

Aus dem Verein für Socialpolitik

Isabel Schnabel*

Geldmenge und Inflation

Thünen-Vorlesung 2023

<https://doi.org/10.1515/pwp-2023-0053>

Zusammenfassung: Dieser Beitrag spiegelt die in englischer Sprache gehaltene Thünen-Vorlesung Isabel Schnabels auf der Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik am 25. September 2023 in Regensburg unter dem Titel „Money and inflation“ wider.¹ Ausgehend von der Quantitätstheorie des Geldes lotet die Ökonomin, seit 2020 Mitglied im Direktorium der Europäischen Zentralbank (EZB), die Bedeutung des Anstiegs der Geldmenge nach dem Ausbruch der Coronapandemie für die Inflationsentwicklung im Euroraum in den vergangenen Jahren aus. Sie warnt davor, die Geldmenge als Indikator für Preisstabilitätsrisiken auszublenken.

JEL-Klassifikation: E31, E51, E52, E58

Schlüsselwörter: Geldmenge, Inflation, Quantitätstheorie, Anleihekäufe, Zentralbankgeld, Europäische Zentralbank

1 Auf der Suche nach den Ursachen des stärksten Inflationsschubs seit den siebziger Jahren

Die Geldmenge im Euroraum ist nach dem Ausbruch der Coronapandemie rasant gestiegen. Wenig später schoss auch die Inflation in die Höhe. Manche Beobachter sahen in dieser Entwicklung einen kausalen Zusammenhang und eine Bestätigung ihrer Sorge, die Europäische Zentralbank (EZB) habe die Inflation durch ihre expansive Geldpolitik befeuert (beispielsweise Issing 2021). Für die anderen war

¹ Ohne die Abbildungen und Fußnoten erschien der vorliegende deutschsprachige Artikel parallel zur Jahrestagung unter dem Titel „Die Geldmenge lieber nicht ausblenden“ am 26. September 2023 in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung.

***Kontaktperson:** Isabel Schnabel, Europäische Zentralbank, Direktorium, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, E-Mail: Office.Schnabel@ecb.europa.eu

es eine Scheinkorrelation: nicht die Geldmenge, sondern Lieferengpässe und die Energiepreise hätten die Inflation in die Höhe getrieben (beispielsweise Papadia und Cadamuro 2021).

Die Ursache der Inflation ist nicht nur rückblickend von Bedeutung. Die Folgen des Klimawandels, der Pandemie und des Kriegs in Europa können auch künftig die Preisstabilität gefährden. Daher ist es für Zentralbanken wichtig, die richtigen Lehren aus dem stärksten Inflationsschub seit den siebziger Jahren zu ziehen.

2 Die Quantitätstheorie in der heutigen Praxis: Die Rolle der Geldmenge für die Geldpolitik

Die Erfahrungen der vergangenen Jahre zeigen, dass die Geldmenge nach wie vor eine Rolle für die Geldpolitik spielt, besonders im Hinblick auf die strukturellen Herausforderungen, vor denen Europa heute steht. Gleichzeitig ist es ein Trugschluss zu glauben, dass eine Ausweitung der Zentralbankgeldmenge durch Anleihekäufe zwangsweise die Inflation anheizt. Wie Anleihekäufe wirken, hängt entscheidend vom makroökonomischen Umfeld ab.

Der Ausgangspunkt der Diskussion ist die Quantitätstheorie des Geldes: eine der berühmtesten und wohl auch umstrittensten Theorien der Wirtschaftswissenschaften. Sie fand schon im 16. Jahrhundert bei Nikolaus Kopernikus Erwähnung und wurde über die Jahre von berühmten Ökonomen wie David Hume, Irving Fisher und Milton Friedman erforscht (vgl. dazu Volckart 1997, Friedman 1956, Friedman und Schwartz 1963 sowie Lucas 1980). Die Quantitätstheorie besagt, dass es einen langfristigen und proportionalen Zusammenhang zwischen dem Wachstum der Geldmenge und der Inflation gibt (Lucas 1996). Und tatsächlich kann man über lange Zeiträume einen solchen Zusammenhang in vielen Ländern beobachten, wie in Abbildung 1 zu sehen (vgl. auch Vogel 1974, Lothian 1985, McCandless und Weber 1995, Dwyer und Hafer 1999, Lucas 1980, Benati 2009 sowie Assenmacher-Wesche und Gerlach 2007, 2008).

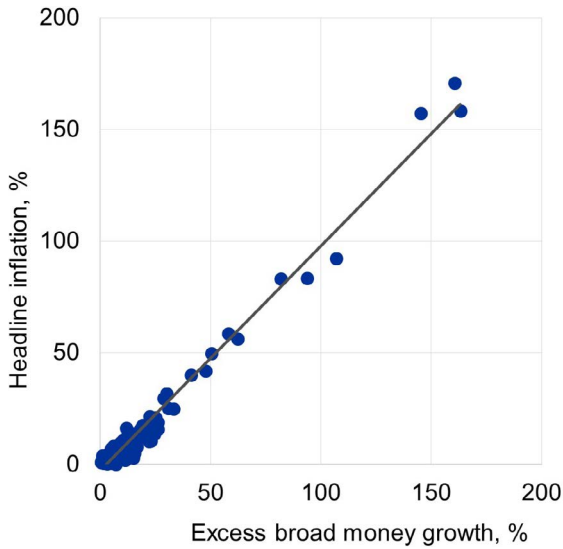


Abbildung 1: Inflation und Wachstum der Überschuss-Geldmenge

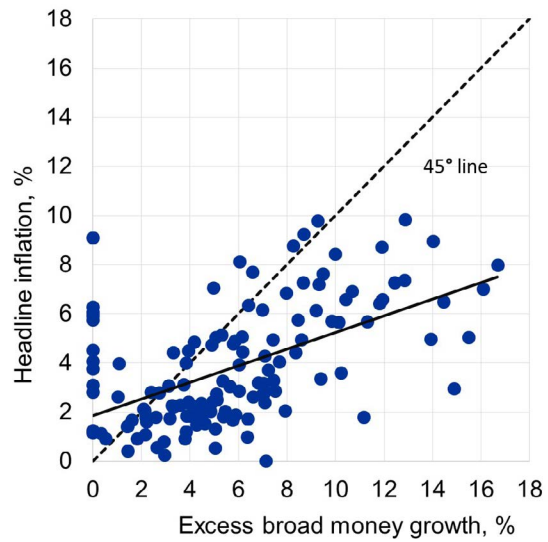


Abbildung 2: Inflation und Wachstum der Überschuss-Geldmenge, ohne Hochinflationländer

Anmerkung: Länderspezifische nicht überlappende Zehnjahresdurchschnitte für den Zeitraum von 1951 bis 2021 (je nach Datenverfügbarkeit). Die Stichprobe umfasst Argentinien, Australien, Brasilien, Ceuta, Chile, China, Dänemark, Großbritannien, Indien, Indonesien, Israel, Japan, Kanada, Kolumbien, Malaysia, Mexiko, Neuseeland, Norwegen, Peru, Philippinen, Russland, Saudi-Arabien, Schweden, Schweiz, Singapur, Südafrika, Südkorea, Taiwan, Thailand, Türkei, Ungarn, Vereinigte Staaten von Amerika. Die Definition der weit gefassten Geldmenge richtet sich nach der Definition des jeweiligen Landes (M2 oder M3) sowie Geld plus Quasigeld für Peru, rückdatiert mit Daten zu Geld und Quasigeld, um lange Datenreihen zu erhalten. Das Wachstum der weit gefassten Überschuss-Geldmenge bezeichnet die Differenz zwischen dem Wachstum der weit gefassten Geldmenge und dem Wachstum des realen BIP.

