

Hat die Geldmenge ausgedient?

Kurzfassung

Jürgen von Hagen

Universität Bonn, Indiana University, und CEPR

An der Entscheidung der EZB, der Geldmenge M3 im Rahmen ihrer geldpolitischen Strategie eine "prominente Rolle" zuzuweisen, hat sich eine lebhafte Debatte unter Wissenschaftlern und Praktikern über die Rolle der Geldmenge in der Geldpolitik entzündet. Die Standpunkte, die in der aktuellen Debatte vertreten werden, reichen von der Behauptung, die Geldmenge spiele in der Transmission der Geldpolitik keine Rolle und sei als Signal für inflationäre Entwicklungen völlig unbrauchbar, über die Befürchtung, die Geldmenge stehe einer effektiven Kommunikation der Zentralbank im Wege, bis zu der Versicherung, eine Zentralbank müsse die Geldmenge kontrollieren, um Inflationsgefahren zu vermeiden. Bei genauem Hinsehen wird deutlich, daß sich die Diskussion auf drei verschiedenen Ebenen bewegt. Auf der ersten Ebene geht es um empirische Aussagen über den Zusammenhang zwischen der Geldmenge und wirtschaftspolitischen Zielgrößen wie Inflation, Beschäftigung und Produktion. Auf der zweiten Ebene geht es um Aussagen über ökonomische Modelle. Auf der dritten Ebene geht es um das Design geldpolitischer Strategien. Damit können wir unsere Frage in drei Teilaspekte zerlegen:

1. Hat die Geldmenge *empirisch* ausgedient in dem Sinn, daß der empirische Zusammenhang zwischen Geldmengenentwicklung und der Entwicklung makroökonomischer Zielgrößen nicht mehr existiert?
2. Hat die Geldmenge *theoretisch* ausgedient in dem Sinn, daß die Analyse geldpolitischer Probleme der Geldmenge keinen Raum mehr zuweist?
3. Hat die Geldmenge *strategisch* ausgedient in dem Sinn, daß ihre Verwendung im Rahmen geldpolitischer Strategien unangemessen geworden ist?

Die Ergebnisse der jüngsten Forschung zum Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisniveaumentwicklung lassen sich in drei Propositionen zusammenfassen:

1. Geldmengenwachstum und Inflation sind langfristig hochkorreliert. Ihr langfristiger Zusammenhang läßt sich im Euro Raum durch ein P*-Modell verläßlich abbilden. Das P*-Modell betont die Rolle von Trendoutputwachstum und der Entwicklung des Niveaus der langfristigen Zinsen in diesem Zusammenhang. Für einen konstanten "monetären" Referenzwert bietet die empirische Forschung jedoch keine Grundlage.
2. In der kurzen Frist wird diese Korrelation durch transitorische Schocks überlagert, die die empirische Schätzung des Preisniveaueffekts von Entwicklungen der Geldmenge erschweren.
3. Die Volatilität des Geldmengenwachstums hat über die letzten 30 Jahre in vielen Ländern abgenommen. Dies vermindert die Signifikanz der Geldmengenentwicklung in empirischen Analysen der Preisniveaumentwicklung.

Der vermeintliche Bedeutungsverlust der Geldmengenentwicklung für die Inflation in den USA und im Euro Raum ist also einerseits Resultat der Verstetigung des Geldmengenwachstums, das Vertreter einer geldmengenorientierten Politik gefordert haben, andererseits Produkt der Konzentration auf kurzfristige Entwicklungen in den empirischen Studien.

In der theoretischen Analyse makroökonomischer Beziehungen hat die Geldmenge in den letzten 20 Jahren an Relevanz weder gewonnen noch verloren, auch wenn sich die Schreibweise monetärer Makromodelle geändert hat. Die von der EZB als Begründung ihrer ersten Säule angeführte Behauptung, sie berücksichtige Theorien, die der Geldmenge direkte Bedeutung für die Preisniveaumentwicklung zuweisen, ist völlig unklar. Weder Daten - noch Modellunsicherheit stützen diese Behauptung theoretisch. Zu erkennen ist allerdings ein Trend weg von der expliziten Erwähnung des Wortes Geldmenge in der Wissenschaft. Dies ist jedoch mehr ein soziologisches als ein inhaltliches Phänomen. Die Analyse des Geldangebots dürfte in Zukunft in dem Maße wieder an Interesse gewinnen, indem Strukturveränderungen im Bankensektor die Transmission der Geldpolitik beeinflussen.

