ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Kern, Florian; Sigl-Glöckner, Philippa; Krahé, Max

Research Report

Geldpolitische Implementierung im Wandel

Fachtexte

Provided in Cooperation with:
Dezernat Zukunft - Institute for Macrofinance, Berlin

Suggested Citation: Kern, Florian; Sigl-Glöckner, Philippa; Krahé, Max (2022) : Geldpolitische Implementierung im Wandel, Fachtexte, Dezernat Zukunft e.V., Berlin

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/277896

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Geldpolitische Implementierung im Wandel

@ Florian Kern, Philippa Sigl-Glöckner, Max Krahé
Florian.kern@dezernatzukunft.org

31.05.2022

Executive Summary

Zentralbanken definieren eine geldpolitische Strategie, in der sie darlegen, welche Instrumente sie nutzen, um ihr geldpolitisches Ziel zu erreichen, und welche einkommenden Daten sie aus welchen Gründen bei der Nutzung der Instrumente berücksichtigen. Insbesondere von unabhängigen Zentralbanken ist zu erwarten, dass sie ihre geldpolitische Strategie ausführlich und verständlich erläutern, da das Fehlen einer direkten demokratischen Legitimation mit besonderen Rechenschaftspflichten einhergeht.

Seit dem Ende des Bretton-Woods-Systems haben sowohl die Federal Reserve Bank (Fed) als auch die Deutsche Bundesbank und später die Europäische Zentralbank (EZB) erhebliche Änderungen an ihrer geldpolitischen Strategie vorgenommen. In den 1970-er Jahren verfolgten sowohl die Bundesbank als auch die Fed zumindest offiziell eine Strategie der Geldmengensteuerung. Wir erklären, welche analytischen Denkfehler der Strategie zugrunde lagen und welche ideologischen Annahmen ihr den Weg in die Praxis ebneten. Noch unklar ist, warum ein schon in der Theorie inkohärentes Rahmenwerk über so lange Zeit hinweg aufrechterhalten wurde. Denkbar ist, dass Pfadabhängigkeit und eine negative Fehlerkultur eine Rolle spielten. Entsprechend schlagen wir eine Evaluierung der geldpolitischen Strategie und ihres Wandels seit 1973 mit dem Ziel vor, entsprechende institutionelle Schwachstellen zu identifizieren und auszubessern. Die Evaluierung sollte auch klären, ob aus der Geldmengensteuerung institutionelle Weichenstellungen resultierten, die noch heute die Geldpolitik davon abhalten, die erklärten Ziele der Union bestmöglich zu verfolgen. Vor dem Hintergrund, dass die der Geldmengensteuerung zugrunde liegende Quantitätstheorie auch von Anhängern von Kryptowährungen propagiert wird, die damit gezielt die Legitimität von Zentralbanken angreifen, trägt eine Aufarbeitung der Theorie auch dazu bei, Vertrauen in Zentralbanken zu stärken und den durch Kryptowährungen entstehenden Schäden zu reduzieren.

#GELDPOLITIK
#GELDMENGENSTEUERUNG
#ZINSSTEUERUNG

1. Geldmengen- vs. Zinssteuerung – Warum die Monetaristen falschlagen 3

1.1 Die Denkfehler der Monetaristen 3

1.2 Der Geldmengenmultiplikator 5

1.3 Wie konnten sich Wissenschaftler und Zentralbanken so irren? Ein Erklärungsversuch 8

2. Angewandte Geldmengensteuerung in Zentralbanken und der Übergang zu Floorsystemen 11

2.1 In der Deutschen Bundesbank 11

2.2 In der Federal Reserve Bank 13

2.3 Der Anfang vom Ende der Geldmengensteuerung führt zu geringerer Volatilität 15

2.4 Geldpolitische Implementierung bis zur Finanzkrise und was wir aus der faktischen Geldpolitik der Fed über ihre Wirkungszusammenhänge lernen können 16

3. Fazit 20

1. Geldmengen- vs. Zinssteuerung – Warum die Monetaristen falschlagen

Die Implementierung der Geldpolitik in Europa und den USA hat in den letzten 50 Jahren eine erhebliche Revolution erfahren. Ab Mitte der 1970-er Jahre wurde sowohl von der Bundesbank in Deutschland als auch von der Federal Reserve Bank in den USA zumindest nach außen hin ein monetaristisches Verständnis von Geldpolitik vertreten. Konkret wurde zeitweise behauptet, die Zentralbank würde ihren Einfluss auf das Preisniveau nicht primär über die Definition eines geldpolitisch gewünschten Zinsniveaus, sondern durch die Wahl einer geldpolitisch gewünschten Zentralbankgeldmenge ausüben. Die aus Teilen der Wissenschaft in die Zentralbanken getragene Ansicht widersprach schon aus damaliger Sicht den Erfahrungen der Praktiker in Zentralbanken.[1] Entsprechend ist es erstaunlich, wie lange es dauerte, bis Zentralbanken und Wissenschaftler ihr falsches Verständnis der Wirkungsweise von Geldpolitik korrigierten und wie viele Publikationen erschienen, in denen ein falsches Verständnis nicht nur propagiert, sondern teilweise sogar als empirisch fundiert dargestellt wurde. Noch heute finden sich in Medien[2], Lehrbüchern[3] und sogar in Politikempfehlungen immer wieder Argumente, die auf den Monetarismus, also die Idee, dass die (Zentralbank-)Geldmenge das Preisniveau bestimmt, und seine fehlerhaften Annahmen zurückgehen, sodass das Thema auch heute noch relevant ist. In diesem Abschnitt erklären wir, an welchen Stellen der Monetarismus sich entscheidend irrte.

1.1 Die Denkfehler der Monetaristen

Der maßgeblich durch Milton Friedman in den 1960er und 1970er Jahren geprägte Monetarismus stützte sich auf die Quantitätstheorie des Geldes, die zuvor von Irving Fisher 1922 beschrieben wurde. Dieser zufolge stand das Preisniveau in direktem Zusammenhang mit der Zentralbankgeldmenge. Die Theorie kann in der berühmten Quantitätsgleichung zusammengefasst werden. „P*Y = M*V“ erklärt, dass das Bruttoinlandsprodukt (Y) zu aktuellen Preisen (P) dem Produkt aus „Geldmenge“ (M) und „V“ entspricht, wobei „V“ oft als „Umlaufgeschwindigkeit des Geldes“ bezeichnet wird. Die Quantitätsgleichung beschreibt eine Identität, die immer wahr ist.[4] Preise, Bruttoinlandsprodukt und Geldmenge werden gemessen, die Variable „V“ ergibt sich dann per Definition, wenn man das zu aktuellen Preisen bewertete Bruttoinlandsprodukt durch die gewählte Geldmenge teilt.

In der Wissenschaft werden Theorien genutzt, um Erkenntnisse über die Realität zu gewinnen. Ein Erkenntnisgewinn aus der Quantitätsgleichung könnte nur gewonnen werden, wenn die Variablen in der Gleichung voneinander unabhängig wären. Erst wenn die Determinanten der einzelnen Variablen bestimmt sind, kann über empirisch überprüfbare Hypothesen getestet werden, ob die postulierten Zusammenhänge die Realität beschreiben. Ein Beispiel zur Verdeutlichung: Man könnte zum Beispiel sagen, dass die Punkte (P), die ein Fußballverein pro Saison (S) erzielt, dem Produkt aus der Anzahl seiner Spieler (M) und der Punkteeffizienz (E) entspricht. Die Gleichung „P*S = M*E“, nennen wir sie die

1 Vgl.: Bindseil, U. (2004), “The Operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine”, Working Paper Series, No 372, ECB, Frankfurt am Main, June. Available at SSRN 533132.

2 Zum Beispiel beim ZDF: https://www.zdf.de/nachrichten/wirtschaft/steigende-rohstoffpreise-baumaterialien-100.html.

3 Zum Beispiel in dem in Deutschland am häufigsten genutzten Lehrbuch von Blanchard und Illing: https://www.exploring-economics.org/de/entdecken/welche-lehrbuecher-werden-in-der-vwl-verwendet/.

4 Fisher selbst spricht von einem „truism“. Vgl.: Fisher, I. (1922). The purchasing power of money: its determination and relation to credit interest and crises. Second Edition, Macmillan, New York. S. 91.

„Effizienztheorie des Fußballs“, würde dann per Definition immer stimmen. Sie würde uns aber keinen Erkenntnisgewinn liefern, da die Punkteeffizienz keine unabhängige Variable darstellt. Würde der Verein im nächsten Jahr doppelt so viele Spieler besorgen, wäre eben nicht mit einer Verdopplung der Punkte pro Saison zu rechnen, sondern stattdessen mit einem Rückgang der „Punkteeffizienz“. Bei der Quantitätsgleichung zeigt sich das gleiche Bild.[5]

Bildlich übersetzt unterstellt die Quantitätsgleichung, dass das Preisniveau wie ein Luftballon funktioniert, der durch zusätzliches Geld aufgebläht wird. Schon der Begriff „Inflation“ geht auf das lateinische *inflatio* (=aufblähen) zurück, was diesen Eindruck ebenfalls verstärkt. Genau wie die Effizienztheorie des Fußballs eine vermeintliche (aber eben nicht existente) Unabhängigkeit zwischen der Mannschaftsgröße und der Punkteeffizienz unterstellt, unterstellt die Quantitätstheorie des Geldes eine nicht existente Unabhängigkeit zwischen der Geldmenge und der „Umlaufgeschwindigkeit“. Abbildung 1 zeigt, wie die Ankaufprogramme nach der Finanzkrise eindrucksvoll illustrierten, dass die „Umlaufgeschwindigkeit des Geldes“ keine unabhängige Größe ist. Als die Fed 2008 begann, im großen Stil Anleihen zu erwerben und damit mehr Zentralbankgeld bereitzustellen, brach die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ein. Preise haben sich nicht durch die Existenz von „mehr Geld“ aufgebläht, genauso wenig, wie mehr Spieler in einer Fußballmannschaft automatisch für mehr Punkte sorgen. Anders als Fisher[6] argumentierte, führte die Erhöhung der Geldmenge nicht zu einem Anstieg des Preisniveaus, sondern zu einem Abfall der Umlaufgeschwindigkeit. Das Bild ändert sich auch nicht, wenn man die Umlaufgeschwindigkeit nicht anhand der Zentralbankgeldmenge, sondern anhand anderer Geldmengenaggregate ermittelt.[7]