Quelle: Borio et al. 2023

Bei genauerer Betrachtung zeigt sich allerdings, dass der empirische Befund in Zeiten und in Ländern mit niedriger Inflation nicht immer gilt; dies ist in Abbildung 2 zu erkennen (Fratianni, Gallegati und Giri 2021, De Grauwe und Polan 2005, Gertler und Hofmann 2018 sowie Jung 2023). Der langfristige Zusammenhang wurde vor allem durch Zeiten sehr hoher Inflation getrieben, beispielsweise in den Jahren der beiden Weltkriege oder nach dem Ölpreisschock in den siebziger Jahren (Abbildung 3).

Die geldpolitische Kehrtwende der achtziger Jahre führte zu einem Rückgang der Inflation und deren Volatilität, und damit verblassten zunehmend die Nachweise des Zusammenspiels von Geldmenge und Inflation (Abbildung 4).² Hinzu kam, dass viele Zentralbanken zu einer Inflationssteuerung übergingen (Sargent und Surico 2011). Gemäß „Goodhart’s Law“ funktioniert eine Messgröße nicht mehr, wenn sie zum Ziel wird.

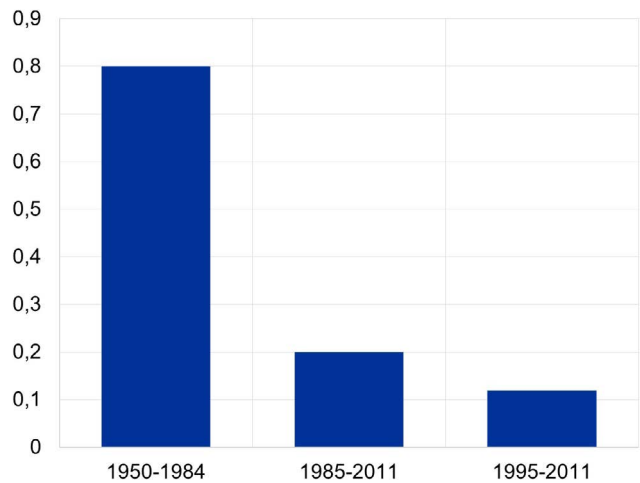


Abbildung 3: Langfristiger Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation in unterschiedlichen Stichproben (durchschnittliche Korrelationskoeffizienten)

Quelle: Gertler und Hofmann 2018

² In einem Umfeld geringen Preisdrucks spielen Schocks der Umlaufgeschwindigkeit eine bedeutendere Rolle. Sie können daher das Verhältnis von Inflation und Geldmengenwachstum trüben (vgl. Estrella und Mishkin 1997).

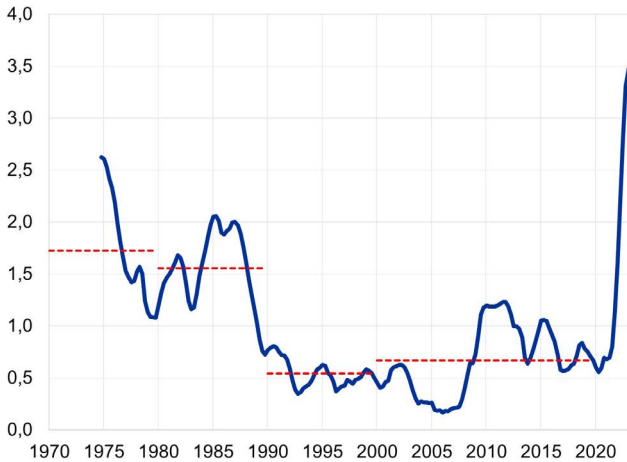


Abbildung 4: Volatilität des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HCVPI) für den Euroraum (Standardabweichung der jährlichen Inflationsraten)

Anmerkung: Standardabweichung in den 16 vorangegangenen Quartalen. Gestrichelte Linien markieren die Durchschnittswerte für die Zeiträume 1970–1979, 1980–1989, 1990–1999 und 2000–2019. Jüngste Beobachtung: Q2 2023.

Quelle: Eurostat

Diese Entwicklung führte dazu, dass Geldmengenaggregate im geldpolitischen Zielkatalog mehr und mehr an Bedeutung verloren.³ Gleichzeitig waren die neuen ökonomischen Modelle in der Lage, makroökonomische Schwankungen zu erklären, ohne auf die Geldmenge zu verweisen (Smets und Wouters 2007).

Zunächst nahm die Europäische Zentralbank noch in Anlehnung an die Bundesbank einen Referenzwert für das erweiterte Geldmengenwachstum – aber kein Geldmengenziel – in ihre Zwei-Säulen-Strategie auf (Masuch et al. 2003). Allerdings wurde die regelmäßige Überprüfung dieses Referenzwerts nach der Überprüfung der geldpolitischen Strategie 2003 eingestellt.

Seit der jüngsten Strategieüberprüfung 2021 beruhen die geldpolitischen Entscheidungen auf einer realwirtschaftlichen Analyse auf der einen Seite sowie einer monetären und finanziellen Analyse auf der anderen. Letztere legt nun ein stärkeres Gewicht auf die Transmission der Geldpolitik und auf die Entwicklungen an den Finanzmärkten, während die Geldmengenentwicklung keine herausgehobene Bedeutung mehr besitzt (EZB 2021).

³ Die Deutsche Bundesbank war vermutlich die bekannteste Zentralbank, die ein Geldmengenwachstumsziel seit den siebziger Jahren verfolgte (vgl. Gerberding, Worms und Seitz 2004).

3 War die rasante Beschleunigung des Geldmengenwachstums als Warnsignal zu verstehen?

Der Inflationsschub der vergangenen Jahre stellt die Quantitätstheorie auf eine neue Probe. Vor allem stellt sich die Frage, ob die rasante Beschleunigung des Geldmengenwachstums im Jahr 2020 ein Warnsignal hinsichtlich der Risiken für die mittelfristige Preisstabilität war (Bordo und Filardo 2007). Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) kommt zu genau diesem Schluss (Borio, Hofmann und Zakrajšek 2023). Demnach hätte man die Fehler in den Inflationsprognosen der vergangenen Jahre deutlich verringern können, wenn man das Geldmengenwachstum, das über das reale Wirtschaftswachstum hinausging, berücksichtigt hätte. Über zahlreiche Industrie- und Entwicklungsländer hinweg war ein positiver Zusammenhang zwischen dem Ausmaß des Inflationsschocks und dem überschüssigen Geldmengenwachstum zu erkennen (Abbildung 5).

Dieser Befund zeigt, dass die Geldmengenaggregate eine wichtige Informationsquelle für die Einschätzung der Risiken für die Preisstabilität sein können. Die Ergebnisse suggerieren auch, dass die berühmteste These der Moneta-

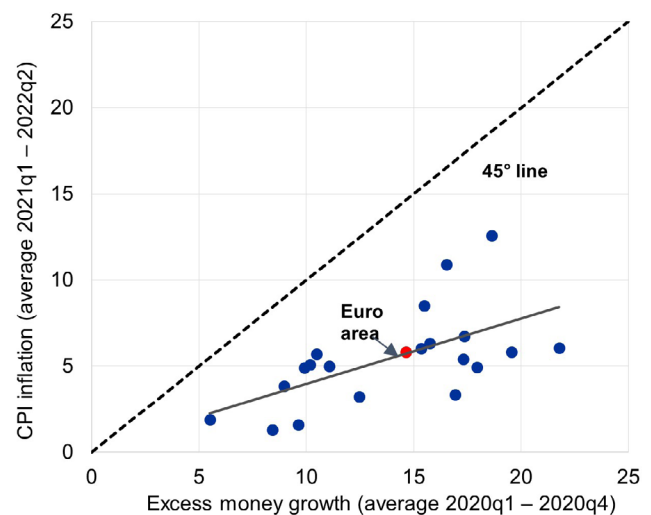


Abbildung 5: Überschuss-Geldmengenwachstum und Verbraucherpreisindex-Inflation (in Prozent pro Jahr)

Anmerkung: Die Abbildung zeigt das Überschuss-Geldmengenwachstum im Jahr 2020 im Vergleich zur durchschnittlichen Verbraucherpreisindex-Inflation zwischen Q1 2021 und Q2 2022. Der rote Punkt markiert den Euroraum. Folgende Länder wurden erfasst: Australien, Chile, China, Dänemark, Euroraum, Großbritannien, Indien, Indonesien, Israel, Japan, Kanada, Korea, Mexiko, Neuseeland, Norwegen, Polen, Schweden, Schweiz, Südafrika, Ungarn und Vereinigte Staaten.

