

---

# POLICY PLATFORM

## Policy Letter

# Die Notenbanken und das liebe Geld: Von Zinsen, Inflation und konjunkturereller Überhitzung

**Volker Wieland**

Institute for Monetary and Financial Stability (IMFS)

**September 2012**

Dieser Artikel ist erschienen in:

*Forschung Frankfurt*, 30. Jahrgang, 2./2012, S. 33-35.

# Die Notenbanken und das liebe Geld

## Von Zinsen, Inflation und konjunktureller Überhitzung

von Volker Wieland

*Notenbanken haben heute nicht die Aufgabe die Geldmenge zu kontrollieren. Ihr Job ist es, den Wert des Geldes – und damit den Preis der Wirtschaftsgüter in der jeweiligen Währung – zu stabilisieren. Doch wie ist diese Preisstabilität am besten herzustellen? Muß man dabei nicht doch die Geldmenge im Auge behalten? Unter monetären Ökonomen gibt es dazu eine wissenschaftliche Debatte.*

»Ideen sind das Geld von Morgen«, so warb der Art Directors Club Deutschland e.V. für sein diesjähriges Festival, das passenderweise in der Notenbankstadt Frankfurt stattfand. Mit dieser Aussage liegen die leitenden Kreativen jedoch falsch.

Geld erfüllt bestimmte, klar definierbare Funktionen. Zum Beispiel ist es ein Tauschmittel. In einer Wirtschaft mit Arbeitsteilung stellen die Menschen nicht alle Güter und Dienstleistungen, die sie konsumieren möchten, selbst her. Arbeitsteilung ist immer wieder Ansatzpunkt für effizienzsteigernde Innovationen, die die Arbeitsproduktivität und damit den Ertrag erhöhen. Der begabte Automobil-Designer zum Beispiel konzentriert sich darauf, neue windschnittige und gefällige Autokarosserien zu entwerfen. Fährt er jedoch mit seinem persönlichen Flitzer bei der Tankstelle vor, wird er mit dem Vorschlag »ein neues ansprechendes Design für die Zapfstelle« gegen einen »vollen Tank Super E10« zu tauschen, nicht weit kommen. Der Tankwart wird lieber die erhaltenen Euroscheine zählen, als Ideen niederzuschreiben.

Geld tritt in den nun verteilten wirtschaftlichen Produktions- und Tauschvorgängen zwischen die Waren, ohne diese Prozesse grundsätzlich zu verändern. Die klassischen Ökonomen sprachen von einem »monetären Schleier«, der sich über die realen Tauschprozesse legt.

Geld dient außerdem der Wertaufbewahrung und als Rechenmaß, mit dem sich die vielen Preise für Güter und Dienstleistungen praktisch ausdrücken lassen. Ideen sind dafür nicht sehr praktikabel. Ist die Idee einmal bekannt, taugt sie nicht mehr zur persönlichen Wertaufbewahrung, denn jeder kann sie nutzen. Man denke nur an die aktuelle Auseinandersetzung zum Thema Urheberschaft im Internet. Und als Rechenmaß: 1 Liter Benzin = 1,63 Ideen, 1 BMW X5 = 30.000 Ideen?

In der Realwirtschaft dagegen, spielen neue Ideen, insbesondere wenn sie zu wirtschaftlichen Innovationen führen, selbstverständlich eine wichtige Rolle. Sie sind die treibende Kraft hinter dem anhaltenden realen Wohlstandszugewinn, den wir in vielen Ländern angefangen mit der industriellen Revolution beobachten konnten. Wohlstand heißt dabei ganz konkret, dass die Menschen durch das zunehmende reale Pro-Kopf Einkommen in die Lage versetzt wurden, immer mehr Güter und Dienstleistungen zu konsumieren. Auch das Geld hat solche

Innovationen erlebt. Das moderne Papiergeld, zum Beispiel, erfordert deutlich niedrigere Produktionskosten als das Warengeld der Frühzeit.

### **Wie viel Geld ist heute im Umlauf?**

In der heutigen Zeit sind Notenbanken für die Produktion von Geld zuständig. Europäische Zentralbank (EZB), Bundesbank und Co beschäftigen sich jedoch nicht nur mit der Bereitstellung von Bargeld. Die Guthaben der Banken bei den Notenbanken zählen ebenfalls zum sogenannten Zentralbankgeld. Auch die Guthaben der Bankkunden weisen die Eigenschaften von Geld auf. Die Frage, wie viel Geld sich denn überhaupt in Umlauf befindet, ist dabei auch für das jeweilige geldpolitische Entscheidungsgremium, in der Eurozone der Rat der EZB, nur schwer zu beantworten. Die Fachbegriffe heißen M1, M2 und M3 und weisen je nach Definitionslinie, die man zwischen Wertpapieren und liquide zur Verfügung stehenden Geldbeständen zieht, ganz unterschiedliche Größen auf.