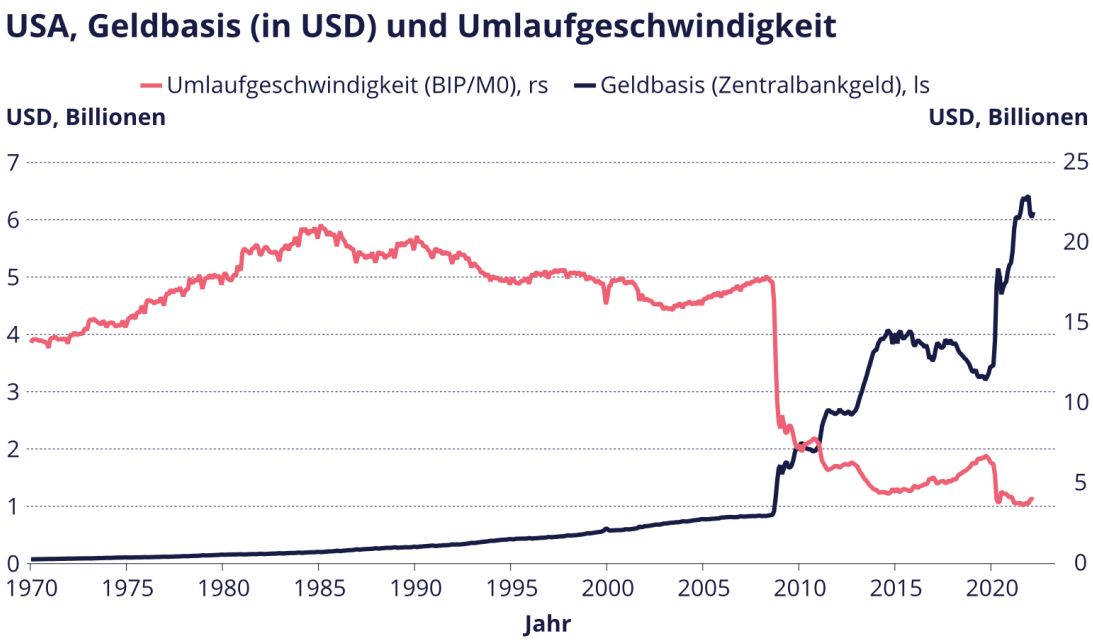


Abbildung 1: USA, Geldbasis (in USD) und Umlaufgeschwindigkeit; **Quelle:** Macrobond, Fed, BEA

5 Eine sehr gute Einordnung der Quantitätstheorie findet sich in Gebauer, W. (2004). Geld und Währung. Bankakademie-Verlag. S. 171ff.

6 Vgl.: Fisher, I. (1922). The purchasing power of money: its' determination and relation to credit interest and crises. Second Edition, Macmillan, New York, S. 149.

7 Die in Abbildung 2 gezeigte Geldmenge M2 enthält hauptsächlich das von Nichtbanken gehaltene Zentralbankgeld (Bargeld und Münzen) sowie das täglich verfügbare Guthaben von Nichtbanken bei Geschäftsbanken.

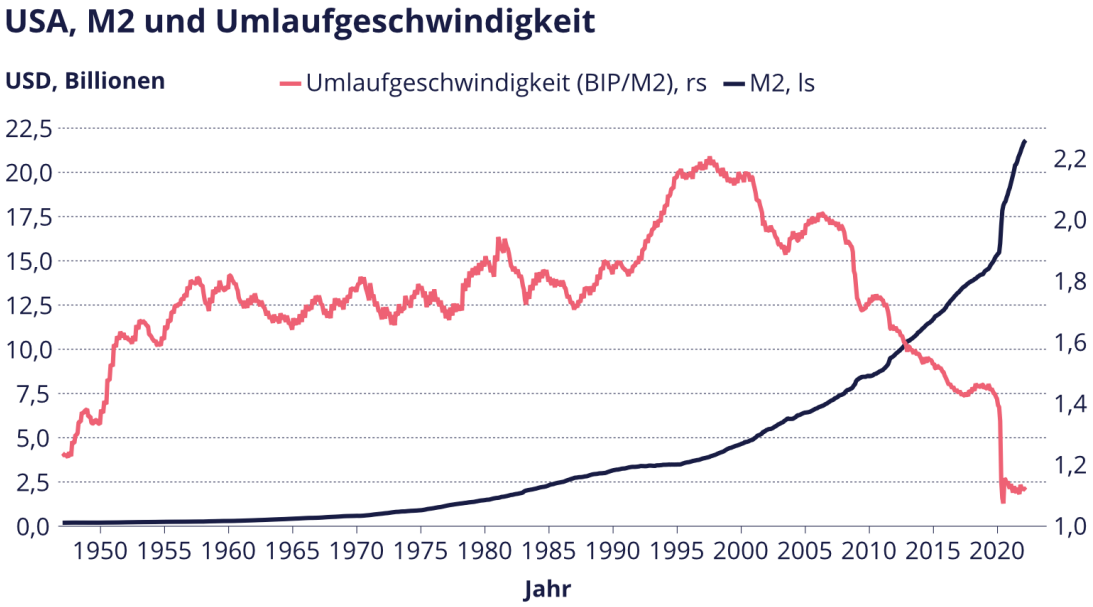


Abbildung 2: USA, M2 und Umlaufgeschwindigkeit; **Quelle**: Macrobond, Fed, BEA, IMF, TCB

Worauf es wirklich ankommt

Preise bestimmen sich nicht durch die Geldmenge, sondern durch Angebot und Nachfrage. Die Konsumgüterpreise, deren Anstieg Zentralbanken durch Geldpolitik beeinflussen wollen, bestimmen sich aus dem Angebot und der Nachfrage nach Konsumgütern. Werden Unternehmen in der Produktion effizienter oder gibt es z. B. durch Globalisierung größere Produktionskapazitäten, steigt das Angebot (um zwei mögliche Einflussfaktoren zu nennen). Steigen die verfügbaren Einkommen z. B. durch höhere Löhne oder niedrigere Steuern, dann steigt die Nachfrage. Die Geldmenge bzw. ihre Veränderungsrate hat nur dann Einfluss auf das Preisniveau, wenn sie dazu führt, dass die Nachfrage sinkt oder steigt. Anders gesagt: Inflation entsteht nicht, wenn zu viel Geld auf zu wenige Güter trifft, sondern wenn die (zahlungsbereite) Nachfrage größer ist als das Angebot an Konsumgütern.

1.2 Der Geldmengenmultiplikator

Auch die Monetaristen wussten, dass Angebot und Nachfrage das Preisniveau beeinflussen. Entsprechend war es notwendig, einen Mechanismus zu finden, über den eine steigende Geldmenge vermeintlich zu steigender Nachfrage führen würde.

In „The Role of Monetary Policy“ (1968)[8] schrieb Milton Friedman (Hervorhebung durch uns) hierzu:

„Let the Fed set out to keep interest rates down. How will it try to do so? By buying securities. This raises their prices and lowers their yields. In the process, it also increases the amount of reserves available to banks, **hence the amount of bank credit**, and, ultimately, the total quantity of money".

8 Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. The American Economic Review, 58(1), S. 1-17.

Friedman ging also davon aus, dass ein Anstieg der Reserven, also der Guthaben der Geschäftsbanken bei der Zentralbank, automatisch zu einem Anstieg der Bankkredite führen muss. Aus dieser Vorstellung geht ein fehlerhaftes Verständnis des Bankensystems und seiner Funktionsweise hervor, das wir hier am Beispiel einer fiktiven Bilanz einer fiktiven „Dezernatsbank" erklären möchten.

Mittelverwendung		Mittelherkunft	
Guthaben bei der Bundesbank	100	Eigenkapital	50
Kredite	950	Kundeneinlagen	1000
Bilanzsumme	1050	Bilanzsumme	1050

Tabelle 1: Stilisierte Bilanz der Dezernatsbank; **Quelle:** Eigene Darstellung

Auf der rechten Seite der Bilanz sehen wir die Mittelherkunft bzw. die Verbindlichkeiten der Bank. Sie verfügt über Eigenkapital in Höhe von 50 und Kundeneinlagen in Höhe von 1000. Gleichzeitig hat sie ein Guthaben bei der Bundesbank in Höhe von 100 und hat Kredite in Höhe von 950 vergeben. Nun verlangt die Zentralbank, dass die Dezernatsbank mindestens Zentralbankgeld in Höhe von 10 Prozent der Kundeneinlagen auf ihrem Bundesbankkonto vorhält (die sogenannte Mindestreserve).[9] Das bedeutet, dass die Dezernatsbank nun im Schnitt jeden Monat ein Guthaben von 100 auf dem Bundesbankkonto vorhalten muss. Tut sie das nicht, muss sie einen Strafzins zahlen. Die Dezernatsbank verfügt in unserem Beispiel exakt über ein Guthaben von 100, könnte also die Mindestreserve vorhalten. **Monetaristen wie Friedman gehen jedoch fälschlicherweise davon aus, dass die Zentralbankgeldmenge in Form der Bundesbank-Guthaben der Geschäftsbanken ein für die Kreditvergabe limitierender Faktor sei.** Friedman erklärt in dem oben genannten Zitat, dass eine Ausweitung der Zentralbankgeldmenge zu einer proportionalen Ausweitung der Kreditvergabe führt. Würde die Zentralbank die Geldmenge ausweiten, etwa indem sie Staatsanleihen von 100 eines Kunden der Dezernatsbank kauft, würde die Bilanz der Dezernatsbank wie folgt aussehen:

Mittelverwendung		Mittelherkunft	
Guthaben bei der Bundesbank	200	Eigenkapital	50
Kredite	**950**	**Kundeneinlagen**	**1100**
Bilanzsumme	1150	Bilanzsumme	1150