Quelle: EZB

risten vielleicht voreilig für überholt erklärt wurde (Benati 2021). Allerdings ist allein die Tatsache, dass ein Blick auf das Geldmengenwachstum geholfen hätte, den rapiden Inflationsanstieg vorherzusagen, kein Beleg für einen kausalen Zusammenhang. Tatsächlich hängt das Zusammenspiel von Inflation und Geldmenge davon ab, welchen Schocks die Wirtschaft ausgesetzt ist.

4 Der Zusammenhang mit den Anleihekäufen der Zentralbanken

Dies ist auch für die Beurteilung der Anleihekäufe der Zentralbanken von großer Bedeutung. Diese erwiesen sich zwar als außerordentlich wirksam bei der Stabilisierung illiquider Finanzmärkte, etwa nach Ausbruch der Pandemie (Schnabel 2020). Im Hinblick auf die Inflation ist die Bilanz jedoch durchgewachsen. Nach der globalen Finanz- und der europäischen Staatsschuldenkrise gelang es der EZB trotz umfangreicher Anleihekäufe nicht, die Inflation zum Zielwert zurückzubringen. Dies änderte sich schlagartig nach der Pandemie. Allerdings schoss die Inflation dann weit über ihr Ziel hinaus. Somit scheinen die Entwicklungen der vergangenen Jahre jene Kritiker zu bestätigen, die schon immer gewarnt hatten, dass Anleihekäufe unumgänglich eine Gefahr für die Preisstabilität darstellen.

Tatsächlich ist die Beziehung zwischen Anleihekäufen, Geldmengenwachstum und Inflation jedoch subtiler und komplexer, als es manchmal dargestellt wird. Zunächst einmal schöpfen Zentralbanken beim Kauf von Staatsanleihen Reserven, eine Form des Zentralbankgelds, die nur von Banken gehalten werden kann und vor allem der Abwicklung von Zahlungen dient. Zentralbankgeld wird im Fachjargon auch als Geldbasis oder M_0 bezeichnet.⁴ Die Geldbasis weitete sich also im Zuge der Anleihekaufprogramme von 2015 an deutlich aus, was sich während der Pandemie noch einmal spürbar beschleunigte, als die EZB zusätzlich das Pandemie-Notfallankaufprogramm – kurz PEPP – auflegte und Langfristkredite an Banken vergab, sogenannte TLTROs, deren Zinskonditionen an das Ausmaß der Kreditvergabe gebunden waren (Abbildung 6).

⁴ Zur Geldbasis zählen der Bargeldumlauf, die Einlagen der Kreditinstitute auf ihren Girokonten beim Eurosystem zur Erfüllung der Mindestreservepflicht (Mindestreserven) und die Bestände hochliquider Einlagen der Kreditinstitute beim Eurosystem, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen (Überschussreserven und Inanspruchnahme der Einlagefazilität). Zu den Reserveguthaben der Banken zählen alle Einlagen, die Banken im Euroraum beim Eurosystem halten.

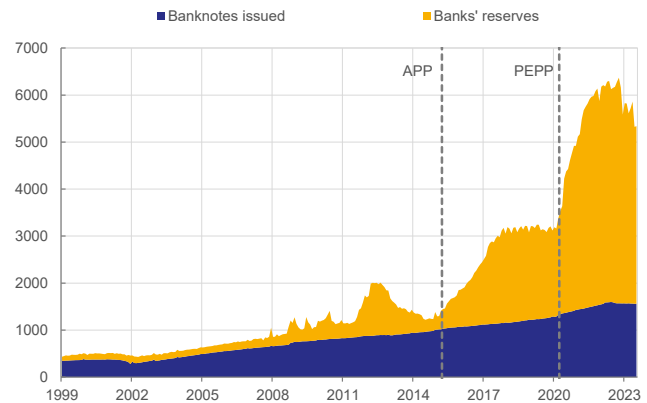


Abbildung 6: Geldbasis (in Milliarden Euro)

Anmerkung: Zur Geldbasis zählen der Bargeldumlauf, die Einlagen der Kreditinstitute auf ihren Girokonten beim Eurosystem zur Erfüllung der Mindestreservepflicht (Mindestreserven) und die Bestände hochliquider Einlagen der Kreditinstitute beim Eurosystem, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen (Überschussreserven und Inanspruchnahme der Einlagefazilität). Zu den Reserveguthaben der Banken zählen alle Einlagen, die Banken im Euroraum beim Eurosystem halten. Das APP (Anleihekaufprogramm) begann im März 2015 und das PEPP im März 2020. Die erste Reihe von GLRGs (gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte) wurde im Juni 2014 aufgelegt, GLRG II startete im März 2016 und GLRG III im März 2019. Jüngste Beobachtung: Juli 2023. Quelle: EZB

Aus der Erhöhung der Geldbasis folgt aber nicht automatisch eine Erhöhung der erweiterten Geldmenge M_3 , die auch längerfristige Einlagen, Anteile an Geldmarktfonds und kurz laufende Schuldverschreibungen enthält. Tatsächlich war deren Anstieg vor allem vor der Pandemie deutlich verhaltener als derjenige der Geldbasis. Der Grund ist, dass es nur in einigen Fällen einen direkten Zusammenhang zwischen Anleihekäufen und M_3 gibt. Dies ist beispielsweise dann der Fall, wenn der Verkäufer der Anleihe ein im Euroraum ansässiges Unternehmen oder ein Privathaushalt ist. Dann wird der Erlös dem Konto des Verkäufers gutgeschrieben und vergrößert damit die erweiterte Geldmenge. Bei Transaktionen des Eurosystems mit Banken oder mit Geschäftspartnern außerhalb des Euroraums, die oft die breite Masse an Verkäufern bilden, bleibt die erweiterte Geldmenge hingegen unverändert.⁵

Anleihekäufe haben aber indirekte Auswirkungen auf M_3 , zum Beispiel durch den Effekt niedrigerer langfristiger Zinsen auf die Kreditnachfrage (EZB 2015). Das Ausmaß dieser indirekten Effekte bestimmt maßgeblich das Verhältnis, in dem sich Anleihekäufe auf die verschiedenen

⁵ Transaktionen innerhalb des Geldschöpfungssektors des Euro-Währungsgebiets werden konsolidiert und haben keinen Einfluss auf die erweiterte Geldmenge.

