

# Monetarismus

Wirtschaftspolitischer Kompass, der die Finanzkrise gebremst aber  
(vielleicht) auch zu ihrem Entstehen beigetragen hat

Michael Krause, PhD  
Universität zu Köln

# Übersicht

- Die Ideen
- Historischer Kontext
- Die Entstehung des Monetarismus
- Die Wirkung in der Praxis
- Monetarismus in der Finanzkrise?
- Was ist geblieben?

# Die (revolutionären) Ideen des Monetarismus

- Monetarismus betonte die Rolle monetärer Faktoren für die Erklärung von Inflation und Konjunktur in der kurzen und langen Frist:
  - Die Geldmenge ist ein wesentlicher Faktor für die Erklärung der Großen Depression und von Konjunkturzyklen im Allgemeinen
  - Inflation geht fast immer auf Geldmengenwachstum zurück
  - Das Geldmengenwachstum sollte einer klaren Wachstumsregel folgen
  - Die Privatwirtschaft ist inhärent stabil
  - Es besteht kein langfristiger Zusammenhang zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit
- Aus heutiger Sicht sind die meisten Punkte nicht kontrovers, aber in den 1950er und 1960er Jahren waren sie nahezu häretisch.

# Historischer Kontext

- Frühe 1930er Jahre: die Große Depression
  - Langanhaltende Rezession mit hoher Arbeitslosigkeit und Deflation.
  - Aus damaliger Sicht liquidierte die Rezession die Exzesse der späten 1920er.
- 1936: Keynes' Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses, und des Geldes begründet das Gebiet der Makroökonomik
  - Die Depression als ein Versagen der dezentralen Marktwirtschaft. Preise und Löhne bringen die Wirtschaft nicht zurück ins Gleichgewicht. Die Nachfrageschwäche der 30er könne also nur durch staatliche Eingriffe behoben werden.
  - Ein Teil der Motivation der vorgeschlagenen staatlichen Nachfragepolitik war auch das Ziel den „demokratischen Kapitalismus“ vor dem Sozialismus zu bewahren.
- 1950 – 1960: Keynesianische Makroökonomik (IS/LM) dominiert sowohl die Wirtschaftstheorie als auch die Wirtschaftspolitik: Fein- und Globalsteuerung, Staatsausgaben- und Steuerpolitik zur Stabilisierung

# Entstehung des Monetarismus

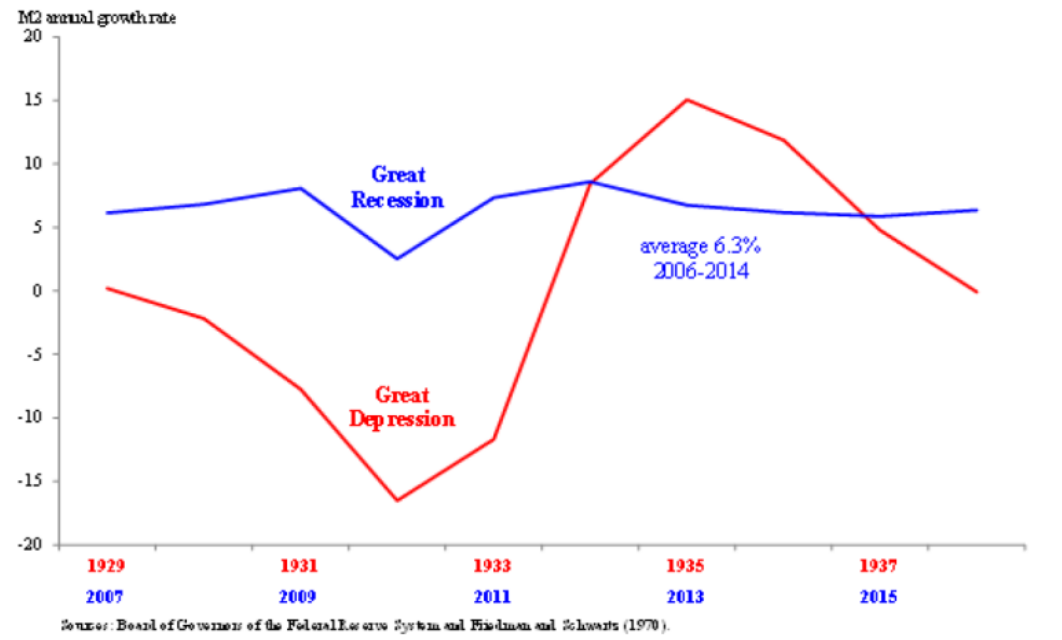
- Milton Friedman's Arbeit über Geldmenge und Geldnachfrage
  - Seit 1948 Arbeit an der „Monetären Geschichte der U.S.A, 1867 – 1960“ (1963, mit Anna Schwartz). Detaillierte Analyse der Geldmengen- und Wirtschaftsentwicklung.
- Diagnose:
  - ein kausaler Zusammenhang zwischen Änderungen der Geldmenge  $M$  und Änderungen im nominalen Einkommen ( $P \times Y$ ). In der kurzen Frist Effekt auf Preisniveau  $P$  und Einkommen  $Y$ , in der langen Frist nur auf das Preisniveau.
  - Nicht inhärente Instabilität der Privatwirtschaft, wie von Keynes(ianern) behauptet, sondern Schwankungen in der Geldversorgung destabilisieren die Wirtschaft um ihr natürliches Gleichgewicht. Die Privatwirtschaft ist an sich stabil.
- Konsequenz für die Wirtschaftspolitik:
  - nicht in den Wirtschaftsablauf eingreifen und das Geldmengenwachstum stabil halten. Keynesianische Geld- und Fiskalpolitik erzeugt Instabilität und ist ineffektiv.