Tabelle 2: Stilisierte Bilanz der Dezernatsbank, Monetaristen Sicht: Situation 1; **Quelle:** Eigene Darstellung

Die Zentralbankguthaben der Bank links sind nun um 100 auf 200 gestiegen, die Kundeneinlagen ebenfalls um 100 auf 1100. Monetaristen gehen nun davon aus, dass die Dezernatsbank aufgrund der nötigen Mindestreserve von „nur" 10% und den nun vorhandenen Bundesbankguthaben von 200 insgesamt 2000 an Krediten (10% Mindestreserve hiervon wären 200) ausgeben könnte und das dann auch täte. Die Dezernatsbank würde also Geldschöpfung betreiben, das heißt Kunden Guthaben auf der rechten Seite der Bilanz gutschreiben und auf der linken Seite der Bilanz eine Kreditforderung gegen sie verbuchen.[10] Ihre Bilanz sähe dann so aus:

9 Die Mindestreserve wird von der Zentralbank festgelegt, um überhaupt erst eine Nachfrage nach Zentralbankgeld auszulösen. Das war in Zeiten notwendig, in welchen die Zentralbank keine Zinsen auf Reserven zahlte. Hätte es keine Verpflichtung gegeben, Reserven in einer bestimmten Höhe vorzuhalten, hätten die Banken schlicht weniger Reserven vorgehalten, was bei gleichbleibendem Niveau von Zentralbankgeld im Markt zu einem geldpolitisch unerwünschten Absinken der Zinsen geführt hätte.

10 Geschäftsbanken brauchen nicht zuerst Einlagen, um Kredite vergeben zu können. Sie schaffen Einlagen durch Kreditvergabe. Erst wenn der Kreditnehmer eine Überweisung an einen Kunden einer anderen Bank tätigt, braucht die Dezernatsbank entweder Bundesbank-Guthaben, um die Überweisung durchzuführen, oder aber einen Kredit (zum Beispiel der empfangenden Bank).

Mittelverwendung		Mittelherkunft	
Guthaben bei der Bundesbank	200	Eigenkapital	50
Kredite	**1850**	**Kundeneinlagen**	**2000**
Bilanzsumme	2050	Bilanzsumme	2050

Tabelle 3: Stilisierte Bilanz der Dezernatsbank, Monetaristen Sicht: Situation 2; **Quelle:** Eigene Darstellung

Die Monetaristen gehen also davon aus, dass Banken immer so viele Kredite vergeben, wie ihnen durch die Mindestreserve und das vorhandene Zentralbankguthaben möglich gemacht wird. Das ist jedoch schlicht falsch. Es müssen zahlreiche Faktoren zusammenkommen, damit ein neuer Kreditvertrag zwischen Bank und Kunden zustande kommt: So braucht es zuerst einmal einen Kreditnehmer, der einen Kredit zu den angebotenen Konditionen möchte und in den Augen der Bank auch kreditwürdig ist. Solche Kreditnehmer sprießen nicht aus dem Boden, nur weil die Zentralbank neues Zentralbankgeld bereitgestellt hat. Außerdem schränken regulatorische Eigenkapitalvorgaben die Kreditvergabe wesentlich früher ein.[11] Bei einer Mindesteigenkapitalquote von 5 Prozent und einem Eigenkapital von 50 dürfte die Dezernatsbank etwa maximal Kredite von 1000 vergeben. Die maximal mögliche Kreditvergabe implizit aus der Höhe der Mindestreserveverpflichtung zu berechnen, ist ähnlich sinnvoll, wie die Anzahl an Kreditverträgen aus dem Papiervorrat in einer Bankfiliale zu bestimmen – bevor diese theoretische Begrenzung greift, werden in aller Regel an anderer Stelle Knappheiten greifen, die die Kreditvergabe schon in einem früheren Stadium beschränken.[12]

Die geldpolitische Ausrichtung ist unabhängig von der (Zentralbank-)Geldmenge

Preise werden durch Angebot und Nachfrage bestimmt. Die Zentralbank wirkt auf kurz- und langfristige Zinsen ein, um damit die Nachfrage zu beeinflussen. Ausführlich haben wir die Wirkzusammenhänge hier erklärt. Wichtig ist, zu verstehen, dass die Zentralbank das Zinsniveau unabhängig von der Zentralbankgeldmenge bestimmen kann, solange sie mindestens so viel Zentralbankgeld bereitstellt, wie die Banken für den Zahlungsverkehr und aus Vorsichtsgründen benötigen. Der Chef-Volkswirt der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Claudio Borio, schrieb dazu 2008:

„Crucially, the interest rate can be set quite independently of the amount of bank reserves in the system. The same amount of bank reserves can coexist with very different levels of interest rates; conversely, the same interest rate can coexist with different amounts of reserves."[13]

11 Vgl.: Die Rolle von Banken, Nichtbanken und Zentralbank im Geldschöpfungsprozess (bundesbank.de).

12 Anders als regulatorische Eigenkapitalvorgaben war die Mindestreserve in Deutschland auch keine bindende Untergrenze, die immer zu erfüllen war. Stattdessen war die Mindestreserve nur im Durchschnitt über einen Monat zu erfüllen und bei Nichterfüllung wurde eine Strafzins fällig. Zu keinem Zeitpunkt war die Mindestreserve in Deutschland ein Instrument, das im monetaristischen Sinne zur Kreditbegrenzung eingesetzt wurde. Dass die Mindestreserve auch heute nicht die Kreditvergabe einschränkt, kann man auch am Beispiel der US-amerikanischen Federal Reserve sehen, die die Mindestreserve dauerhaft auf null gesetzt hat.

13 Borio, C., & Disyatat, P. (2009). Unconventional monetary policies: an appraisal, BIS Working Papers 292. S. 3.

1.3 Wie konnten sich Wissenschaftler und Zentralbanken so irren? Ein Erklärungsversuch

Fairerweise muss man den Monetaristen und den Zentralbanken zugestehen, dass die Lage in den 1970-er Jahren besonders unübersichtlich war. Die Ölkrise sorgte dafür, dass die ölimportierenden Staaten plötzlich mit steigenden Preisen und einem Rückgang der Nachfrage konfrontiert waren. Das widersprach der damals gängigen Theorie, dass steigende Preise immer das Ergebnis übermäßig hoher Nachfrage sind – dass ein (Öl-)Kartell einen (Öl-)Preis so erhöhen kann, dass das gesamte Preisniveau sich deutlich verändert, war vor der Ölkrise schlicht nicht vorstellbar. Der steigende Ölpreis führte dazu, dass die verfügbaren Einkommen nach Deckung von Heiz- und Transportkosten, die meist kaum reduziert werden können, sanken. Die geringeren verfügbaren Einkommen bedeuteten weniger Nachfrage nach anderen Gütern und Dienstleistungen, wodurch Arbeitsplätze wegfielen. So entstand eine Stagflation, also hohe Arbeitslosigkeit bei hoher Inflation, in der die Zentralbanken heftig unter Kritik gerieten. Gewerkschaften und Arbeitnehmer versuchten, die realen Einkommensverluste (also Einkommen nach Abzug der Inflation) durch Lohnerhöhungen zu kompensieren, was jedoch die Inflation nur weiter anheizte. All das spielte sich dazu noch während eines großen geldpolitischen Umbruchs ab. Das Bretton-Woods System, in dem die Währungen der teilnehmenden Staaten an den US-Dollar gebunden waren und die Zentralbanken entsprechend keine unabhängige Geldpolitik betreiben konnten, war gerade erst 1973 zusammengebrochen.

In dieser besonderen Lage wirkte der Monetarismus besonders attraktiv. Einerseits versprach er, durch Geldmengenkontrolle die Inflation besser beherrschbar zu machen. Einerseits war er ein ideologischer Gegenpol zum gerade zusammengebrochenen Bretton-Woods- System. In diesem legten Beamte die Wechselkurse zum US-Dollar fest, wobei es immer wieder zum Streit bezüglich der Frage kam, wie hoch der „optimale“ Wechselkurs ausfallen sollte. Die Monetaristen und allen voran Friedman waren leidenschaftliche Anhänger einer Laissez-faire-Politik, die sich nicht anmaßt, optimale Größen (wie etwa Wechselkurse) zu kennen. Wie auch Friedrich August von Hayek glaubte Friedman daran, dass Technokraten nicht besser wussten, wie die Welt zu ordnen sei, und dass jeder staatliche Eingriff in eine natürliche Marktordnung zu Wohlfahrtsverlusten führen würde.[14]

Während die freie Marktwirtschaft sich grundsätzlich als das bessere System im Vergleich zu den sozialistischen Planwirtschaften mit ihren von Beamten vorgezeichneten Fünfjahresplänen bewies, führten Friedmans Ideale in der Umsetzung der Geldpolitik zu einem Problem: Er betrachtete die Festlegung eines bestimmten Zinsniveaus als eine Anmaßung von Wissen ähnlich wie die Vorgabe eines Fünfjahresplans, in dem ein Zentralkomitee vorgibt, welche Waren in fünf Jahren produziert und an welchen Projekten geforscht werden sollte.[15] Friedmans falsches Verständnis von limitierenden Faktoren der Kreditvergabe und von der Wirkung der Geldpolitik führten letztlich zu seinem Fehlschluss, die Zentralbank solle auf die Zinssteuerung komplett verzichten und nur die Zentralbankgeldmenge fixieren. Der spätere Leiter der für die gledpolitische Implementierung zuständigen Generaldirektion *Monetary Operations* in der Europäischen Zentralbank, Ulrich Bindseil, schrieb 2004 über die Zentralbankgeldmengensteuerung (Hinweis in eckigen Klammern durch uns):

14 Vgl.: Friedrich August von Hayek: Wider die Anmaßung von Wissen - Die Weltverbesserer - FAZ oder das berühmte Plädoyer für eine freie Marktwirtschaft am Beispiel der Produktion eines Bleistifts von Friedman.

