

Kurz-Link: <http://www.faz.net/-01s4k1>

Geldpolitik im Wandel

## Die Renaissance der monetären Analyse

**Die Krise hat die dominierende Theorie der Geldpolitik erschüttert: Die direkte Inflationssteuerung kann mit Blasen an Vermögensmärkten nicht umgehen.**

Von Gerald Braunberger



13. April 2011 Die anderthalb Jahrzehnte nach dem Fall des Ostblocks waren eine Periode rückläufiger Inflationsraten in der Welt bei meist hohem Wirtschaftswachstum. Die Zeit bis zur Finanzkrise war aus Sicht der Geldpolitik durchaus sehr erfolgreich (Grafik 1). Diese Zeit wurde von einer geldpolitischen Strategie begleitet, die sich direkte Inflationssteuerung („Inflation Targeting“) nennt. In der Praxis wurde sie im Jahre 1990 in Neuseeland eingeführt und seitdem von rund zwei Dutzend Notenbanken in Industrie- und Schwellenländern, darunter in Großbritannien, Kanada, Polen und Schweden, angewandt. In der Wissenschaft haben ihre Anhänger die Führung übernommen, obgleich die beiden wichtigsten Notenbanken, die

amerikanische Fed und die europäische EZB, sich nie der direkten Inflationssteuerung offiziell verschrieben haben. Doch während es in der Fed Sympathie für diese Strategie gab und gibt, lehnte sie die EZB unter dem Einfluss ihres ersten Chefvolkswirts Otmar Issing ab.

Das Konzept der direkten Inflationssteuerung beruht auf drei Elementen, von denen die ersten beiden auch bei Kritikern völlig unstrittig sind. Demnach ist es die Aufgabe der Geldpolitik, die Stabilität des Güterpreisniveaus zu sichern und damit gleichzeitig einen Beitrag zu einem nachhaltigen Wirtschaftswachstum zu leisten. Dies geschieht unter anderem, indem die Notenbank glaubwürdig ein niedriges Inflationsziel nennt, dies kommuniziert, ihre Politik konsequent an diesem Ziel ausrichtet und auf diese Weise dafür sorgt, dass sich in einer Volkswirtschaft keine Inflationserwartungen bilden.

Auffällig ist das dritte Element der Strategie. Die Notenbank nutzt als Instrument alleine den kurzfristigen Zins, dessen Höhe sich anhand moderner makroökonomischer Modelle bemisst, in denen vor allem zwei Größen eine Rolle spielen: die Differenz zwischen der mittelfristig erwarteten Inflationsrate und dem Inflationsziel sowie die Differenz zwischen der erwarteten Wirtschaftsleistung und der bei Vollauslastung aller Kapazitäten erreichbaren Wirtschaftsleistung. Zwar können weitere ökonomische Indikatoren in die Analyse einfließen, monetären Größen wie Geld- oder Kreditmengen („Monetäre Analyse“) schenkt man jedoch so gut wie keine Beachtung. Ihnen wird wenig Aussagekraft für die Geldpolitik beigemessen.



### Eine Notenbank soll nicht versuchen, Vermögenspreise zu steuern

In den auch von Notenbanken benutzten makroökonomischen Modellen gibt es keinen ausgebauten Finanzsektor, weil man im Einklang mit der lange dominierenden Hypothese effizienter Finanzmärkte annahm, dass Finanzmärkte störungsfrei funktionieren, wenig Einfluss auf die Realwirtschaft ausüben und daher vernachlässigt werden können. Im Grunde handelt es sich um eine Theorie der Geldpolitik ohne eine Analyse des Geldes.

#### Zum Thema

Amerikas globale Geldpolitik  
Wirtschaftswissen: Kleine

Die jüngere Vergangenheit zeigte aber auch starke Veränderungen von Vermögenspreisen wie Aktienkursen sowie Immobilien- und Rohstoffpreisen, die häufig von

Geschichte der Zentralbank  
 Geldpolitik: Wer Einwände  
 formulierte, wurde  
 geschnitten  
 War Milton Friedman ein  
 Liberaler?  
 Inflationsrate: Der globale  
 Preisdruck nimmt zu

starken Veränderungen von Geld- und Kreditmengen  
 begleitet waren (Grafik 3). Die Anhänger der direkten  
 Inflationssteuerung betrachten die Geldpolitik weder als  
 wichtigen Verursacher für diese Phänomene noch als  
 brauchbares Gegenmittel. Stattdessen bildete sich ein aus  
 drei Thesen bestehender Konsens heraus.

