierung bevorzugt. Die jüngste Phase niedriger Endverbraucherpreisinflation sowie auch ein erstaunlich großes Vertrauen in die Kompetenz der Geldpolitiker, durch fallweises Handeln die richtigen Entschei-

dungen zu treffen, dürften dazu beigetragen haben. Hinzu kommt die geschwundene Unterstützung der akademischen Lehre und Forschung für eine Geldmengenorientierung.

Es wäre jedoch eine Anmaßung, wollte man ein abschließendes Urteil über Kosten und Nutzen einer strikten regelgebundenen Geldmengenorientierung und einer Geldpolitik, die flexibel handelt, vornehmen. Die Geschichte der neuen Macht der Zentralbanken ohne Geldmengen-Regelbindung ist noch viel zu kurz, und das erworbene Wissen über dieses System ist noch viel zu dürftig. Bis mehr Wissen angesammelt ist, empfiehlt sich beim Umgang mit dem Machtfaktor Geldpolitik mehr Zurückhaltung, als es die Zentralbankentscheider derzeit erkennen lassen.

Angesichts der Folgen, welche die regellose Geldpolitik bereits nach sich zieht – drastische Verschuldungsausweitung und Vermögenspreisinflation – bleibt zu hoffen, dass die Geldpolitik mit Blick auf diese Herausforderungen (um-)gestaltet wird, und die Gesellschaften nicht erst durch eine schwere Krise gezwungen werden, sich auf eine nach festen (Geldmengen-)Regeln agierende Geldpolitik zurückzubedenken. In ihrem Werk „A Monetary History of the United States, 1867-1960“ aus dem Jahre 1963 schließen Milton Friedman und Anna Jacobson Schwartz: „Eine Sache, bei der wir zuversichtlich sind, ist, dass die Geschichte des Geldes auch weiterhin Überraschungen bereithält für diejenigen, die ihrer künftigen Entwicklungen folgen – Überraschungen, die Geldtheoretiker und Staatmänner gleichermaßen auf eigene Gefahr ignorieren.“<sup>7</sup>

<sup>6</sup> Eine Ausnahme ist unseres Wissens die (EZB), die sich vor allem jüngst wieder verstärkt der „monetären Analyse“ verschrieben hat.

<sup>7</sup> M. Friedman, A.J. Schwartz: A Monetary History of the United States, 1867 – 1960, NBER, New York 1963, S. 700; eigene Übersetzung.