15 In seinem Artikel „The Case for a Monetary Rule“ (1972) fordert Friedman entsprechend, die Zentralbank solle aufhören zu versuchen, die Volkswirtschaft feinzusteuern. Stattdessen sollte die Zentralbankgeldmenge einfach um einen festzulegenden Faktor erhöht werden, ohne dass jemand darauf Einfluss nehmen können solle. Friedman begründet dies mit den Grenzen unseres Wissens („limitations of our knowledge“) und kritisiert, die Zinssteuerung der Zentralbank habe die Wirtschaft in der Vergangenheit nur instabiler gemacht.

„It appears that with RPD [Reserve policy doctrine, also Zentralbankgeldmengensteuerung], academic economists developed theories detached from reality, without resenting or even admitting this detachment. The dynamics of academic research and the underlying incentive mechanisms seem to have failed to ensure pressure on academics to ensure that models of central bank operations were sufficiently in line with the reality of these operations. Central bankers failed to resist the reality-detached theories of academics."

Auf Deutsch: „Wirtschaftswissenschaftler entwickelten mit der Idee der Zentralbankgeldmengensteuerung eine Theorie, die von der Wirklichkeit abgekoppelt war, ohne diese Abkopplung abzulehnen oder diese überhaupt einzugestehen. Der Wissenschaftsbetrieb und die ihm zugrunde liegenden Anreizmechanismen haben darin versagt sicherzustellen, dass wissenschaftliche Modelle zur Wirkung von Geldpolitik tatsächlich die Wirkung geldpolitischer Operationen in der Realität widerspiegeln. Zentralbanker haben darin versagt, die von der Realität abgekoppelten Theorien der Wirtschaftswissenschaftler abzulehnen".[16]

Während Fehleinschätzungen menschlich sind, ist es durchaus bemerkenswert, dass sich Friedmans Fehleinschätzung nicht nur teilweise bis heute in Lehrbüchern wiederfindet, sondern dass sie auch von Zentralbanken übernommen wurde, die bis heute nicht aufgearbeitet haben, wie es zu diesem Trugschluss kam, weshalb er sich über Jahre hielt, und was getan werden muss, damit so etwas nicht noch einmal passiert.

Welchen Einfluss spielte Ideologie bei der Wahl der geldpolitischen Strategie?

Ein aus unserer Sicht möglicher Erklärungsansatz ergibt sich aus dem Streit unterschiedlicher philosophischer Denkschulen: einerseits eine in der Tradition Hegels stehende, "staatspositive" Denkschule, und andererseits eine in der Tradition Mises stehende "staatskritische" Denkschule, die staatliche Eingriffe als blasphemischen Akte betrachtet, die die Ergebnisse eines von Natur aus guten Wirtschaftssystems nur verschlechtern könnten.

In der geldpolitischen Debatte der 1970er-Jahre, vor deren Hintergrund geldpolitische Strategien für die Post-Bretton-Woods-Welt erschaffen wurden, steht der Keynesianismus in der Tradition Hegels[17] und der Monetarismus in der Tradition von Adam Smith und Ludwig Mises. Der damalige Präsident der American Economic Association und spätere Nobelpreisgewinner, Franco Modigliani, erklärte den fundamentalen ideologischen Dissens zwischen Keynesianern (Non-Monetarists) und Monetaristen 1977 wie folgt:

„In reality the distinguishing feature of the Monetarist school and the real issues of disagreement with non-Monetarists is not monetarism but rather the role that should probably be assigned to stabilization policies. Non-Monetarists accept what I regard to be the fundamental practical message of the General Theory: that a private enterprise economy using an intangible money needs to be stabilized, can be stabilized, and therefore should be stabilized by appropriate monetary and fiscal policies. Monetarists by contrast take the view that there is no serious need to stabilize the economy; that even if there were a need, it could not be done, for stabilization policies would be more likely to increase than to decrease instability; and, at least some Monetarists would, I believe, go so far as to hold that, even in the unlikely event that stabilization policies could on balance prove beneficial, the government should not be trusted with the necessary power."

16 Bindseil, U. (2004). The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine. Available at SSRN 533132.

17 Vgl.: Geoff Mann, In the Long Run We Are All Dead: Keynesianism, Political Economy, and Revolution, London: Verso, 2017, S. 39ff.

Der Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems 1973 in Verbindung mit der Ölkrise und der darauffolgenden Stagflation stellte in den Augen vieler eine so entscheidende Niederlage für die staatspositiven Keynesianer dar, dass eine politische Bereitschaft bestand, ein gänzlich anderes System auszuprobieren. Bretton-Woods war als ein von Technokraten erschaffenes System der Inbegriff einer keynesianisch-hegelianischen Philosophie, die durch gutes Design und kluge Regeln ein inhärent instabiles Finanz- und Wirtschaftssystem zu stabilisieren versucht. Die ursprünglich durch die Ölkrise angefachte Inflation erhöhte die Unzufriedenheit. Als die Bundesbank 1973 zum ersten Mal eine komplett eigenständige geldpolitische Strategie für ein System flexibler Wechselkurse formulierte, existierte also ein besonderes *window of opportunity*, um etwas auszuprobieren, was einen strukturellen Bruch mit dem Status quo ante darstellte: ein komplettes Umschwenken von einem staatspositiven Verständnis, das inhärent instabile Finanzmärkte stabilisieren wollte, hin zu einem Verständnis, nach dem Finanzmärkte sich selbst stabilisieren und Interventionen und Regeln überhaupt erst für Instabilität verantwortlich sind. Die in diesem Umfeld eingeführte Zentralbankgeldmengensteuerung, versprach - zumindest im Lehrbuch, das nur für kürzeste Zeit umgesetzt wurde - das Lenkrad der geldpolitischen Steuerung abzumontieren, es aus dem Fenster zu werfen und so das Übel menschlicher Einflussnahme auf einen vermeintlich natürlichen und perfekten Marktmechanismus auszuschalten. Neben der aus heutiger Sicht offensichtlich falschen Annahme, dass Finanzmärkte sich selbst stabilisieren, hatten die Monetaristen – die ja nicht über praktische Erfahrung in Zentralbanken verfügten und nie zuvor tatsächlich Geldpolitik umgesetzt hatten – ein falsches Verständnis der geldpolitischen Transmission (also des Mechanismus, über den die Geldpolitik sich letztlich auf die Preise auswirkt. Mehr dazu unter 1.2).

In hierarchischen Zentralbanken ohne positive Fehlerkultur bestanden Anreize, Anpassungen der geldpolitischen Strategie, wenn überhaupt, dann nur so vorzunehmen, dass vorherige Entscheidungen dabei nicht kritisiert wurden. Ein Eingeständnis, dass man sich über das Funktionieren der geldpolitischen Transmission getäuscht hatte, war in diesem Umfeld nicht opportun. Erst die Gründung der EZB, die keinen früheren Aussagen verpflichtet war, schuf die Möglichkeit, die Geldmengensteuerung zuerst in einer in der Praxis wenig beachteten zweiten Säule zu verstecken, bevor sie dann mit dem aktuellen *strategy review* der EZB endgültig begraben wurde.

Wie würde eine intellektuell überzeugende, minimalinvasive Geldpolitik aussehen?

Um den Trugschluss der Monetaristen zu verdeutlichen, hilft es, sich vorzustellen, wie denn eine theoretisch funktionierende geldpolitische Strategie aussehen sollte, falls man wie die Monetaristen der Meinung wäre, dass menschliche Intervention immer zu suboptimalen Ergebnissen führt. Wer minimalen Einfluss der Zentralbank auf das Wirtschaftsgeschehen fordert und Feinsteuerung ablehnt, müsste gleichbleibende Zinsen fordern – anstatt konstantes Geldmengenwachstum. Die Zentralbank könnte dann Staatsanleihen ankaufen und die so entstehenden Guthaben bei Geschäftsbanken zum geldpolitisch gewünschten Zinssatz verzinsen. Dadurch würde sichergestellt, dass aus der Geldpolitik keine Impulse auf Nachfrage und Preise ausgehen. Eine Geldpolitik, die versucht, Geldmengen zu steuern, müsste bei abruptem Anstieg der Geldnachfrage, wie er in der Regel erfolgt, wenn Unsicherheit an Finanzmärkten einen Run auf risikofreie Anlagen auslöst (wie etwa im September 2008 nach der Insolvenz von Lehman Brothers oder im März 2020 zu Beginn der Pandemie), die Zinsen erhöhen und würde damit einen deflationären Impuls an die Volkswirtschaft senden – was nicht nur zu einer Depression wie in den 1920er-Jahren führen könnte, sondern auch inkonsistent mit einer Ideologie ist, die den Einfluss der Zentralbank auf die Wirtschaft minimieren möchte. Das monetaristische Verständnis der geldpolitischen Wirkungsmechanismen ist also im Gegensatz etwa zum Wunsch nach niedrigeren Steuern oder weniger Regulierung nicht innerhalb eines liberal-libertären Weltbilds logisch, sondern schlicht technisch falsch.

2. Angewandte Geldmengensteuerung in Zentralbanken und der Übergang zu Floorsystemen

2.1 In der Deutschen Bundesbank

Am 19. März 1973 entschied sich die Bundesregierung zusammen mit den anderen Staaten der Europäischen Gemeinschaft, sich von der Interventionspflicht gegenüber dem US-Dollar zu lösen, die im bis dahin geltenden Bretton-Woods-System galt. Im Anschluss führte die Bundesbank eine Zentralbankgeldmengensteuerung ein, die sich auf den Umfang des umlaufenden Zentralbankgeldes, also Bargeld plus Guthaben der Geschäftsbanken bei der Zentralbank, bezog.[18] Sie folgte damit zumindest vordergründig den Forderungen der Monetaristen. Da eine Zentralbank nur entweder die Zinsen oder die Geldmenge steuern kann, würden die Zinsen zu einer endogenen Größe, die auch extrem schwanken kann. Dessen war sich auch die Bundesbank bewusst, die im Jahresbericht 1973 schrieb:

„Eine Grenze für den Tagesgeldsatz, wie sie früher in dem höchsten Refinanzierungssatz bei der Bundesbank, dem Lombardsatz, gegeben war, gibt es nun nicht mehr so zwangsläufig. Da die Banken nun freie Liquiditätsreserven nicht mehr einsetzen können und die Bundesbank Anfang Juni 1973 überdies die Gewährung von 'normalem' Lombardkredit einstellte, kann der Tagesgeldsatz u. U. steil ansteigen, wenn ein Ausgleich zwischen Oberschuß- und Defizitbeträgen bei der Mindestreserveerfüllung am Geldmarkt nicht möglich ist."[19]

Genau solche extremen Anstiege erfolgten sodann auch, wobei die Zinsen im April und Juli über 20 Prozent und in einem Fall sogar über 40 Prozent anstiegen. Die Reaktionen der Öffentlichkeit bewogen die Bundesbank daraufhin, im November wieder Sonderkredite zu 13 Prozent Zinsen anzubieten und damit Ausschläge bei den Zinsen zu deckeln.[20] Im Endeffekt betrieb die Bundesbank nur ein halbes Jahr lang tatsächlich Zentralbankgeldmengensteuerung.