Erstens soll eine Notenbank nicht versuchen,  
 Vermögenspreise zu steuern. Einen Grund hierfür bildet das

nach einem niederländischen Nobelpreisträger benannte Tinbergen-Problem, nach dem  
 man mit einem wirtschaftspolitischen Instrument (dem Notenbankzins) nicht gleichzeitig  
 zwei verschiedene wirtschaftspolitische Ziele (Inflationsrate und Vermögenspreinsniveau)  
 verfolgen soll, weil Zielkonflikte entstehen können.

### Die Welt moderner Finanzmärkte mit ihrer Vielzahl von Institutionen

Zudem soll eine Notenbank nicht versuchen, eine Hausse an einem Vermögensmarkt zu  
 brechen. Denn nach der Hypothese effizienter Finanzmärkte gibt es keine  
 Spekulationsblasen, Marktpreise spiegeln die fundamentalen Daten wider. Und selbst wenn  
 es Blasen geben sollte, verfügt die Notenbank nicht über das Wissen, eine fundamental  
 begründete Hausse von einer Spekulationsblase zu unterscheiden. Drittens sollen  
 Notenbanken aber durch expansive Geldpolitik eingreifen, wenn Vermögenspreise  
 abstürzen und sich die Gefahr einer Güterpreisdeflation und einer Rezession einstellt.  
 Diesem Konzept verschrieb sich die Fed – und damit wurde die Geldpolitik asymmetrisch:  
 Die Fed ließ die Hausse laufen und griff in der Baisse unterstützend ein.

Die bitteren Erfahrungen der Finanzkrise werfen die Frage auf, ob die monetäre Analyse,  
 die zuletzt fast nur noch von der EZB betrieben wurde, nicht doch etwas taugt. Hierzu  
 liegen eine Fülle neuer Arbeiten vor, die keine abschließende Bewertung, wohl aber eine  
 Art Werkstattbericht gestatten. Die bekannteste Version der monetären Analyse bildet die  
 monetaristische Geldmengenpolitik. Sie ging davon aus, dass die Zentralbank durch die  
 Kontrolle der Geldbasis (so die Theorie) oder des Notenbankzinses (so die Praxis) in der  
 Lage sein würde, die für relevant erachtete Geldmenge zu steuern. Die Blicke der  
 Monetaristen richteten sich meist auf die breitgefasste Geldmenge M3.

Die Theorie entstammte einer Zeit, als das Finanzsystem überwiegend aus  
 Geschäftsbanken bestand – den größten Bestandteil von M3 machen die Einlagen von  
 Privathaushalten und Unternehmen bei Geschäftsbanken aus. Das ist nicht die Welt  
 moderner Finanzmärkte mit ihrer Vielzahl von Institutionen. Und der Zusammenhang  
 zwischen der Geldbasis (Bargeld und Einlagen der Banken bei der Notenbank) und der  
 Geldmenge M3 ist nicht immer sehr eng (Grafik 2). Der alte Monetarismus ist überwunden,  
 woraus aber nicht folgt, dass Geldmengenanalysen keinerlei Sinn haben.

### Ist die monetäre Analyse also doch tot?

Alternativ kann man versuchen, die auf der Aktivseite der Bankbilanz befindlichen  
 Kreditmengen zu analysieren, wie es schon früh Hyman Minsky tat. In einer Finanzwelt, die  
 nur aus Geschäftsbanken besteht, verlaufen Geld- und Kreditmengen weitgehend parallel.  
 Aber eine Arbeit von Schularick und Taylor belegt, dass nach dem Zweiten Weltkrieg eine  
 Entkoppelung von Geld und Kredit stattfand. Denn Banken können sich heute auch anders –  
 etwa durch die Ausgabe von Wertpapieren – als nur durch Bankeinlagen refinanzieren. Dies  
 zeigt das Wachstum der Bankaktiva (Grafik 4).

Insofern liegt der Gedanke nahe, im starken Wachstum von Kreditmengen einen Vorboten  
 für Verwerfungen an Finanzmärkten zu identifizieren. Die Empirie ist aber nicht eindeutig.  
 Zwar geht dem Zyklus von Hausse und Baisse gewöhnlich eine starke Expansion der  
 Kreditmenge voraus. Aber umgekehrt führt nicht jede Ausweitung der Kreditmenge zum  
 Zyklus von Hausse und Baisse an Finanzmärkten und anschließend zu schweren  
 Verwerfungen der Realwirtschaft, wie eine Studie von Assenmacher-Wesche und Gerlach  
 zeigt. Sie kommen zu dem Schluss, dass Kreditmengen und Vermögenspreise nicht viele  
 Informationen über die künftige Inflation und realwirtschaftliche Entwicklung enthalten.  
 Eine Geldpolitik, die Vermögenspreise steuern wolle, bezeichnen sie als „Fiktion ohne  
 Begründung durch Fakten“. Ist die monetäre Analyse also doch tot?

