

Wie hält es die EZB mit der Geldmenge? Die «monetäre Säule» als Disziplinierungsinstrument

Von unserem Wirtschaftskorrespondenten in Frankfurt, Christoph Eisenring

Vor einem Jahr hat die Europäische Zentralbank (EZB) ihre geldpolitische Strategie angepasst. Dadurch trat die Analyse kurzfristiger Preisentwicklungen in den Vordergrund und diejenige der Geldaggregate in den Hintergrund.

Frankfurt, Ende Juni

Der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), Jean-Claude Trichet, ist optimistisch, dass die Teuerung in den Euro-Ländern mittelfristig unter 2% zurückgehen wird. Eine solche Inflationsrate wird von der Zentralbank mit Preisstabilität gleichgesetzt. Ein Blick auf die halbjährlich publizierten Inflationsprognosen der EZB mahnt allerdings zur Vorsicht. Erst kürzlich haben die Experten der Währungsbehörde die Teuerungsprognose für 2004 von 1,8% auf 2,1% nach oben korrigiert. Diese Revision ist kein Einzelfall, sondern seit Aufnahme der Projektionen im Jahr 2000 die Norm. Die Inflation bei einem Prognose-Horizont von einem Jahr wurde jeweils um 0,2 bis 0,7 Prozentpunkte zu tief angesetzt. EZB-Chefökonom *Omar Issing* argumentierte zwar kürzlich in einem Interview, die Abweichungen seien jeweils Folge unvorhersehbarer Ereignisse gewesen. Als Erklärung führte er etwa die starke Zunahme der Erdölnotierungen oder die Preisaufschläge im Zug der Euro-Einführung an.

Umwerten der zwei Säulen

Kritiker der Notenbank, etwa die Gruppe der «ECB Observer», der die drei Professoren Ansgar Belke, Wim Kösters und Martin Leschke sowie der Bankökonom Thorsten Polleit angehören, führen aber die *Unterschätzung des Preisauftriebs* darauf zurück, dass die EZB in ihrer Analyse der sogenannten *monetären Säule* ein zu geringes Gewicht beimesse. Sie verweisen auf das starke *Geldmengenwachstum* (gemessen anhand des Aggregates M3, zu dem Bargeld, Sicht-, Spar- sowie gewisse Termineinlagen zählen). Es lag seit Mitte 2001 stets deutlich über dem von der EZB gesetzten Referenzwert von 4,5%. Ein Maximum wurde mit 8,5% im zweiten Quartal 2003 erreicht. Bis im April 2004 hat sich das Wachstum auf 5,6% abgeflacht. Diese Entwicklung bereitet der EZB indessen kein allzu grosses Kopfzerbrechen. Sie argumentiert, das starke Wachstum von M3 spiegle die Unsicherheit an den Börsen. Die Investoren hätten in den Jahren 2001 bis 2003 Aktien in liquide Anlageformen, die in die Geldmenge M3 eingehen, umgetauscht. Allerdings verheimlicht auch die EZB nicht, dass die Überschussliquidität zu inflationärem Druck führen könnte, sofern der Rückfluss in Vermögenswerte zu langsam vorstatten geht.

Die EZB-Beobachter sehen sich in ihrer Kritik durch die *Strategierevision* der Zentralbank vor Jahresfrist bestärkt. Damals hatten die europäischen Währungshüter die Analyse der Geldaggregate, mit der Erkenntnisse für die mittel- bis längerfristige Preisentwicklung gewonnen werden, ins zweite Glied versetzt. Dies äussert sich auch darin, dass seither in der Lagebeurteilung, die von EZB-Präsident Trichet jeweils im Anschluss an geldpolitische Entscheide vor der Presse verlesen wird, die monetäre Analyse weniger Raum einnimmt als die wirtschaftliche und der Referenzwert keine Erwähnung mehr findet. Stattdessen steht die Analyse der gegenwärtigen *wirtschaftlichen Situation*, mit der die kurz- und mittelfristig lauern Gefahren für die Preisstabilität eruiert werden, im Mittelpunkt der Erklärung.

Die EZB ist nicht betriebsblind

Nun ist die EZB keineswegs so betriebsblind, dass sie das deutliche *Anschwellen der Liquidität* nicht sähe. Sie weist in ihren Monatsberichten mit schöner Regelmässigkeit darauf hin, dass im Euro-Raum derzeit deutlich mehr Liquidität vorhanden sei, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wachstums erforderlich wäre. Dieses Preissteigerungspotenzial wird von den EZB-Ökonomen zurzeit auf gut 6% veranschlagt (vgl. Grafik). Laufen damit die Vorwürfe der EZB-Beobachter ins Leere? Bemängelt wird von den Kritikern, dass die monetäre Analyse nicht direkt in die Inflationsprognose eingehe. Die Erkenntnisse aus der «monetären Säule» werden gemäss EZB-Sprachgebrauch dazu verwendet, die Resultate der «wirtschaftlichen Säule» «gegenzuprüfen». Was man unter diesem «*cross checking*» genau zu verstehen hat, bleibt jedoch unklar. Die Kritiker schlagen deshalb vor, das Wachstum der Geldmenge über das Konzept der «Preislücke» direkt in die Inflationsanalyse einfließen zu lassen. Bei der *Preislücke* handelt es sich um die in der Wirtschaft vorhandene Liquidität, die noch nicht durch das Wirtschaftswachstum oder über Preissteigerungen absorbiert worden ist. Dieser Geldüberhang vergrössert sich, wenn mehr Geld gedruckt wird, als mit dem Potenzialwachstum der Volkswirtschaft abgetragen werden kann.