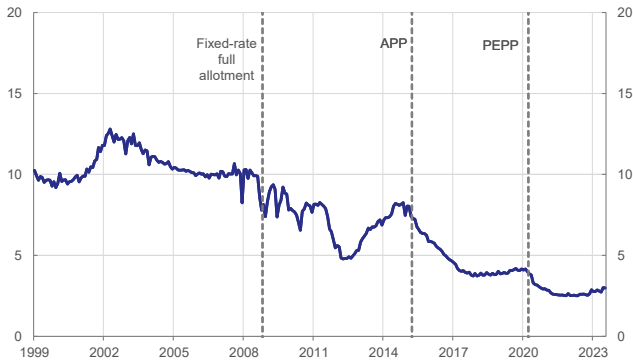


Abbildung 7: Geldschöpfungsmultiplikator: M3/M0 (Verhältnis)
Anmerkung: Der Geldschöpfungsmultiplikator ist definiert als das Verhältnis zwischen der saisonbereinigten Geldmenge M3 und der Geldbasis. Der Mengentender mit Vollzuteilung wurde im Oktober 2008 eingeführt, das APP begann im März 2015 und das PEPP im März 2020. Jüngste Beobachtung: Juli 2023.
Quelle: EZB und EZB-Berechnungen

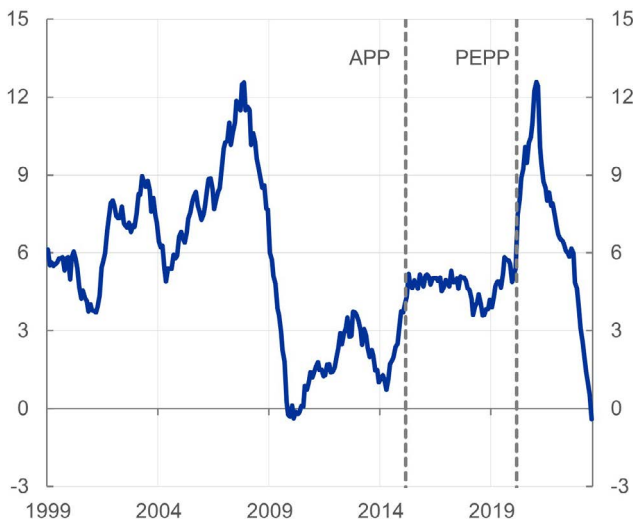


Abbildung 8: M3 (Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent)
Anmerkung: APP begann im März 2015 und PEPP im März 2020. Jüngste Beobachtung: Juli 2023.
Quelle: EZB

Geldmengenaggregate auswirken. Das kann man am Geldmengenmultiplikator sehen, der das Verhältnis zwischen M3 und M0 abbildet (Abbildung 7). Zwischen 2015 und 2018 fiel der Multiplikator deutlich ab.⁶

⁶ Der Multiplikator blieb bis zum Ausbruch der globalen Finanzkrise im Jahr 2008 weitgehend konstant. Dies lag vor allem daran, dass die Zufuhr von Zentralbankreserven nachfragegesteuert war – das heißt, der Rückgriff der Banken auf die Geschäfte der EZB hing vom Bargeldumlauf und den Mindestreserveanforderungen der Banken ab, die wiederum eine Funktion der kurzfristigen Verbindlichkeiten der Banken sind (EZB 2017). Der Einsatz nicht standardmäßiger geldpolitischer

Das erweiterte Geldmengenwachstum beschleunigte sich zwar, blieb aber moderat (Abbildung 8). Unternehmen, Banken und Regierungen waren primär damit beschäftigt, ihre Bilanzen nach der Finanz- und Schuldenkrise wieder zu stärken. Die Regierungen konsolidierten ihre Staatsfinanzen, während die Banken angehalten wurden, ihr Eigenkapital zu erhöhen.⁷

Ein vollkommen anderes Bild zeigte sich während der Pandemie. Die Regierungen eilten der Wirtschaft und der Bevölkerung mit großen Unterstützungsprogrammen zu Hilfe. Die Kreditvergabe an Unternehmen stieg sprunghaft, auch dank zahlreicher Staatsgarantien (Abbildung 9). Und das Hypothekenswachstum privater Haushalte erreichte Werte wie zuletzt vor 15 Jahren. Das Ergebnis war, dass zwischen Mitte 2021 und Mitte 2022 die erweiterten Geldmengenaggregate im Einklang mit der Geldbasis wuchsen. Der Multiplikator blieb stabil (Abbildung 7).

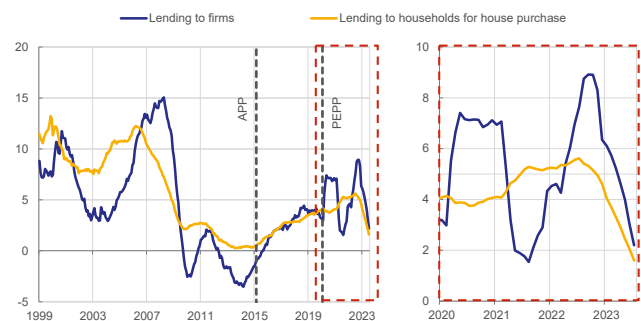


Abbildung 9: Wachstum der Bankkreditvergabe (Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent)

Anmerkung: Kredite monetärer Finanzinstitutionen (MFI-Kredite) sind ab 2004 um Verkäufe, Verbriefungen (und Cash-Pooling-Geschäfte für Unternehmen) bereinigt. Vor Januar 2023 entspricht die Bereinigung um Wohnungsbaukredite an private Haushalte der Bereinigung um den gesamten Sektor der privaten Haushalte. Das APP begann im März 2015 und das PEPP im März 2020. Jüngste Beobachtung: Juli 2023.
Quelle: EZB und EZB-Berechnungen

Die Wirkung von Anleihekäufen auf das erweiterte Geldmengenwachstum und somit auf die Inflation hängt also in erster Linie vom wirtschaftlichen Umfeld und nicht von der Verfügbarkeit von Zentralbankgeld ab. Wenn keine Nachfrage nach Krediten besteht oder Banken keine Kredite vergeben wollen, etwa aus Sorge vor Ausfallrisiken oder

Maßnahmen nach der globalen Finanzkrise, wie z. B. der Vollzuteilung mit festem Zinssatz bei Refinanzierungsgeschäften und langfristigen Refinanzierungsgeschäften, implizierte, dass der Multiplikator bereits vor Beginn des APP gesunken war.

⁷ Zur Bedeutung des Kapitalkanal siehe Bordo und Duca 2023 sowie Giansante, Fatouh und Ongena 2022.

aufgrund von Eigenkapitalanforderungen, dann werden Anleihekäufe die erweiterte Geldmenge nicht signifikant beeinflussen.

5 Alles nur die Folge der jüngsten Angebotsschocks?

Die Frage ist nun, ob das starke Geldmengenwachstum während der Pandemie für den jüngsten Inflationsschub (mit-)verantwortlich war. Manche sehen den Grund für die kräftigen Preisanstiege der vergangenen Jahre allein in den Angebotsschocks, welche die Wirtschaft durch die pandemiebedingten Lieferengpässe und die hohen Energiepreise infolge des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine trafen. In dieser Sichtweise spielt das Geldmengenwachstum eine vernachlässigbare Rolle. Denn die schnelle Ausbreitung der Preisanstiege auf praktisch alle Güter und Dienstleistungen beruhte wesentlich darauf, dass die gestiegenen Kosten an die Konsumenten weitergegeben wurden – unabhängig vom Geldmengenwachstum.

Allerdings wirft dies die Frage auf, warum die Unternehmen ihre gestiegenen Kosten in dem beobachteten Ausmaß weitergeben konnten. Schließlich sind Preise immer die Summe aus Kosten und Gewinnmarge. In der Vergangenheit dienten diese Margen als Puffer, um höhere Kosten in Zeiten schwacher Nachfrage abzufangen und so die Preise stabil zu halten. Im Abschwung stiegen die Lohnstückkosten typischerweise an, aber die Stückgewinne gingen zurück (Abbildung 10). In letzter Zeit stiegen die Stückgewinne hingegen trotz steigender Kosten spürbar an.