Die Notenbank von heute hat auch nicht die Aufgabe, die Geldmenge zu regulieren. Sie soll den Wert des Geldes stabilisieren: den Preis der Wirtschaftsgüter ausgedrückt in der Währung. Für die EZB ist die Zielgröße der harmonisierte Konsumentenpreisindex. Er drückt die Kosten eines Warenkorb an Konsumgütern in Euro aus und soll nicht mehr als 2 Prozent pro Jahr zunehmen. Dieses Ziel gilt für das Preisniveau insgesamt ausgedrückt in Euro, nicht für die relativen Preise der einzelnen Wirtschaftsgüter, die natürlich je nach Angebot und Nachfrage schwanken sollen. Ist Benzin knapp, aber Brot reichlich im Angebot, fällt der relative Preis des Brotes: Im Tausch gegen ein 1000-Gramm-Brot erhielte man dann also weniger Benzin.

Knappheit bestimmt nicht nur den Wert der einzelnen Wirtschaftsgüter, sondern auch den Nutzen, der sich aus der Verwendung von Geld ziehen lässt. Schließlich muss sich der Verkäufer einer Ware darauf verlassen können, dass er das erhaltene Geld in Zukunft wieder zum Kauf von Waren einsetzen kann, möglichst ohne große Verluste. Je mehr Preissteigerung oder Inflation eine Notenbank zulässt, umso eher bringt sie diesen Nutzen in Gefahr, und umso weniger Geld will der Einzelne halten. Denn genutzt wird Geld nur, solange es seine Funktionen erfüllt. Kommt es zu hoher Inflation oder gar Hyperinflation, treten schnell andere Produkte an die Stelle des Geldes – staatliches Geldmonopol hin oder her. Kurz nach dem Zweiten Weltkrieg erfüllten zum Beispiel Zigaretten die Tausch- und Wertaufbewahrungsfunktion zeitweise besser als Papiergeld.

### **Der lange Arm der Geldpolitik**

Das Instrument, das Notenbanken heute üblicherweise nutzen, um das Ziel der Preisstabilität zu verfolgen, ist der Notenbankzins. Diesen Zinssatz verlangt die Notenbank von Banken für einen Notenbankkredit. Er beeinflusst wiederum die Zinsen, die Banken von ihren Kreditkunden verlangen, die Geldmenge, die im Umlauf ist, und über das Preissetzungsverhalten der Unternehmen wiederum die Inflation. Um diesen Zusammenhang

zu erläutern, ist es erforderlich, die Auswirkungen der Geldpolitik auf die realwirtschaftlichen Investitionen, Produktion und Beschäftigung genau darzustellen.

Empirische Forschung hat gezeigt, dass das Preisniveau in der Regel nicht sofort auf geldpolitische Änderungen reagiert. Deshalb beeinflusst eine Zinsänderung der Notenbank temporär auch die Realwirtschaft und somit die Produktion von Gütern und Dienstleistungen. Die klassische ökonomische Sichtweise, dass Geld lediglich ein Schleier über den realwirtschaftlichen Prozessen ist und diese nicht beeinflusst, gilt somit nur längerfristig, wenn sich das Preisniveau voll angepasst hat. Die heute vorherrschende Richtung in der Theorie der Geldpolitik ist deshalb der Neu-Keynesianismus, der in der längerfristigen Analyse mit der klassischen Theorie übereinstimmt, aber auch die temporäre Wechselwirkung zwischen Geldpolitik und Realwirtschaft berücksichtigt.

Neu-keynesianische Modelle unterscheiden zwischen einem langfristigen Potenzialniveau des gesamten Wirtschaftsoutputs und dem aktuellen Wert bei nicht vollständig angepasstem Preisniveau. Das Potenzial ist nicht beobachtbar und muss daher empirisch geschätzt werden. Parallel erfolgt eine Schätzung der natürlichen Arbeitslosen- bzw. Beschäftigtenquote, die mit dem Potenzialoutput übereinstimmt. Derartige empirische Schätzungen gehören heutzutage zu den Standardaufgaben volkswirtschaftlicher Abteilungen in Notenbanken, Finanzministerien und internationalen Organisationen wie der Europäischen Kommission. Die Abweichung des Bruttoinlandsprodukts vom Potenzial, die »Outputlücke«, spielt in der Inflationsprognose basierend auf der neu-keynesianischen Theorie eine zentrale Rolle und damit auch in der praktischen Geldpolitik, die versucht, Schwankungen in der Inflationsrate zu minimieren.