Der Schluss erscheint nicht zwingend, wie ein Blick auf die neueren Arbeiten von Adrian und  
 Shin zeigt. Sie analysieren das amerikanische Finanzsystem in seinen modernen  
 Ausprägungen, führen Geld-, Kredit- und Wertpapiermärkte zusammen und betrachten das  
 Verhalten von Banken in Abhängigkeit von ihrer Kapitalausstattung und ihrer  
 Risikoneigung. Auch die Rolle der von Banken betriebenen Fristentransformation wird  
 thematisiert. Shin untersucht daneben die Folgen der expansiven amerikanischen  
 Geldpolitik für den Rest der Welt, indem nicht nur die Bilanzen amerikanischer  
 Geschäftsbanken analysiert werden, sondern auch die Bilanzen amerikanischer Schatten-  
 und Investmentbanken sowie die Bilanzen von Auslandsbanken.

## Die monetäre Analyse ähnelt heute einer Baustelle

Adrian und Shin konstatieren eine „oberflächliche Ähnlichkeit“ mit monetaristischen Analysen, betonen aber, dass ihre Analysen gerade mit Bezug auf die Risikoneigung von Finanzmarktteilnehmern und die Möglichkeit ihrer Steuerung durch die Geldpolitik weit über die alten monetaristischen Analysen hinausreicht. Gleichwohl: „Obgleich wir Bankbilanzen aus anderen Gründen untersuchen als die alte monetaristische Literatur, legen unsere Untersuchungen dennoch nahe, dass die Analyse von Bankbilanzen eine Rolle für die Geldpolitik spielen kann. Durch ihren Einfluss auf Bankbilanzen kann die Notenbank Einfluss nehmen auf realwirtschaftliche Entscheidungen, die durch die in einer Wirtschaft herrschende Risikoneigung beeinflusst werden.“

Die monetäre Analyse ähnelt heute einer Baustelle, aber dies gilt auch für die direkte Inflationssteuerung. Am Ende könnte die von Issing eingeführte pragmatische „Zwei-Säulen-Strategie“ der EZB, die realwirtschaftliche und monetäre Analysen verbindet, das brauchbarste heute verfügbare geldpolitische Konzept darstellen, auch wenn ihm die theoretische Eleganz fehlen mag.

**Adrian, Tobias / Shin Hyun Song** (2010): Financial Intermediaries and Monetary Economics.

[http://www.newyorkfed.org/research/staff\\_reports/sr398.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr398.pdf)

**Assenmacher-Wesche / Gerlach, Stefan** (2010): Monetary Policy and Financial Imbalances: Facts and Fiction. Economic Policy.

[https://zope2.wiwi.hu-berlin.de/Professuren/vwl/wtm2/seminar-schumpeter/MP\\_and%20Asset\\_prices\\_Sept\\_30.pdf](https://zope2.wiwi.hu-berlin.de/Professuren/vwl/wtm2/seminar-schumpeter/MP_and%20Asset_prices_Sept_30.pdf)

**Fahr, Stefan / Motto, Roberto / Rostagno, Massimo / Smets, Frank / Tristani, Oreste**: Lessons for monetary policy strategy from the recent past.

[http://www.ecb.int/events/conferences/html/cbc6/Session\\_1\\_paper\\_Fahr\\_Motto\\_Rostagno\\_Smets\\_Tristani.pdf](http://www.ecb.int/events/conferences/html/cbc6/Session_1_paper_Fahr_Motto_Rostagno_Smets_Tristani.pdf)

**Issing, Otmar** (2011): Lessons for Monetary Policy. What should be Consensus? Arbeitspapier. Zusammenfassung:

<http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/OSpresentation.pdf>

**Schularick, Moritz / Taylor, Alan M** (2009): Credit Booms Gone Bust.

<http://www.econ.ucdavis.edu/faculty/amtaylor/papers/w15512.pdf>

**Svensson, Lars** (2010): Inflation Targeting.

<http://people.su.se/~leosven/papers/HandbookIT.pdf>

Text: F.A.Z.

Bildmaterial: F.A.Z., Peter von Tresckow

© Frankfurter Allgemeine Zeitung GmbH 2011.

Alle Rechte vorbehalten.

Vervielfältigungs- und Nutzungsrechte erwerben



Verlagsinformation

Stellen Sie Ihren Eigenheimbau auf ein stabiles Fundament. Ermitteln Sie den günstigsten Hypothekenzins für Ihre Baufinanzierung - jetzt prüfen.

Frankfurter Allgemeine Zeitung GmbH 2001 - 2011  
Dies ist ein Ausdruck aus [www.faz.net](http://www.faz.net).