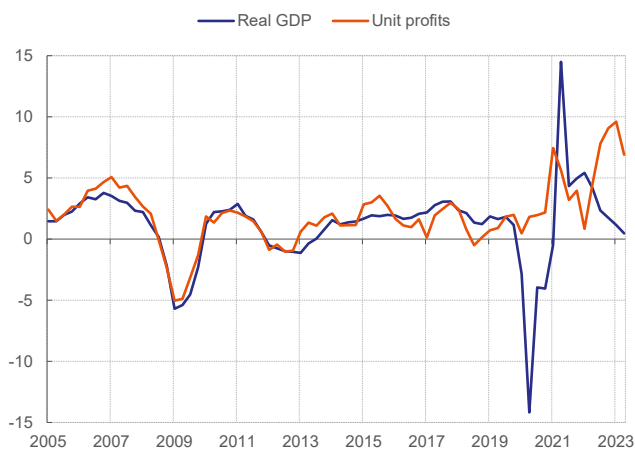


Abbildung 10: Reales BIP und Stückgewinne (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent)
Quelle: Eurostat und EZB-Berechnungen; jüngste Beobachtung: Q2 2023

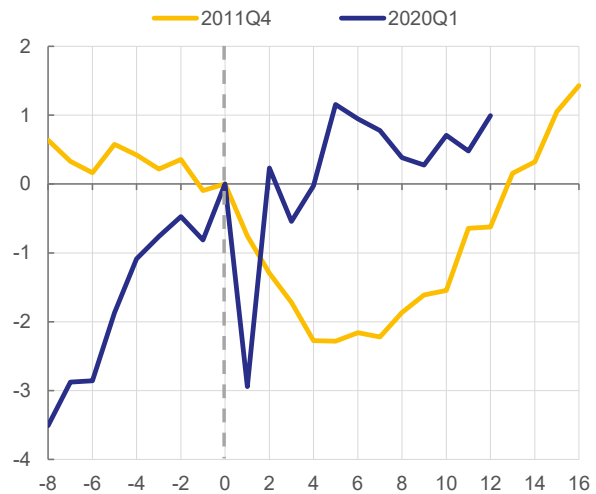


Abbildung 11: Real verfügbares Einkommen vor und nach der Staatsschuldenkrise im Euroraum sowie der Coronapandemie (Abweichungen von $t = 0$)
Anmerkung: In Q4 2011 hat sich die Staatsschuldenkrise im Euroraum verschärft. In Q1 2020 kam es zum Ausbruch der Coronapandemie und zum darauf folgenden Inflationsschokk.
Quelle: Eurostat und EZB-Berechnungen

Dies deutet darauf hin, dass die Konsumenten bereit und in der Lage waren, signifikant höhere Preise zu bezahlen. Das lag nicht zuletzt daran, dass die Nachfrage extrem widerstandsfähig war – und das trotz zwei der größten wirtschaftlichen Schocks seit dem Zweiten Weltkrieg. In einem solchen Szenario könnte die Geldmenge durchaus eine Rolle spielen. Ein Blick auf die Entwicklung der real verfügbaren Einkommen der Privathaushalte verdeutlicht dies.

Nach der europäischen Staatsschuldenkrise dauerte es mehr als vier Jahre, bis das real verfügbare Einkommen wieder auf dem Vorkrisenniveau angelangt war, was die gesamtwirtschaftliche Nachfrage dauerhaft belastete (Abbildung 11). In der Pandemie hingegen dauerte es lediglich drei Monate. Heute ist das real verfügbare Einkommen höher als noch vor einem Jahr, trotz des starken Anstiegs der Inflation.

Das lag an der fiskalpolitischen Reaktion auf die Krisen der vergangenen Jahre und an dem damit verbundenen Anstieg der Geldmengenaggregate (Abbildung 12). In Deutschland glich beispielsweise das Kurzarbeitergeld die Einkommensverluste zum Großteil aus, die durch die Pandemie ansonsten entstanden wären, und die Gasrechnungsbremse dämpfte den Kaufkraftverlust der Menschen nach Kriegsausbruch und stärkte die gesamtwirtschaftliche Nachfrage.

Mit Hilfe dieser Transferleistungen gelang es, die inflationsbereinigten Konsumausgaben trotz Pandemie und Energiepreisschokk auf dem Niveau von vor drei Jahren zu

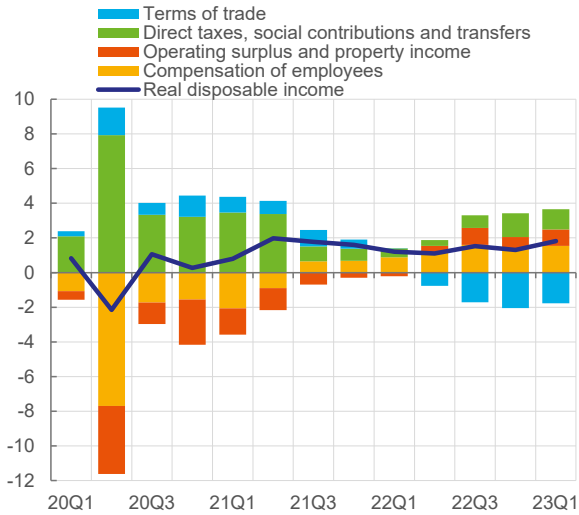


Abbildung 12: Einflussfaktoren des real verfügbaren Einkommens (Index: Q4 2019 = 0, Prozentsätze und Beiträge in Prozentpunkten)
 Anmerkung: Das verfügbare Einkommen wurde mit dem Deflator der privaten Konsumausgaben deflationiert, während seine Komponenten mit dem BIP-Deflator deflationiert wurden. Die Terms of Trade wurden anhand des Verhältnisses des BIP-Deflators zum Deflator der privaten Konsumausgaben ermittelt. Siehe De Santis und Stoevsky (2023) für nähere Einzelheiten. Jüngste Beobachtung: Q1 2023.
 Quelle: Eurostat und EZB-Berechnungen

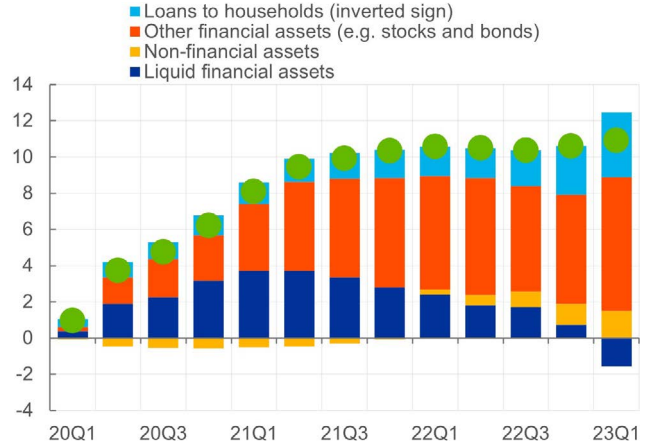


Abbildung 14: Verteilung der kumulierten Ersparnisüberschüsse nach Vermögenswerten (Abweichungen vom Vorpandemietrend, in Prozent des trendmäßigen verfügbaren Einkommens)
 Anmerkung: Abgebildet ist jeweils der kumulierte Betrag, um den der für den Zeitraum von 2015 bis 2019 geschätzte Trend überschritten wird. Liquide finanzielle Vermögenswerte beziehen sich auf Bargeld und Einlagen. Nichtfinanzielle Vermögenswerte beziehen sich auf Bruttoanlageinvestitionen. Die sonstigen finanziellen Vermögenswerte werden als Restwert ermittelt und umfassen hauptsächlich Aktien und Anleihen. Jüngste Beobachtung: Q1 2023.
 Quelle: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen

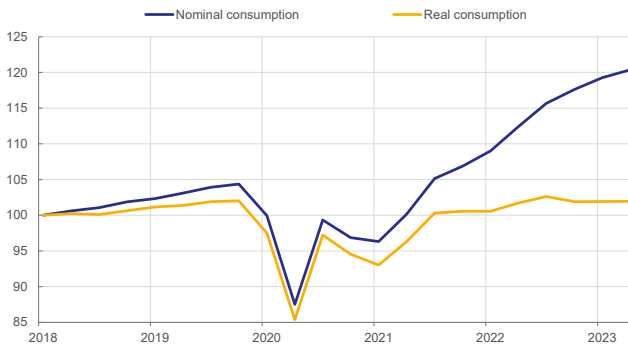


Abbildung 13: Nominale und reale Konsumausgaben privater Haushalte (Index: Q1 2018 = 100)
 Quelle: Eurostat und EZB-Berechnungen; jüngste Beobachtung: Q2 2023

halten (Abbildung 13). Demnach könnte das starke Geldmengenwachstum erklären, warum die Haushalte weniger empfindlich auf Preisanstiege reagierten, was es den Unternehmen ermöglichte, ihre gestiegenen Kosten zu überwälzen.