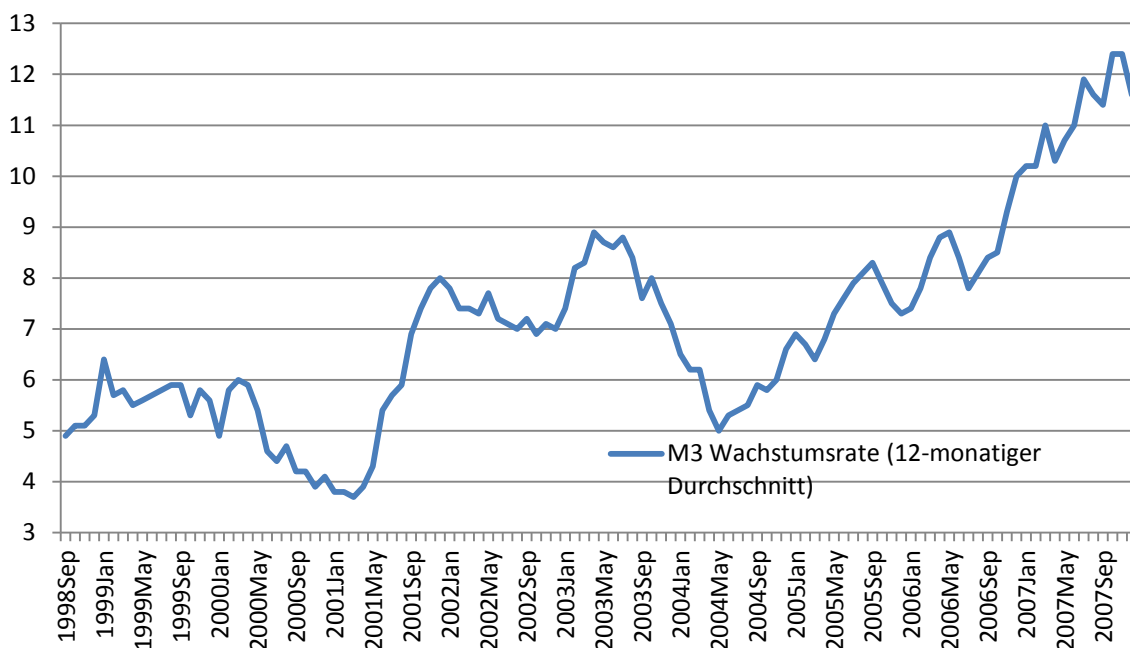
Die Geldmenge tritt dagegen bei den Neu-Keynesianern in den Hintergrund. Einer der führenden monetären Ökonomen, Michael Woodford, Professor an der Columbia Universität in New York und 2007 Gewinner des Deutsche Bank Prize in Financial Economics, der alle zwei Jahre in Zusammenarbeit mit der Goethe-Universität und dem Center for Financial Studies vergeben wird, zog bereits 2006 den Schluss, dass die Messung der Geldmenge und die Analyse der Faktoren, die das Geldmengenwachstum erklären, von keiner besonderen Bedeutung für die Geldpolitik wären. Dahinter steht die Einschätzung, dass die Entwicklung der Geldmenge primär durch Änderungen der Geldnachfrage getrieben ist und damit nur wenig darüber aussagen kann, ob das Geldangebot konsistent mit stabilen Preisen ist.

Mit seiner Einschätzung kritisierte Woodford die geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank zur Inflationskontrolle. Diese Strategie basiert auf zwei Säulen. Die »ökonomische« Analyse ist konsistent mit dem neu-keynesianischen Ansatz, indem sie der Analyse von Angebots- und Nachfrageentwicklung an Güter- und Arbeitsmärkten große Bedeutung bei der Inflationsprognose zuweist. In ihrer »monetären« Analyse setzt die EZB zusätzlich auf eine Gegenprüfung (»cross-checking«) ihrer Inflationsprognose anhand von längerfristigen monetären Trends. 2004 begründete der damalige EZB-Präsident Jean-Claude Trichet aufgrund dieser Gegenprüfung eine Zinserhöhung – und stellte sich damit gegen den Rat vieler Experten und internationaler Institutionen.