Im Geschäftsbericht 1974 wird ebenfalls viel Platz für die Erklärung der Zentralbankgeldmengensteuerung vorgehalten. Der Text ist jedoch komplex und widersprüchlich und spiegelt somit die Unsicherheit, die vorhanden sein musste, als man ein in sich nicht schlüssiges Konzept erklärte. Ein Beispiel:

„Die quantitative Zielsetzung (der Zentralbankgeldmenge) schließt aber aus, daß sich die Bundesbank gleichzeitig ein bestimmtes Niveau der Zinsen oder des Wechselkurses zum Ziel setzt. Zwar betreibt sie ständig Zinspolitik. Aber diese dient dazu, das monetäre Wachstumsziel zu erreichen."[21]

Der Geschäftsbericht erklärt die Zinsen also zu einem Zwischenziel, das nicht selbst auf die Preise, sondern nur auf die Geldmenge wirkt – die dann wieder auf die Preise wirken soll, ohne dass der dafür notwendige Wirkungsmechanismus erläutert würde. Man kann nur annehmen, dass man eine Wirkung über den Geldmengenmultiplikator annahm – oder dass auch innerhalb der Institution Unsicherheit herrschte, wie die Geldpolitik denn nun wirken sollte. Die Zentralbankgeldmengensteuerung wurde im Anschluss offiziell noch bis 1988 weiterverfolgt, wobei keine Ausschläge der Zinsen mehr zugelassen wurden.

Am 21. Januar 1988 erklärte die Bundesbank, anstatt des Zentralbankgeldes künftig das breitere Geldmengenaggregat M3 zu steuern.[22] Statt um Guthaben der Banken bei der Zentralbank und Bargeld

18 Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank 1973, S. 3.

19 Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank 1973, S. 4.

20 Ebenda.

21 Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank 1974, S. 2.

22 M3 beinhaltete damals das Bargeld im Eigentum von Nichtbanken plus Kontoguthaben der Nichtbanken bei den Geschäftsbanken mit einer Laufzeit von unter 4 Jahren. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank 1988, S. 34.

sollte es künftig um Guthaben der privaten Haushalte bei den Privatbanken gehen. Dieser Unterschied ist fundamental: 1974 hatte die Bundesbank noch argumentiert, mit dem Zentralbankgeldmengenziel eine Obergrenze für die Kreditvergabe einzurichten. Nun setzte man auf eine Größe, die maßgeblich durch die Kreditvergabe bestimmt wird (die ihrerseits Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage hat und daher auch auf die zukünftige Inflation), aber darüber hinaus durch viele Faktoren verzerrt werden kann – etwa weil Menschen stärker/weniger in den Aktienmarkt investieren, wodurch M3 fallen/steigen würde, ohne dass hierdurch ein entsprechendes Signal auf das Preisniveau erwartet werden könnte. Es spricht wenig dafür, dass M3 über Einkommen, Ersparnisse und die Kreditvergabe hinaus zusätzlichen Nutzen für die Erklärung des Preisniveaus bieten sollte.[23] Auch in Hinblick auf die folgenden Jahren ist sehr umstritten, inwiefern sich die Bundesbank tatsächlich am Geldmengenziel orientierte. Vergleicht man die Geldmengenziele der Bundesbank (bis 1988 bezogen auf M0, ab dann bezogen auf M3) mit den tatsächlich realisierten Werten am Ende des Jahres, dann zeigt eine Gegenüberstellung, dass das Ziel zwischen 1975 und 1998 13-mal erreicht und elfmal nicht erreicht wurde, und das, obwohl die Bundesbank ab 1979 Zielkorridore mit einer Spanne von drei Prozentpunkten einführte, nachdem die Ziele zuvor vier Jahre in Folge verfehlt worden waren.[24] Darüber hinaus ging die Bundesbank in der Praxis auch sehr freimütig mit Zielfverfehlungen um. Wurde in einem Jahr der Zielwert überschritten, wurde nicht etwa versucht, dies im nächsten Jahr zu kompensieren (was ja notwendig gewesen wäre, wäre man tatsächlich von einem Zusammenhang von Geldmenge und Preisniveau ausgegangen).[25]

Der spätere Fed-Präsident Bernanke sowie der spätere Vize-Präsident der Fed, Richard Clarida, argumentierten unabhängig voneinander, die Bundesbank würde sich in Wahrheit nicht um die Geldmengenaggregate kümmern, sondern wie andere Zentralbanken auch das Preiniveau durch Zinsen beeinflussen.[26] Bundesbankökonomen hielten dagegen und behaupteten, man könne die Geldpolitik der Bundesbank doch auf Geldmengenentwicklungen zurückführen.[27] Wie allein die Bundesbank ab etwa Mitte der 1990er-Jahre mit ihrer Behauptung war, es sei praktikabel, die Geldmenge zu steuern, zeigt eine Schlussfolgerung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: "During the 1980s the role of monetary aggregates in the overall framework of monetary policy changed dramatically in Europe from one where the money stock performed the function of the main intermediate target in the largest European economies to one where, except in Germany, monetary developments are monitored, along with other indicators, in a much more eclectic approach to monetary policy. Several economic developments explain this regime shift...In sum, monetary aggregates were perceived as being less stably related to real income and prices, less controllable by central banks and less effective in constraining nominal demand. Consequently, except in Germany, monetary aggregates nowadays mainly play the role of information variables."[28]

Welche Gründe dazu führten, dass die Bundesbank sich nicht nur für eine Strategie entschied, deren analytisches Fundament nicht überzeugt, sondern diese auch noch über Jahrzehnte verteidigte, könnte ein Politikevaluierungsprozess herausfinden. Bindseil und andere argumentieren, dass die Geldmengensteuerung die Zentralbank aus der Verantwortung für das Zinsniveau nimmt, da sich dieses im Monetarismus endogen aus der Wahl der adäquaten Zentralbankgeldmenge und der Geldnachfrage

23 Vgl.: Kaldor, N. (1985). The scourge of monetarism. Oxford; New York: Oxford University Press.

24 Vgl.: Gebauer, W. (2004). Geld und Währung. Bankakademie.-Verlag. S. 333f.

25 Vgl.: Gebauer, W. (2004). Geld und Währung. Bankakademe.-Verlag. S. 334f.

26 Vgl.: Bernanke, B., & Mihov, I. (1996). What Does the Bundesbank Target?. Working Paper 5764, National Bureau of Economic Research; Außerdem: Clarida, R., & Gertler, M. (1997). How the Bundesbank Conducts Monetary Policy. Clarida, R., & Gertler, M. (2007), Reducing Inflation: Motivation and Strategy (pp. 363-412). University of Chicago Press.

27 Vgl.: Gerberding, C., Seitz, F., & Worms, A. (2005). How the Bundesbank really conducted monetary policy. The North American journal of Economics and Finance, 16(3), S. 277-292.

28 Filosa, R. (1995). Money demand stability and currency substitution in six European countries (1980-1992) (No. 30). Bank for International Settlements.

ergibt. Die Abgabe der Verantwortung habe es Bindseil zufolge leichter gemacht, unpopuläre (aber in den Augen der Zentralbanker zur Erreichung von Preisstabilität notwendige) Zinserhöhungen umzusetzen. Die Zentralbankgeldmengensteuerung bietet aber neben der Verantwortungsdiffusion über das Zinsniveau noch einen zweiten Vorteil: Sie unterstellt vollständige Kontrolle der Zentralbank über das Preisniveau. Wird der Zentralbank geglaubt, könnte die Vermutung vollständiger Kontrolle der Zentralbank über das Preisniveau die Inflationserwartungen stabilisieren und damit zu niedrigerer Inflation beitragen. Sollte einer dieser Gründe (Verantwortungsdiffusion, um unpopuläre Maßnahmen besser durchsetzen zu können, oder Kontrollillusion, um Erwartungen stärker zu beeinflussen) tatsächlich eine Rolle gespielt haben, wäre dies unter unserem heutigen Demokratieverständnis zu missbilligen. Im Rechtsstaat heiligt der Zweck nicht die Mittel. Selbst wenn vermeintlich notwendige Zinserhöhungen ohne die monetaristische Erzählung nicht opportun gewesen wären, wäre dies kein hinreichender Grund, um als unabhängige und nicht direkt demokratisch legitimierte Zentralbank Wirkungszusammenhänge zu kommunizieren, an die man selbst nicht glaubt.

Alternativ wäre auch denkbar, dass 1973 eine in der Festlegung einer souveränen Geldpolitik unerfahrene, aber streng hierarchische Institution mit einer mangelnden Fehlerkultur einen analytischen Fehler beging, diesen aber wegen eines Unfehlbarkeitsanspruchs nicht aufarbeitete, in Pfadabhängigkeit geriet und weiterhin behauptete, man betreibe Geldpolitik nach monetaristischen Grundsätzen.