Daneben berücksichtigen die EZB-Beobachter in ihrem Inflationsmodell auch die Konjunktur. Sie wird über die «*Produktionslücke*» abgebildet, die Auskunft darüber gibt, wie stark die gegenwärtige Wirtschaftsleistung von ihrem Potenzial abweicht. Wenn Kapazitäten brachliegen, ist das Teuerungspotenzial gering, so die Annahme. Sobald aber die Konjunktur anzieht, nimmt der Preisdruck zu. Für die Preisstabilität besonders bedrohlich sind demnach Situationen, in denen ein Überschuss an Liquidität auf eine kräftig

wachsende Wirtschaft trifft. Die empirische Auswertung zeigt, dass der Erklärungsgehalt der Preislücke und derjenige der Produktionslücke für die Inflationsentwicklung etwa gleich hoch sind. Mit diesem Resultat sind die EZB-Beobachter nicht allein. Zum selben Schluss gelangt auch der in Hongkong lehrende Ökonom *Stefan Gerlach*. In seinem Modell bewirkt die Erhöhung des Trendwachstums von M3, dass das Publikum seine Inflationserwartungen erhöht, was dann, etwa über steigende Zinsen, die Teuerung anheizt.

Ein Resultat – zwei Meinungen

Falsch liegt nun, wer glaubte, dass die Forscher aus ihren übereinstimmenden Ergebnissen auch ähnliche *Schlüsse für die Strategie* der EZB ableiteten. Gerlach kann der Sonderstellung von M3 in der geldpolitischen Strategie der EZB nichts abgewinnen. Vielmehr plädiert er für eine Abschaffung der «monetären Säule». Seiner Meinung nach sollten beide Analyse-Teile zusammengeführt werden, um mit den zur Verfügung stehenden realen und monetären Variablen eine möglichst präzise Inflationsprognose abzuleiten. Die vier EZB-Beobachter setzen sich dagegen für eine Stärkung und den Primat der «monetären

Säule» ein. Sie fürchten, dass die letztjährige Akzentverschiebung einer kurzatmigen Geldpolitik Vorschub leistet. Tatsächlich ist damit die Analyse einer Vielzahl von Indikatoren in den Mittelpunkt gerückt, die kurzfristig das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage prägen. Eine starke Gewichtung der monetären Faktoren würde gemäss den EZB-Beobachtern am ehesten Gewähr bieten, dass die Währungshüter auch künftig ihrer Politik der ruhigen Hand folgen.

Für die starke Beachtung der «monetären Säule» spricht ferner ein politökonomisches Argument. Der Bonner Ökonom *Jürgen von Hagen* zeigt anhand der Geschichte der Deutschen Bundesbank, dass das Geldmengenziel immer dann an Wichtigkeit gewann, wenn der politische Druck auf die Währungsbehörde besonders stark zu werden drohte. Dass auch die EZB weiterhin *Angriffe aus der Politik* wird parieren müssen, haben die jüngsten Äusserungen des französischen Wirtschafts- und Finanzministers *Sarkozy* und des italienischen Ministerpräsidenten *Berlusconi* in Erinnerung gerufen. Berlusconi und Sarkozy hatten gedroht, die EZB unter politische Kuratel zu stellen, sollte sie sich weiter den Forderungen der Politik nach einer Zinssenkung verweigern. Der Hinweis auf die Überschussliquidität, mithin ein Indikator der «monetären Säule», hilft der EZB, *Begehrlichkeiten* nach einer kurzfristigen Stimulierung der Wirtschaft



zurückzuweisen. – Schliesslich lässt sich die Beibehaltung einer eigenständigen «monetären Säule» auch als Instrument zur *Selbstbindung* der EZB interpretieren. Gerade in Zeiten geringer Inflation könnte nämlich die Währungsbehörde in Versuchung geraten, ihre Handlungsfähigkeit beim Publikum unter Beweis zu stellen, indem sie ihren diskretionären Spielraum im falschen Sinn interpretiert und ein aktivistisches Gebaren an den Tag legt. Kritische Stimmen wie die der EZB-Beobachter erinnern in solchen Phasen die Währungshüter an ihre aus der «monetären Säule» folgende Verpflichtung. Demnach sollte der langfristige Anstieg der Geldmenge etwa der Entwicklung des nominellen Bruttoinlandproduktes entsprechen. Diese Kritik von aussen hilft mit, die EZB weiterhin auf dem *Pfad der Tugend* zu halten.