Die strategische Bedeutung der Geldmenge liegt darin, daß die Geldmengenentwicklung

im Rahmen einer geldpolitischen Strategie die mittel- bis langfristigen Konsequenzen aktueller geldpolitischer Entscheidungen repräsentiert. Eine geldpolitische Strategie, die die monetäre Entwicklung in den Mittelpunkt stellt, fokussiert die Entscheidungen der Zentralbank auf ihre mittel- bis langfristigen Auswirkungen auf die Inflationsrate. Eine Geldpolitik, die eine einjährige Inflationsprognose in den Mittelpunkt stellt oder die Vielzahl von Indikatoren in der 2. Säule der EZB Strategie, wird dagegen viel stärker auf die kurzfristigen Effekte ihrer Politik abstellen und sich damit zwangsläufig stärker an der Stabilisierung des Output gaps in Jahresfrist und darunter orientieren. So betrachtet ist der Streit um die Rolle der Geldmenge in der Geldpolitik eigentlich ein Streit um die Zielvorstellungen der Geldpolitik. Auf den Punkt gebracht heißt das: Geldmengenpolitik steht in diesem Streit für eine wenig aktivistische Geldpolitik, die mittelfristig einen geringen Inflationstrend durchzusetzen versucht. Die Orientierung an kurzfristigen Inflationsprognosen, Output gaps und anderen Indikatoren der Konjunkturentwicklung steht dagegen für eine aktivistische Geldpolitik, die auf Feinsteuerung der aggregierten Nachfrage ausgerichtet ist.

In der Praxis ist die Strategiewahl nicht statisch. In den 1970er und 1980er Jahren waren geldmengenorientierte Strategien ein wichtiger Teil der Umorientierung der Geldpolitik relativ unabhängiger Zentralbanken mit dem Ziel, anhaltend hohen Inflationsraten zu bekämpfen und einen stetigeren Kurs der Geldpolitik durchzusetzen. Sie dienten zugleich der Abwehr von politischem Druck zu einer laxeren Geldpolitik. Die Geldmenge spielte immer dann eine stärkere Rolle, wenn steigende Inflationsraten das Ziel der Preisstabilität wieder in den Vordergrund geldpolitischer Entscheidungen rückten oder wenn der politische Druck auf die Zentralbank wuchs. In Zeiten relativer Preisstabilität dagegen rückten andere Gesichtspunkte in den Mittelpunkt geldpolitischer Entscheidungen. Insofern vollzieht die EZB mit ihrer Entscheidung vom letzten Mai, die Priorität von 1. und 2. Säule zu vertauschen, nur nach, was die Bundesbank informell zu tun pflegte.

Aus der Sicht der Politischen Ökonomie ist diese Konditionierung der Zielgewichte auf das aktuelle Inflationsklima einsichtig. Um politischem Druck und öffentlicher Kritik zu entgehen und zu hohe Erwartungen des Publikums an die Geldpolitik zu vermeiden, betont die Zentralbank in Zeiten hoher und volatiler Inflationsraten ihre Kernkompetenz, die Kontrolle des Geldangebots. In Zeiten geringer und stabiler Inflationsraten bietet eine geldmengenorientierte Strategie dagegen wenig Raum, um die Handlungsfähigkeit und den Steuerungswillen der Zentralbank zu demonstrieren. Gerade dies liegt aber im Interesse einer großen Bürokratie, die nach öffentlichem Ansehen und öffentlicher Aufmerksamkeit strebt.

Prinzipiell wäre ein solches Verhalten unproblematisch, wenn es den Zentralbanken gelänge, den aktuellen, relativ günstigen Zustand dauerhaft beizubehalten. Die Erfahrungen der letzten 30 Jahre und der letzten viereinhalb Jahre geben wenig Anlaß zu der Vermutung, daß das der Fall ist. So betrachtet hat die Geldmenge strategisch nicht ausgedient. In der nächsten Phase höherer Inflationsraten und stärkeren politischen Drucks auf die Geldpolitik wird sie auch strategisch wieder in den Vordergrund treten.