Abgesehen von den ersten sechs Monaten 1973 steuerte die Bundesbank die Zinsen deutlich weniger erratisch als die Fed (siehe 2.2) und trug seit ihrer Gründung 1957 bis zum Eintritt in die Währungsunion mit ihrer Geldpolitik zu einer durchschnittlichen Inflationsrate von nur 2,6 Prozent bei – ein Wert, der sonst nur von der Schweizer Notenbank erreicht wurde. Entsprechend steht hier auch nicht die tatsächliche Zinspolitik der Bundesbank in der Kritik, sondern die Begründung für ihre Entscheidungen.

2.2 In der Federal Reserve Bank

Im August 1979 wurde Paul Volcker zum Präsidenten der Fed bestimmt und hatte das Ziel, die Inflation zu bekämpfen. Unter Volcker legte die Fed ein Ziel für das Wachstum der Zentralbankgeldmenge fest. In der Folge stiegen ab 1979 die kurzfristigen Zinsen auf bis zu 22,5% an, was einem Realzins von etwa 10 Prozent entsprach. Insolvenzen führten zu einer Arbeitslosenquote von über 10 Prozent 1982 wurde die Praxis beendet.

In seinen Memoiren geht Volcker auf die Frage ein, wie es zum Strategieschwenk hin zur Zentralbankgeldmengensteuerung kam. Volcker beschreibt, wie das geldpolitische Leitgremium kurz nach seinem Amtsantritt eine Zinserhöhung beschloss, dabei aber nur eine Mehrheit von vier zu drei hatte. Dies habe dazu geführt, dass Finanzmarktteilnehmer nicht davon ausgingen, dass die Zinsen weiter steigen könnten, und es wurde erwartet, dass die Fed die Zinsen schon bald wieder senken würde – wodurch die Finanzierungskonditionen günstiger waren, als die Fed es beabsichtigte. Volcker schreibt weiter:

„The Fed was losing credibility … We needed a new approach. To have more direct impact, we could strictly limit growth in the reserves that commercial banks held at the Federal Reserve against their deposits. The widely quoted adage that inflation is a matter of 'too much money chasing too few goods' promised a clear, if overly simplified, rationale … I myself, some years ago, had raised a question as to whether the Fed should pay more attention to growth in the money supply with an approach later labeled 'practical monetarism' (in contrast with the more extreme and mechanistic monetarism that Milton Friedman had advocated)."[29]

29 Volcker, P. A., & Harper, C. (2018). Keeping At It: The Quest for Sound Money and Good Government. PublicAffairs. S. 108.

Volcker dachte also weniger wissenschaftlich, sondern mehr politisch und wollte ein Zeichen setzen. Außerdem merkte er, dass es politisch schwierig war, die Zinsen zu erhöhen – seine Mehrheit im Entscheidungsgremium der Fed war knapp. Bindseil, schreibt dazu:

„Overall, the 20th century thus seemed to have witnessed in the domain of monetary policy implementation a strange symbiosis between academic economists stuck in reality-detached concepts, and central bankers who were open to such concepts, partially since they allowed to avoid explicit responsibility. Masking responsibility seemed to be of particular interest whenever the central bank's policies were strongly des-inflationary and thus causing recession and unemployment (in the US in 1919–21 and in 1979–82)."[30]

Weiter führt Bindseil Charles Goodhart (ehemals Vorstand der Bank of England, die selbst nie vorgab, die Zentralbankgeldmenge zu steuern) an, der ebenfalls argumentiert, dass es sich bei der Zentralbankgeldmengensteuerung nur um ein Täuschungsmanöver gehandelt habe.

„For instance Goodhart (2001) and Mishkin (2004) argue that the whole approach was just about avoiding the Fed to take responsibility for the necessary strong hiking of interest rates to bring down inflation, and the associated economic effects such as a strong rise in unemployment. In the words of Goodhart (2001), the episode, 'if properly analysed, reveals that the Fed continued to use interest rates as its fundamental modus operandi, even if it dressed up its activities under the mask of monetary base control … there was a degree of play-acting, even deception …' The 'smokescreen' created by Volcker would thus have been simply a necessary condition for bringing inflation to an end under conditions of imperfect central bank independence (see also Axilrod 2000)."[31]

Stephen Axilrod, der damalige Generalsekretär des Federal Open Market Committee (FOMC, des obersten Entscheidungsgremiums der Fed), erklärt in seinem Buch über das Innenleben der Fed, dass die Geldmengenstrategie über die Zinsen wirkte (Ergänzung in eckigen Klammern durch uns):

„In retrospect, the Fed might have instead simply embarked on quickly raising the federal funds rate [der Interbankenzins für Übernachtkredite in Zentralbankgeld] to … 15 to 20 percent … Because monetary policymakers are traditionally, and usually for good reason, conservative decision makers, they simply were not psychologically capable of deciding to move the funds rate … so far and so quickly".[32] Axilrod hielt die Zentralbankgeldmengensteuerung also für einen Weg, um einen möglichen *cognitive bias* unter konservativen Vorstandsmitgliedern zu überwinden.

Volcker erklärt in seinen Memoiren wiederum, wie Axilrod zunächst warnte, die Zentralbankgeldmengensteuerung könne zu sehr hohen Zinsen und negativen realwirtschaftlichen Folgen führen. Volcker habe über die Bedenken nachgedacht, dann aber auf dem Weg zur IWF-Tagung nach Belgrad einen Stop eingelegt:

„Our trip included a short stopover in Hamburg at the request of German Chancellor Helmut Schmidt. I knew Schmidt, and his blunt manner, well from his days as finance minister. Generally sympathetic to the United States, he had become disenchanted with what he perceived as American policy inconsistencies and ineffectiveness, including, if not confined to, monetary affairs. For almost an hour he harangued us about how waffling American policy makers had let inflation run amok and undermined confidence in the dollar and Europe's efforts to restore exchange-rate stability. I sat there quietly. There could be no more persuasive

30 Bindseil, U. (2004). The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine. Working Paper Series, No 372, ECB, Frankfurt am Main, June.

31 Bindseil, U. (2004). The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine. Working Paper Series, No 372, ECB, Frankfurt am Main, June.

32 Axilrod, S. H. (2011). Inside the Fed, revised edition: Monetary Policy and Its Management, Martin through Greenspan to Bernanke. MIT Press. S. 109.

argument for why I had to act. I invited Bundesbank president Otmar Emminger, who had accompanied Schmidt and long been an interlocutor of mine, to fly with us to Belgrade. I used the opportunity to hint at the new approach I was considering. Predictably, Emminger was supportive. I became impatient to get back home and to work."[33]

Volcker erklärt also, dass er vor seinem Trip nach Belgrad noch unsicher war, die Gespräche mit Helmut Schmidt und Bundesbank-Präsident Emminger auf dieser Reise jedoch dazu beitrugen, das Projekt Zentralbankgeldmengensteuerung zu beginnen. Als die Fed dann tatsächlich erklärte, sie werde künftig die Zentralbankgeldmenge steuern, legte das FOMC parallel zur Bekanntgabe eines Geldmengenziels auch fest, dass die kurzfristigen Zinsen nicht stärker als vier (später sechs) Prozentpunkte über eine ebenfalls vorgegebene Grenze steigen sollten (was nur zu erreichen war, indem man in solchen Fällen doch zusätzliches Geld bereitstellte).[34] Liest man die Berichte der Zeitzeugen, kann man jedenfalls nicht zum Ergebnis kommen, dass die handelnden Personen in der Fed überzeugte Monetaristen gewesen wären.

2.3 Der Anfang vom Ende der Geldmengensteuerung führt zu geringerer Volatilität

Während die Zentralbankgeldsteuerung in den USA (der sogenannte Volcker Schock) nur von 1979–1982 andauerte und im Anschluss zumindest wieder ein Zielwert für die Kurzfristzinsen kommuniziert wurde, dauerte es bis 1998, bis die Fed erklärte, künftig die kurzfristigen Zinsen als operatives Ziel ihrer Geldpolitik auszuwählen. Da mit dieser Erklärung klar war, was das Ziel der Fed war, gab es auch weniger Unsicherheit in der Frage, ob die Fed nicht doch ein anderes Zinsniveau zulassen würde, um ein Geldmengenziel zu erreichen. Die Erklärung der Fed führte also zu mehr Sicherheit am Markt und entsprechend deutlich weniger Volatilität bei den Kurzfristzinsen, wie Abbildung 3 zeigt:

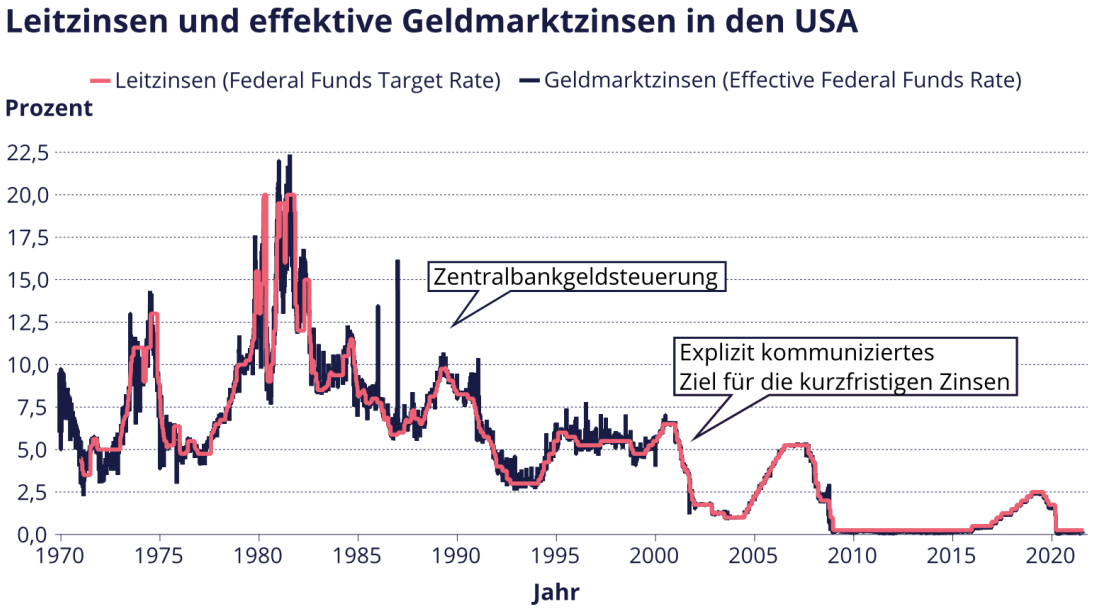


Abbildung 3: Leitzinsen und effektive Geldmarktzinsen in den USA; **Quelle:** Macrobond, Federal Reserve Bank of New York, Fed, IMF, BEA

33 Volcker, P. A., & Harper, C. (2018). Volcker, P. A., & Harper, C. (2018). Keeping At It: The Quest for Sound Money and Good Government. Public Affairs, S. 109.