Während der Lockdowns schossen zudem die Ersparnisse der Privathaushalte in die Höhe. Diese Überschussersparnisse wurden zunächst zu einem erheblichen Teil als liquide Mittel gehalten (Abbildung 14). Später wurden sie genutzt, um ausstehende Kredite zurückzuzahlen oder in Aktien und Anleihen zu investieren (Battestini et al. 2023).

Unter dem Strich haben die privaten Haushalte sogar Vermögen angehäuft (Abbildung 15). Selbst Haushalte am unteren Ende der Vermögensverteilung konnten während der Pandemie ihren Schuldenstand verringern (Abbildung 16). Die starke Position der Haushalte hat wiederum dazu beigetragen, dass Unternehmen noch weit in das Jahr 2022 hinein Kredite aufnahmen, um Investitionen zu tätigen, was ebenfalls das Geldmengenwachstum antrieb.

Angesichts dieser Befunde ist das Forschungsergebnis der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich weniger überraschend. Das Geldmengenwachstum war demnach ein vermutlich zu wenig beachteter Vorbote der wachsenden Risiken für die Preisstabilität.

6 Bedeutung der Geldmengenentwicklung für den wirtschaftlichen Ausblick

Was bedeutet aber dann die aktuelle Entwicklung der Geldmenge für den Ausblick der wirtschaftlichen Lage im Euroraum? Die außerordentlich schnelle Straffung der Geldpolitik und die Rückführung der EZB-Bilanz haben zu einer signifikanten Verlangsamung des Geldmengenwach-

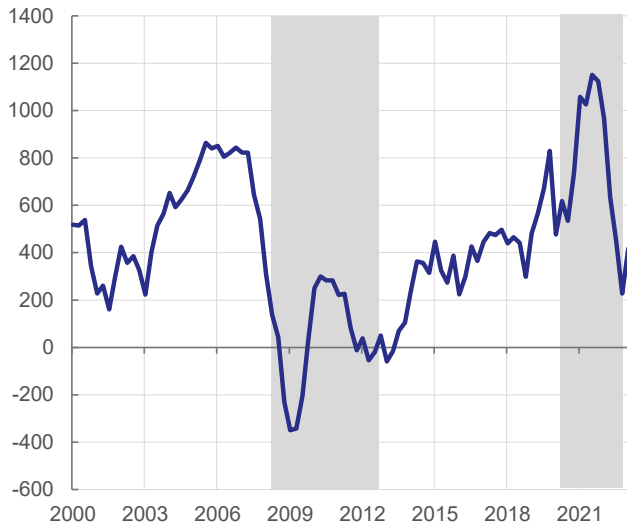


Abbildung 15: Veränderung des Reinvermögens privater Haushalte (in Milliarden Euro)
 Anmerkung: Der schattierte Bereich zwischen 2008 und 2013 markiert die globale Finanzkrise und Staatsschuldenkrise im Euroraum, der schattierte Bereich nach 2020 die Pandemie und den Energieschock. Jüngste Beobachtung: Q1 2023.
 Quelle: Eurostat

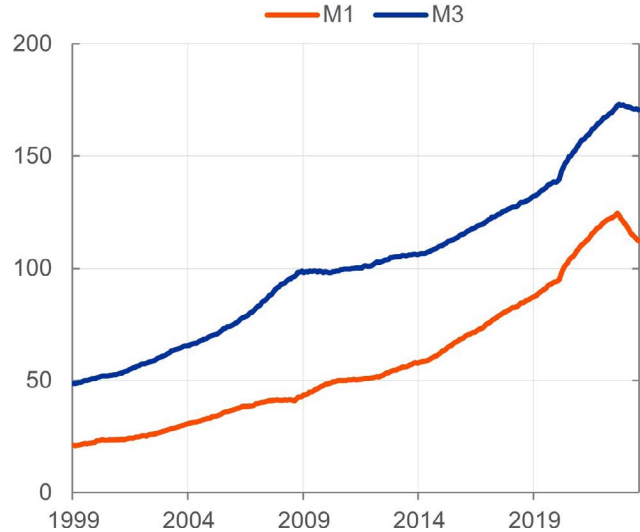


Abbildung 17: M1 und M3 (Index für fiktive Bestände)
 Anmerkung: M3-Index ist 100 im Dezember 2010; M1-Index wurde umbasiert, damit er zum tatsächlichen Verhältnis zwischen M1 und M3 im Dezember 2010 passt. Jüngste Beobachtung: Juli 2023.
 Quelle: EZB

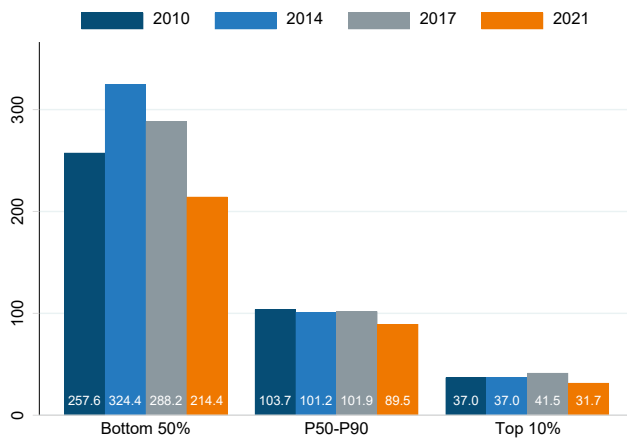


Abbildung 16: Verhältnis von Gesamtverschuldung zu liquidem Vermögen über Nettovermögensverteilung hinweg (Verhältnis, multipliziert mit 100)
 Anmerkung: Die Abbildung zeigt das Verhältnis der Gesamtverschuldung (Immobilien- und andere Kredite) zum gesamten liquiden Vermögen. Zum gesamten liquiden Vermögen gehören Einlagen, Investmentfondsanteile, Anleihen und Aktien. Das Verhältnis ist für drei nach Nettovermögen aufgeteilte Gruppen von Haushalten dargestellt: die unteren 50 Prozent der Verteilung, das 50. bis 90. Perzentil und die oberen 10 Prozent. Die Abbildung zeigt, dass sich dieses Verhältnis bei den zu den unteren 50 Prozent gehörenden Haushalten zwischen 2017 und 2021 stärker verbessert hat als bei den anderen Gruppen von Haushalten.
 Quelle: Haushaltsbefragung zu Finanzen und Konsum (HFCS) des Eurosystems, 2010–2021

tums geführt und den Rückgang der Inflation unterstützt.⁸ Im Juli war die jährliche Wachstumsrate der Geldmengenaggregate M1 und M3 im negativen Bereich (Abbildung 17). Die Kreditvergabe kam praktisch zu einem Stillstand.