Mein früherer Frankfurter Kollege Günter Beck (heute Professor in Siegen) und ich haben in einer Reihe von wissenschaftlichen Publikationen in den Jahren 2006 bis 2010 eine

Gegenposition zu Woodford aufgebaut. Wir nutzen dabei Forschungsergebnisse von Athanasios Orphanides, einem ehemaligen Mitglied im EZB-Rat, der entdeckte, dass die U.S.-Notenbank die Outputlücke in den 1970er Jahren anhaltend falsch einschätzte und aufgrund dessen eine hochinflationäre Geldpolitik rechtfertigte. Wir zeigen, dass eine Gegensteuerung bei anhaltendem Anstieg des Geldmengenwachstums hilft, Politikfehler aufgrund solcher Fehleinschätzungen zu verhindern. Dazu verwenden wir dasselbe neu-keynesianische Modell, das auch Woodford zugrunde legt, berücksichtigen jedoch die Unsicherheit, die mit der Berechnung von Wachstumspotenzial und Outputlücke, einhergeht. Wir liefern damit eine formale wissenschaftliche Begründung für das »cross-checking« mit monetären Trends bei der EZB.

### M3 Wachstum vor Ausbruch der Finanzkrise



**Abb. 1: Wachstum der Geldmenge M3 vor Ausbruch der Finanzkrise**

Heißt dies, dass die EZB vor der Finanzkrise alles richtig gemacht? Nein. Sie hat zwar den stetigen Anstieg des Geldmengenwachstums (s. Abb. 1) thematisiert und damit auch Zinserhöhungen begründet, aber sie hat die Zinsen nicht genug erhöht, um den Anstieg des Geldmengenwachstums zu bremsen. Zumindest aus heutiger Sicht ist klar, dass die EZB damit eine exzessive Kreditvergabe der Banken in einigen Mitgliedsländern beförderte und so zu den übertriebenen Immobilienbooms in Spanien und Irland einen Beitrag leistete. An den Konsequenzen leidet die Eurozone noch heute.

## Wieder bedeutsamer: Analyse des Geldmengenwachstums

Während die Geldmenge, so ungenau ihre Messung ist, schon vor Beginn der Finanzkrise Alarmsignale lieferte, gaben damalige Schätzungen der Outputlücke keinen Anlass zur Sorge. Wie eine aktuelle Arbeit von Orphanides und mir nachweist, ließen damalige Schätzungen, wie sie zum Beispiel von der Europäischen Kommission mit modernen Methoden erhoben und veröffentlicht wurden, vermuten, dass die Wirtschaft im langfristigen Gleichgewicht sei. Heute verfügbare Schätzwerte der Outputlücke in den Jahren 2006 und 2007 enthüllen dagegen eine gefährliche Überhitzung der Konjunktur vor Beginn der Finanzkrise. Daran zeigt sich, dass der Messung und Analyse des Geldmengenwachstums in der Zukunft wieder eine größere Rolle in der geldpolitischen Strategie zugewiesen werden sollte.

### Literatur

Beck, Günter und Volker Wieland, "Money in Monetary Policy Design: Monetary Cross-Checking in the New-Keynesian Model", in, V. Wieland (ed.), *The Science and Practice of Monetary Policy Today*, Springer Science, 2009.

Beck, Günter und Volker Wieland, "Central Bank Misperceptions and the Role of Money in Interest Rate Rules", *Journal of Monetary Economics*, 55 (S1), October 2008.

Beck, Günter und Volker Wieland, "Money in Monetary Policy Design: A Formal Characterization of ECB-Style Cross-Checking," *Journal of the European Economic Association*, 5(2-3), April-May 2007.

Orphanides, Athanasios, und Volker Wieland "Complexity and Monetary Policy, Manuskript, März 2012.

Sauernheimer, Karlhans, Vom Gelde, *Jahr für Wirtschaftswissenschaften/Review of Economics*, Bank 61/2010 Heft 3.

Wieland, Volker (Editor), *The Science and Practice of Monetary Policy Today*, 2009, Springer Science, ISBN: 978-3-642-02952-3.

Woodford, Michael, How important is Money in the Conduct of Monetary Policy? Paper Prepared for the Fourth ECB Central Banking Conference: The Role of Money: Money and Monetary Policy in the 21<sup>st</sup> Century.