34 Axilrod, S. H. (2011). Inside the Fed, revised edition: Monetary Policy and Its Management, Martin through Greenspan to Bernanke. MIT Press. S. 98.

Volatilität in kurzfristigen Zinsen ist nicht wünschenswert. Je höher die Volatilität bei Kurzfristzinsen, desto höher fallen auch Laufzeitrisikoprämien[35] für längere Laufzeiten aus, was wiederum zu niedrigeren Investitionen und niedrigerem Wachstum führt. Eine Zentralbank, die über Zinsänderungen sowie die Kommunikation über Zinsänderungen die aggregierte Nachfrage beeinflussen möchte, sollte ein Interesse daran haben, dass von ihr gesetzte Zinssignale in möglichst reiner Form am Markt ankommen und nicht durch Volatilität verzerrt werden.

2.4 Geldpolitische Implementierung bis zur Finanzkrise und was wir aus der faktischen Geldpolitik der Fed über ihre Wirkungszusammenhänge lernen können

Geldpolitik zielt heute darauf ab, potenziell inflationäre bzw. deflationäre Abweichungen des Wachstums von seinem Potenzialpfad[36] zu minimieren, indem sie mit ihren Instrumenten und ihrer Kommunikation Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nimmt.[37] In der geldpolitischen Implementierung, sozusagen dem Maschinenraum der Geldpolitik, wird dann ein sogenanntes „operationelles Ziel" definiert, das die Zentralbank im Gegensatz zur gesamtwirtschaftlichen Nachfrage eher steuern kann, das aber dann letztlich auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage wirkt.[38] Geldpolitische Instrumente sind Werkzeuge, die der Zentralbank zur Verfügung stehen, um ihr operationelles Ziel zu erreichen. Im Eurosystem ist das operationelle Ziel der Geldpolitik die €STR (Euro Short-Term-Rate, die Nachfolgerin des EONIA), also ein Zins, der für (praktisch) risikofreie[39] Übernachtgeschäfte gezahlt wird. Instrumente des Eurosystems sind zum Beispiel die Zinsen, die das Eurosystem auf Einlagen zahlt, aber auch die Zinsen, die das Eurosystem für Kredite verlangt.

Die Implementierung der Geldpolitik der EZB hatte bis zur Finanzkrise 2008 noch zahlreiche Elemente, die implizierten, dass die Zentralbankgeldmenge eine Relevanz für die geldpolitische Ausrichtung hätte. EZB und nationale Zentralbanken versuchten, den tatsächlichen Zentralbankgeldbedarf der Volkswirtschaft abzuschätzen und stellten dann genau nur so viel Geld in sogenannten Repogeschäften zur Verfügung, bei denen Banken sich gegen Sicherheiten (z. B. Staatsanleihen) Zentralbankgeld leihen konnten. Man verpflichtete die Banken außerdem, im Schnitt über einen Monat eine gewisse Mindestreserve an Zentralbankgeld auf dem Konto der Zentralbank vorzuhalten, wobei bei Unterschreitung man einen Strafzins zu zahlen war. So erschufen die Zentralbanken überhaupt erst über die Anforderung einer Mindestreserve und die knappe Bereitstellung von Zentralbankgeld den Interbanken-Geldmarkt, auf dem sich die Banken das knappe Zentralbankgeld liehen.

35 Die Laufzeitprämien beschreiben (vereinfacht) die Differenz zwischen den erwarteten durchschnittlichen Kurzfristzinsen für eine bestimmte Laufzeit und den Marktrenditen.

36 Der Potenzialpfad ist ein Konzept aus der neoklassischen Theorie. Es beruht auf der Annahme, dass das Potenzial der Wirtschaft kurzfristig festgelegt ist und weder durch die aktuelle Entwicklung der Wirtschaft noch durch Geld- oder Fiskalpolitik beeinflusst werden kann. Geld- und Fiskalpolitik können laut Theorie lediglich versuchen, Abweichungen der Wirtschaftsleistung vom Potenzial zu minimieren, um Inflation und Arbeitslosigkeit zu verhindern. Die EZB nutzt das Konzept zwar, hat sich aber (im Gegensatz zur europäischen Fiskalpolitik) nicht auf eine spezifische Definition des Potenzials festgelegt. So erklärte sie im Rahmen ihrer Überprüfung des geldpolitischen Handlungsrahmens: „On this basis, in 2003 the ECB did not commit to any particular estimate of potential output or of the natural rate of unemployment."

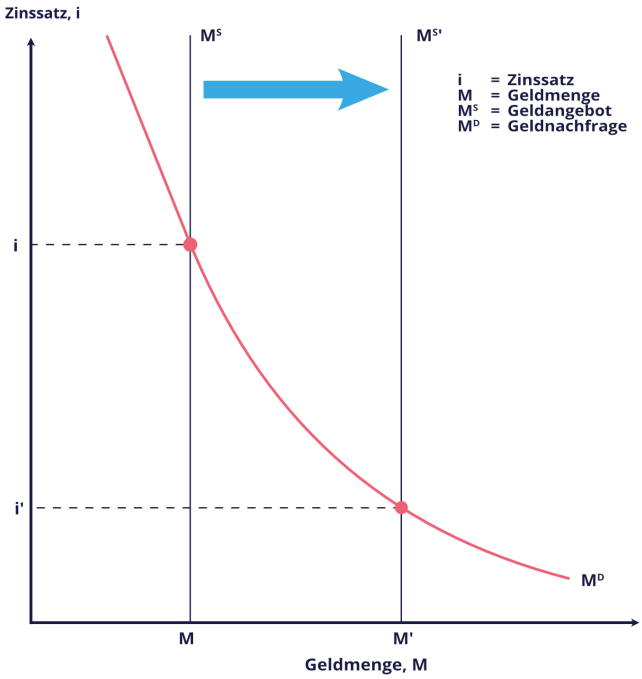
37 Vgl.: Wirkung der Geldpolitik - Oesterreichische Nationalbank (OeNB).

38 Die Österreichische Notenbank liegt daher richtig, wenn sie auf ihrer Homepage von „Zinspolitik" spricht, da das Eurosystem die Zinsen steuert, um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu beeinflussen. Vgl.: Zinspolitik - Oesterreichische Nationalbank (OeNB).

39 Art. 44 Abs. 2 Buchstabe e der Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) definiert, dass in der EU kurzfristige Interbankenkredite in Restrukturierungen bevorzugt behandelt werden sollen, sodass selbst bei einem Ausfall des Geschäftspartners nicht mit einem Verlust aus Übernachtkrediten zu rechnen ist.

Abbildung 4 zeigt eine typische Lehrbuch-Darstellung der Wirkungszusammenhänge am Geldmarkt, die auch heute noch in sehr vielen Einführungskursen in die Makroökonomie eine zentrale Rolle spielt. M^s ist die von der Zentralbank bereitgestellte Geldmenge. M^d zeigt eine Nachfragekurve der Banken nach Zentralbankgeld. Der Zinssatz auf der Y-Achse ist dann der Preis, der sich am Markt in Abhängigkeit vom Geldangebot ergibt, über das die Zentralbank entscheidet, und der exogen vorgegebenen Geldnachfrage (M^d-Kurve). Die Darstellung suggeriert also, die Geldmenge wäre ein Instrument der Geldpolitik und der Zins ein Zwischenziel, das nicht explizit, sondern über die Geldmenge (M^s) gesteuert wird. Wollte die Zentralbank die Zinsen senken, müsste sie nach diesem Verständnis zusätzliches Zentralbankgeld bereitstellen ($M^{s'}$), woraufhin der Zins (i) auf i' sinkt.

Geldnachfragekurve (klassisches Modell)
Zinssatz und Geldmenge



Dezernat Zukunft
Institut für Makrofinanzen

Abbildung 4: Geldnachfragekurve (klassisches Modell); **Quelle:** Eigene Darstellung

Die geldpolitische Implementierungsstrategie gab also zu erkennen, dass man bei Verfügbarmachung einer höheren als der zugeteilten Zentralbankgeldmenge von unerwünschten Konsequenzen ausgegangen wäre – ansonsten wäre die Beschäftigung von Beamten mit dem Ziel, die Geldnachfrage zu schätzen, schlicht Geldverschwendung gewesen. Der damalige Chefökonom und spätere Präsident der Bank of England, Mervyn King, erklärte schon 1994:

„In the United Kingdom, money is endogenous—the Bank supplies base money on demand at its prevailing interest rate, and broad money is created by the banking system."[40]

King zufolge legt die Bank of England also die Zinsen fest und stellt zu diesen so viel Zentralbankgeld bereit, wie das Bankensystem wünscht. „Broad money", also Guthaben bei den Geschäftsbanken, wird dann von den Banken erstellt. Der Chefvolkswirt der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Claudio Borio, beschrieb 2009, dass die Zentralbankgeldmenge nur dann relevant ist, wenn die Zentralbank die Guthaben der Geschäftsbanken nicht (vollständig) auf der Höhe des geldpolitisch gewünschten Zinssatzes verzinst.