Diese Entwicklung hat bei einigen Beobachtern die Sorge ausgelöst, die EZB laufe Gefahr, die Geldpolitik zu sehr zu straffen. Denn in der Vergangenheit galt das reale Wachstum von M1, das Sichtguthaben und Tagesgeld beinhaltet, als verlässlicher Frühindikator für eine nahende Rezession im Euroraum (Abbildung 18).

Tatsächlich schwächt sich die Wirtschaft momentan spürbar ab. Allerdings ist die Aussagekraft der Geldmengenentwicklung in Bezug auf den Wirtschaftsausblick aktuell geringer als normalerweise. Der Grund ist, dass die Entwicklung der Geldmenge M1 stark von den Opportunitätskosten sehr liquider, täglich fälliger Einlagen abhängt. Vor der Pandemie unterschieden sich die Zinsen auf längerfristige Einlagen und Sichteinlagen kaum. Die meisten hielten ihr Geld daher auf ihrem Giro- oder Tagesgeldkonto.

⁸ Das Ende der Reinvestitionen im Rahmen des APP-Portfolios verringert automatisch die Geldmenge in der Wirtschaft, da das Eurosystem die Rückzahlungen der fälligen Kapitalbeträge erhält. Die Rückzahlungen von GLRGs haben wahrscheinlich insofern zur Verlangsamung des M3-Wachstums beigetragen, als die Rückzahlungen die Banken dazu veranlasst haben, langfristige Anleihen auszugeben, die nicht in M3 enthalten sind. Wenn diese Anleihen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet gekauft werden, belasten solche Transaktionen das Geldmengenwachstum.

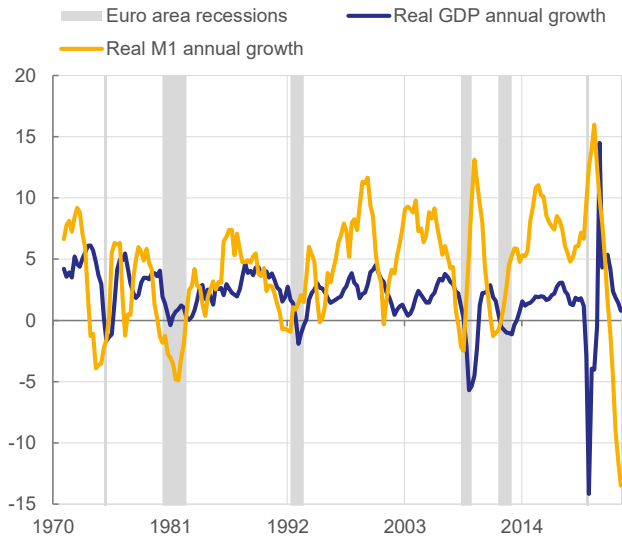


Abbildung 18: Reale Geldmenge M1, reales BIP und Rezessionen im Euroraum (Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent)
 Anmerkung: Reale Geldmenge M1, reales BIP ermittelt durch Deflationierung der nominalen Variablen mit dem HVPI. Die schattierten Bereiche markieren Rezessionen wie vom Euro Area Business Cycle Dating Committee des Centre for Economic Policy Research (CEPR) identifiziert. Jüngste Beobachtung: Q2 2023.
 Quelle: EZB, CEPR und EZB-Berechnungen

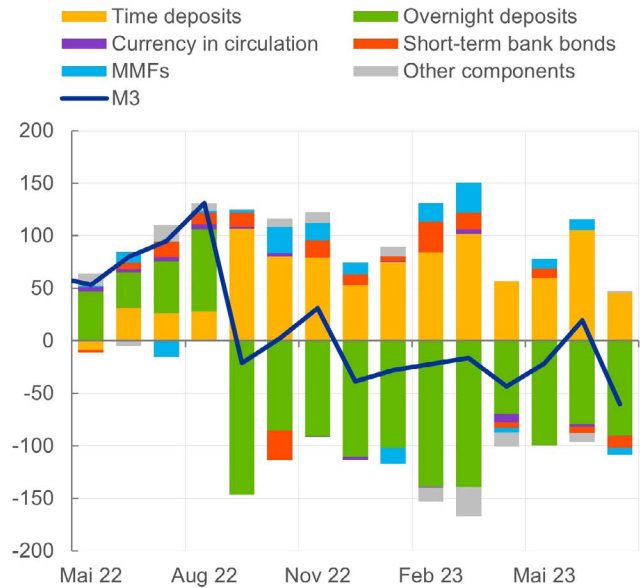


Abbildung 20: Umschichtung innerhalb M3-Komponenten (saisonbereinigte monatliche Ströme in Milliarden Euro)
 Anmerkung: Termineinlagen sind Einlagen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren. Die sonstigen Komponenten sind Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten und Repo-Geschäfte. Jüngste Beobachtung: Juli 2023.
 Quelle: EZB und EZB-Berechnungen

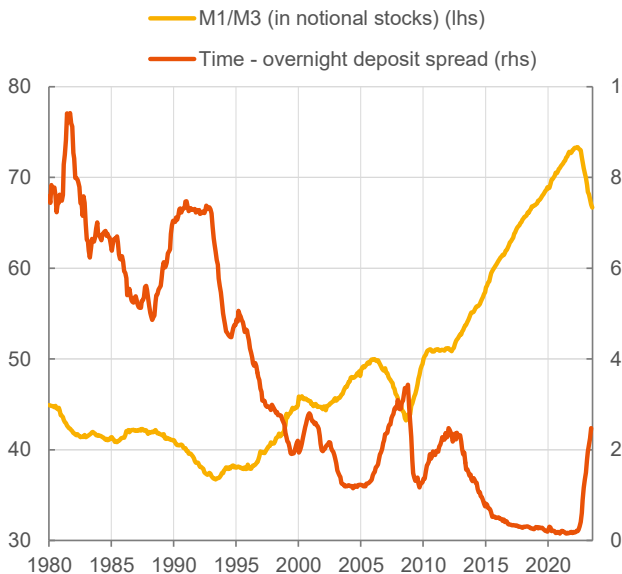


Abbildung 19: Anteil von M1 an M3 und Einlagenzinsspanne (links: Anteil, rechts: Prozentpunkte)
 Quelle: EZB und EZB-Berechnungen; jüngste Beobachtung: Juli 2023

In der Spitze betrug der Anteil von M1 an M3 73 Prozent, im historischen Durchschnitt waren es lediglich 40 Prozent (Abbildung 19).

Das änderte sich schlagartig, als die Zinsen stiegen. Privatpersonen und Unternehmen begannen, ihre Portfolios umzuschichten, hin zu ertragreicheren und längerfristigen Einlagen oder Anleihen (Abbildung 20). Das führte dazu, dass die Geldmenge stärker als sonst üblich fiel.⁹

Diese Umschichtung bestehenden Vermögens beeinflusst das Konsum- und Sparverhalten kaum. Deshalb sagt der aktuelle Rückgang der Geldmengenaggregate vermutlich relativ wenig über das Ausmaß des wirtschaftlichen Abschwungs – und damit die zukünftige Inflationsentwicklung – aus.

⁹ Dies wird durch die schwache Weitergabe von Leitzinsänderungen an die Tagesgeldsätze verstärkt.

7 Fazit

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Geldmenge für Zentralbanken noch immer Relevanz besitzt, dass ihre Rolle jedoch von den wirtschaftlichen Gegebenheiten abhängt.¹⁰ Dies hat auch Implikationen für die Geldpolitik: Erstens sind Anleihekäufe an sich nicht unbedingt inflationär. Ihre Wirkung auf die Geldmenge, Inflation und wirtschaftliche Entwicklung hängt entscheidend davon ab, ob Banken, Unternehmen, Privathaushalte und Politik willens und bereit sind, Kredite aufzunehmen. Das war vor der Pandemie nur eingeschränkt der Fall.