40 Quarterly Bulletin August 1994 (bankofengland.co.uk).

Wenn die Zentralbank keine Zinsen zahlt, aber mehr Geld bereitstellt, als unbedingt benötigt, dann sinkt der Preis für Zentralbankgeld am Geldmarkt schnell gegen null. Wenn die Zentralbank jedoch Zinsen auf Guthaben bei ihr zahlt, werden die Zinsen am Geldmarkt nicht unter diesen Zinssatz fallen (keine Bank würde von einer anderen Bank geringere Guthabenzinsen akzeptieren, als sie bei der Zentralbank erhält).[41]

Finanzkrise 2008 stellt einen Strukturbruch dar

Im Anschluss an die Finanzkrise 2008 wurden zahlreiche regulatorische Änderungen beschlossen, die die Risikowahrnehmung im Interbankenmarkt steigern und die Vernetzung (*interconnectedness*) im Finanzsystem verringern sollten. Ziel war, dass der Ausfall einer Bank nicht mehr zum Ausfall anderer Banken führen sollte. Die in diesem Zusammenhang beschlossenen regulatorischen Reformen hatten eine Nebenwirkung: Banken wollten nun relativ zu ihrer Bilanzsumme weniger Verbindlichkeiten gegenüber anderen Banken halten und bevorzugten stattdessen Guthaben bei der Zentralbank.[42] Hierdurch stieg der Bedarf an Zentralbankgeld deutlich an.

Floorsysteme zeigen uns das moderne Verständnis geldpolitischer Implementierung

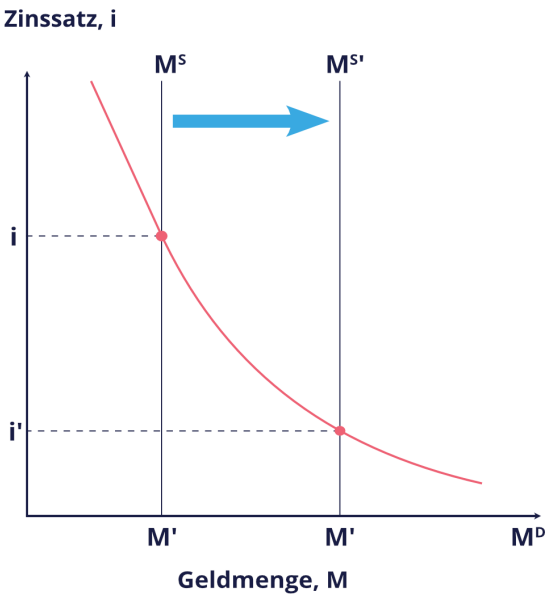
Das geldpolitische Entscheidungsgremium der Fed, das Federal Open Market Committee (FOMC), erklärte im Januar 2019, dass man künftig die Zinsen mit dem Zinssatz steuern möchte, den man Banken für Guthaben bei der Fed zahlt. Dafür plante man, durch den Ankauf von Staatsanleihen immer so viel Zentralbankgeld bereit zu stellen, dass nie eine Knappheit herrschen würde und die Zinsen für Zentralbankgeld am Geldmarkt entsprechend nicht über den Zinssatz ansteigen würden, den die Fed auf Guthaben zahlt. Blickt man auf die Lehrbuchdarstellung einer M^d Kurve, dann bedeutet ein *ample reserve regime*, dass die Fed so viel an Reserven bereitstellt, dass diese niemals knapp werden und die Kurve immer in einem Bereich bleibt, in dem marginale Veränderungen der Geldmenge keine Auswirkungen auf die Zinsen haben. Ein funktionierendes *ample reserve regime* ist daher der implizite Beweis, dass die Fed ausschließlich die Zinsen steuert und die Geldmenge für die Implementierung der Geldpolitik als irrelevant erachtet.

41 Borio, C., & Disyatat, P. (2009). Unconventional monetary policies: an appraisal. BIS Working Papers No 292. S. 10f.

42 Auch technologische Veränderungen werden für den bisherigen und den in der Zukunft noch zu erwartenden Anstieg der Zentralbankgeldnachfrage angeführt, vgl.: Bindseil, U. (2018). What Monetary Policy Operational Framework after the Crisis?. Revue française d'économie, 33(3), S. 105-126.

Geldnachfragekurve (klassisches Modell)

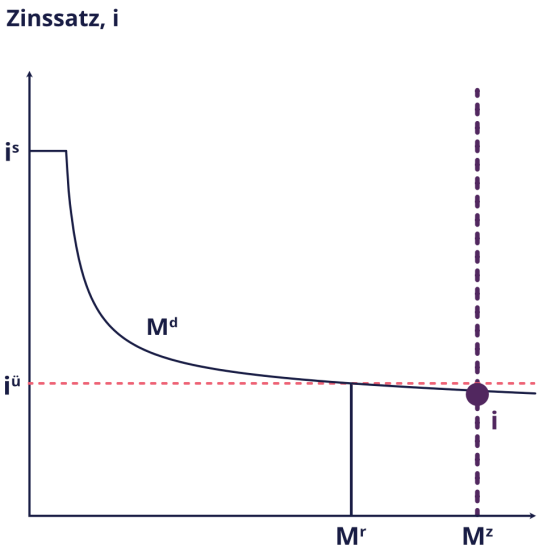
Zinssatz und Geldmenge



i = Zinssatz
M = Geldmenge
M^S = Geldangebot
M^D = Geldnachfrage

Funktionsweise nach der Finanzkrise

Zinssatz und Reserven



i = tatsächlicher Geldmarktzins
i^s = Spitzenrefinanzierungsfazilität
i^ü = Geldpolitisch festgelegte Zinsobergrenze
M^r = Mindestmenge an Reserven, um geldpolitisch erwünschten Zinssatz von i^z zu erreichen
M^z = Tatsächliche von der Fed bestimmte Menge an Reserven, um sicherzugehen, dass auch ein unerwarteter Anstieg der Geldnachfrage den Zins nicht über $i^ü$ treibt
M^d = Geldnachfrage

Dezernat Zukunft
Institut für Makrofinanzen

Abbildung 5: Geldnachfragekurve (klassisches Modell) + Funktionsweise nach der Finanzkrise; **Quelle:** Eigene Darstellung

3. Fazit

Das Ende des Bretton-Woods-Systems 1973 stellte einen Strukturbruch dar, nach dem mit der Zentralbanksteuerung eine geldpolitische Strategie umgesetzt wurde, die bis dato nur von nicht mit der geldpolitischen Praxis vertrauten Wissenschaftlern propagiert worden war. Während die tatsächliche Zinspolitik der Bundesbank kaum betroffen war, wurde die Strategie in abgewandelter Form noch mehr als 20 Jahre als Leitgedanke der Geldpolitik kommuniziert.

Die Unabhängigkeit der Bundesbank impliziert besondere Rechenschaftspflichten. Es würde der Zentralbank daher gut zu Gesicht stehen, zu evaluieren, inwiefern man bei der Identifikation und Kommunikation geldpolitischer Wirkungszusammenhänge falschlag. In diesem Zusammenhang sollte auch überprüft werden, ob ein mittlerweile überholtes Verständnis geldpolitischer Wirkungszusammenhänge den institutionellen Aufbau der Währungsunion, insbesondere das Verbot von Staatsanleihekäufen am Primärmarkt (Artikel 123 AEUV), beeinflusst haben könnte.[43]

Politikevaluation kostet Mut und erfordert das Selbstbewusstsein, eigene Fehler finden und aufdecken zu wollen. Entsprechend wird sie häufig gemieden. Für die Bundesbank ergibt sich aktuell jedoch ein historischer Moment: Präsident Joachim Nagel ist ein ausgewiesener Experte der geldpolitischen Implementierung und hat den dafür zuständigen Zentralbereich zunächst geleitet und später als Vorstand verantwortet. Vize-Präsidentin Claudia Buch ist eine geschätzte Wissenschaftlerin, die sich seit Jahren für systematische Politikevaluation einsetzt und bereits die Schaffung einer entsprechenden gesetzlichen Pflicht forderte.[44] Im Hinblick auf eine mögliche Evaluation der geldpolitischen Strategie und ihrer Konsequenzen für den institutionellen Rahmen der Währungsunion darf man fragen: Wenn nicht jetzt, wann dann?

43 Der sogenannte Carli-Report der Finanzminister an die Staats- und Regierungschefs der Europäischen Gemeinschaft von 1990 zu den institutionellen Voraussetzungen einer Währungsunion enthält Hinweise, dass das Verbot von Primärmarktankäufen zur Begrenzung der Geldmengenausweitung gedacht war. Würde dieses Argument hinfällig, könnten sich daraus auch Konsequenzen für die Rechtsprechung ergeben. Vgl.: "Es gibt keine richtige Geldpolitik in der falschen", Florian Kern, 22. April 2022.

44 Evaluation und Makroprudenzielle Politik | Deutsche Bundesbank.

Das Dezernat Zukunft ist eine überparteiliche Vereinigung, die Geld-, Finanz- und Wirtschaftspolitik verständlich, kohärent und relevant erklären und neu denken will. Dabei leiten uns unsere Kernwerte:
Demokratie, Menschenwürde und breit verteilter Wohlstand.

www.dezernatzukunft.org

@DezernatZ

Diese Arbeit wurde unterstützt von: der European Climate Foundation, Franziska-und-Otto-Bennemann Stiftung, Institute for New Economic Thinking, New Economics Foundation und Open Philanthropy.

Impressum

Veröffentlicht durch:
Dezernat Zukunft e. V.,
Tieckstraße 37, 10115 Berlin
www.dezernatzukunft.org

Vertretungsberechtigter Vorstand:
Dr. Maximilian Krahé

Vorstand:
Dr. Maximilian Krahé, Maximilian Paleschke, Nicolas Gassen

Vereinsregister des Amtsgerichts Charlottenburg
Vereinsregisternummer 36980 B
Inhaltlich Verantwortlicher nach §55 RstV: Dr. Maximilian Krahé

Herausgeber:
Dr. Maximilian Krahé, Köln
E-Mail: max.krahe@dezernatzukunft.org

Design:
Burak Korkmaz

Diese Arbeit von Dezernat Zukunft ist lizensiert unter der CC BY-NC 4.0.

Die Inhalte können mit klarer Kennzeichnung der Quelle und, sofern angegeben, unter Angabe des Autors bzw. der Autorin verwendet werden.