Zweitens war der starke Anstieg des Geldmengenwachstums in den vergangenen Jahren ein frühes Warnsignal dafür, dass die Inflation nicht von allein wieder auf unser mittelfristiges Ziel von 2 Prozent fallen würde, sobald sich die Angebotsschocks auflösen. Das starke Geldmengenwachstum scheint dazu beigetragen zu haben, dass die Inflation sich verfestigt hat.

Die Geldmenge ist also weiterhin ein relevanter Indikator für Preisstabilitätsrisiken. Im aktuellen Umfeld fundamentaler struktureller Veränderungen aufgrund der Energiewende und des Wandels im Welthandel ist diese Erkenntnis besonders wichtig, da wir damit rechnen müssen, dass Angebotsschocks die Inflation immer wieder von unserem Zielwert wegbewegen (Schnabel 2022). Eine separate monetäre Säule dürfte heute in der Geldpolitik verzichtbar sein. Aber die Geldmenge verdient nach wie vor einen festen Platz in der geldpolitischen Analyse.

Literaturverzeichnis

- Assenmacher-Wesche, K. und S. Gerlach (2007), Money at low frequencies, *Journal of the European Economic Association* 5(2–3), S. 534–42.
- Assenmacher-Wesche, K. und S. Gerlach (2008), Interpreting euro area inflation at high and low frequencies, *European Economic Review* 52(6), S. 964–86.
- Battistini, N. et al. (2023), The consumption impulse from pandemic savings – does the composition matter?, *ECB Economic Bulletin* 4.
- Benati, L. (2009), Long run evidence on money growth and inflation, *ECB Working Paper* 1027.
- Bordo, M.D. und A. Filardo (2007), Money still makes the world go round: The zonal view, *Journal of the European Economic Association* 5(2–3), S. 509–23.
- Bordo, M.D. und J.V. Duca (2023), Money matters: Broad Divisia money and the recovery of nominal GDP from the COVID-19 recession, *NBER Working Paper* 31304.
- Borio, C., B. Hofmann und E. Zakrajšek (2023), Does money growth help explain the recent inflation surge?, *BIS Bulletin* 76.
- De Grauwe, P. und M. Polan (2005), Is inflation always and everywhere a monetary phenomenon?, *Scandinavian Journal of Economics* 107(2), S. 239–59.
- Dwyer, G.P. Jr. und R.W. Hafer (1999), Are money growth and inflation still related?, *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review* 84(2), S. 32–43.
- Estrella, A. und F.S. Mishkin (1997), Is there a role for monetary aggregates in the conduct of monetary policy?, *Journal of Monetary Economics* 40(2), S. 279–304.
- EZB – Europäische Zentralbank (2015), The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures, *ECB Economic Bulletin* 7.
- EZB – Europäische Zentralbank (2017), Base money, broad money and the APP, *ECB Economic Bulletin* 6.
- EZB – Europäische Zentralbank (2021), The ECB's monetary policy strategy statement, online verfügbar unter https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.en.html.
- Fratianni, M., M. Gallegati und F. Giri (2021), International historical evidence on money growth and inflation: The role of high inflation episodes, *The B.E. Journal of Macroeconomics* 21(2), S. 541–64.
- Friedman, M. (1956), The quantity theory of money: A restatement, in: derselbe (Hrsg.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago, University of Chicago Press, S. 3–21.
- Friedman, M. und A.J. Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States, 1867–1960*, Princeton, Princeton University Press.
- Gerberding, C., A. Worms und F. Seitz (2004), How the Bundesbank really conducted monetary policy: An analysis based on real-time data, *Deutsche Bundesbank Discussion Paper* 1(25).
- Gertler, P. und B. Hofmann (2018), Monetary facts revisited, *Journal of International Money and Finance* 86(C), S. 154–70.
- Giansante, S., M. Fatouh und S. Ongena (2022), The asset reallocation channel of quantitative easing: The case of the UK, *Journal of Corporate Finance* 77, 102294.
- Hagen, J. von (2004), Hat die Geldmenge ausgedient?, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 5(4), S. 423–53.
- Issing, O. (2021), The return of inflation?, *Project Syndicate*, 16. Juli.
- Jung, A. (2023), The quantity theory of money and its role in central banking, 1870–2020, im Erscheinen in: E. Farvaque und P. Stanek (Hrsg.), *Still Conservative After All These Years? Central Banks Frameworks and Policies Since Rogoff (1985)*.
- Lothian, J.R. (1985), Equilibrium relationships between money and other economic variables, *American Economic Review* 75(4), S. 828–35.
- Lucas, R.E. Jr. (1980), Two illustrations of the quantity theory of money, *American Economic Review* 70(5), S. 1005–14.
- Lucas, R.E. Jr. (1996), Nobel lecture: Monetary neutrality, *Journal of Political Economy* 104(4), S. 661–82.
- Masuch, K. et al. (2003), The role of money in monetary policy making, in: O. Issing (Hrsg.), *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy*, Frankfurt, EZB, S. 187–228.
- McCandless, G.T. Jr. und W.E. Weber (1995), Some monetary facts, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 19(3), S. 2–11.
- Papadia, F. und L. Cadamuro (2021), Does money growth tell us anything about inflation?, *Bruegel Working Paper* 11.

¹⁰ Vor fast 20 Jahren, auf der Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik 2004, gab Jürgen von Hagen (2004) eine ähnliche Antwort auf diese Frage.

- Sargent, T.J. und P. Surico (2011), Two illustrations of the quantity theory of money: Breakdowns and revivals, *American Economic Review* 101(1), S. 109–28.
- Schnabel, I. (2020), *Monetary Policy in Changing Conditions*, Rede auf der zweiten EBI-Konferenz „Europe and the Covid-19 Crisis – Looking back and looking forward“, Frankfurt, 4. November.
- Schnabel, I. (2022), *Monetary Policy and the Great Volatility*, Rede auf dem Jackson Hole Symposium, ausgerichtet von der Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 27. August.
- Smets, F. und R. Wouters (2007), Shocks and frictions in US business cycles: A Bayesian DSGE approach, *American Economic Review* 97(3), S. 586–606.
- Vogel, R.C. (1974), The dynamics of inflation in Latin America, 1950–1969, *American Economic Review* 64(1), S. 102–14.
- Volckart, O. (1997), Early beginnings of the quantity theory of money and their context in Polish and Prussian monetary policies, c. 1520–1550, *Economic History Review*, Neue Serie 50(3), S. 430–49.

Autoreninformation



Isabel Schnabel

Direktorium der Europäischen Zentralbank
Sonnemannstraße 20

60314 Frankfurt am Main

isabel.schnabel@ecb.europa.eu

Isabel Schnabel (geb. 1971) ist seit 2020 Mitglied des Direktoriums der Europäischen Zentralbank (EZB) in Frankfurt am Main. Dort ist sie verantwortlich für die Bereiche Finanzmarktoperationen, Forschung und Statistik. Außerdem ist sie Professorin für Finanzmarktökonomie an der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn (derzeit beurlaubt). Zuvor war sie Mitglied im Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Isabel Schnabel studierte Volkswirtschaftslehre an den Universitäten Mannheim, Paris (Sorbonne) und Berkeley und wurde an der Universität Mannheim promoviert. In ihrer Forschung beschäftigt sie sich mit Finanzmarktstabilität, Bankenregulierung, internationalen Kapitalströmen und Wirtschaftsgeschichte. Im Jahr 2018 wurde sie mit dem Gustav-Stolper-Preis des Vereins für Socialpolitik ausgezeichnet.