# Monetäre Erklärung der Großen Depression

- Nicht nur allgemeine Schwankungen der Wirtschaft, auch die Große Depression lässt sich mit einer Kontraktion der Geldmenge erklären
- Friedman und Schwartz' Kapitel 7 über die Große Depression 1929-30
  - Die Federal Reserve (Zentralbank) machte geldpolitische Fehler. Kontraktion der Geldmenge in einer sonst milden Rezession.
  - „The Fed failed to ... provide liquidity to the banking system. The Great Contraction is a tragic testimony to the power of monetary policy – not, as Keynes and so many of his contemporaries believed, evidence of impotence“ (Friedman 1968)
- Dies war eine revolutionäre Diagnose: nicht Versagen des Marktsystems als Folge von zu geringen Investitionen und von Pessimismus, sondern eine falsche Geldpolitik hat die Weltwirtschaftskrise zur Krise werden lassen.

# Geldmenge in der Großen Depression

Figure 7: M2 Declined in the Great Depression, But, Except in 2010, Rose Solidly in the Great Recession

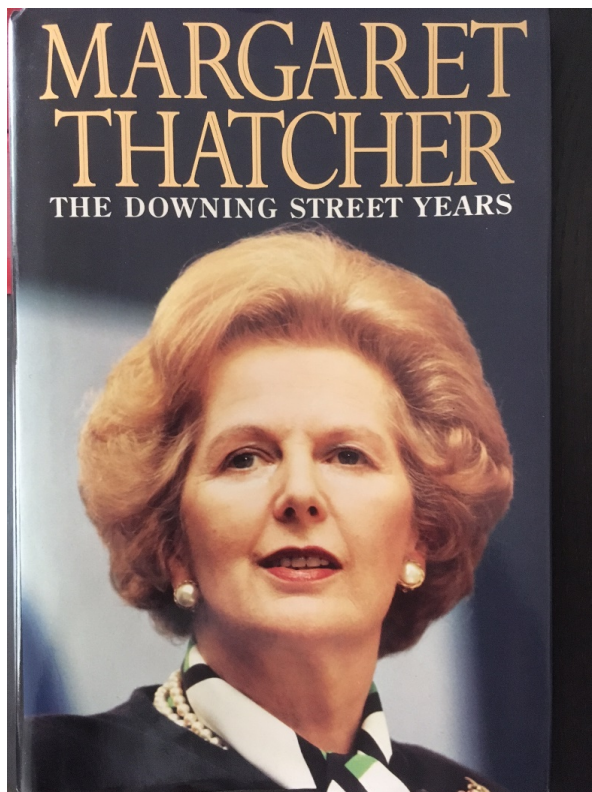


# Monetarismus in der Politik

- Der Monetarismus wurde von Teilen der Politik enthusiastisch aufgenommen
- In den 1970ern scheiterten die keynesianischen Ausgabenprogramme, die die Arbeitslosigkeit nicht reduzieren konnten und die Inflation anheizten.
- Endlich gab es eine Doktrin, die eine klare Lösung für diese Problem anbot
  - Geldmengenwachstum kontrollieren und stabil halten
  - Die Wirtschaft der Privatinitiative überlassen (was auch die Rückführung des Sozialstaats implizierte, der individuelle Anreize und Kreativität reduzierte.
  - Keine Notwendigkeit von Feinsteuerung und fiskalischer Stabilisierung.
- Neben der wirtschaftspolitischen Orientierung gab Milton Friedmann auch gesellschaftspolitischen Hintergrund: Capitalism and Freedom, 1962.



# Maggie Thatcher in Großbritannien



- In ihrer Autobiographie, *The Downing Street Years*, beschreibt sie, wie sie über Einsparungen des Staates das Geldmengenwachstum stabilisiert hat. Zerschlagung der Gewerkschaften, deren Einfluss ihr zu hoch war.
- Zuvor glaubte man, dass Inflation die Ursache ist, und man Staatsbeschäftigte mit höheren Löhnen kompensieren musste. Lohnforderungen der Gewerkschaften wurden mit Subventionen unterstützt. Zur Finanzierung der Defizite wurde die Geldmenge ausgeweitet).

# Monetarismus in Geld- und Fiskalpolitik

- Wirtschaftspolitik sollte Regeln folgen, nicht diskretionär eingreifen.
- Monetarismus hat die Praxis der Geldpolitik verändert
  - Unabhängigkeit der Zentralbanken
  - Orientierung an Geldmengenwachstumszielen, um Wirtschaft und Inflation auch über Erwartungsbildung zu stabilisieren.
  - Erfolg der Bundesbank in den 1970er Jahren immer noch Musterbeispiel
- Fiskalpolitik kann nicht effektiv zur Stabilisierung eingesetzt werden
  - Es entwickelte sich die Unterscheidung zwischen angebotsorientierter und nachfrageorientierter Wirtschaftspolitik. Erstere will Bedingungen für Privatinitiative verbessern, um so das Güterangebot zu erhöhen, letztere will eher die Gesamtnachfrage erhöhen, um so die Produktion anzuregen.
  - Friedman's Idee der natürlichen Rate der Arbeitslosigkeit und der Produktion

# Hat der Monetarismus zur Krise beigetragen?

- In den 80ern stabilisierten sich die entwickelten Volkswirtschaften und Inflation war niedrig und schwankte kaum: The Great Moderation
- Die monetaristischen Einsichten schienen sich zu bestätigen:
  - Marktwirtschaften sind stabil, korrigieren sich selbst, und brauchen nicht reguliert zu werden. Dies wurde auch auf den Finanzsektor bezogen.
- Allerdings beschleunigte sich der Wandel im Finanzsektor:
  - Erfindung von mortgage-backed securities durch Solomon Brothers in 80ern
  - Handel von Tranchen von Assetklassen und von Derivaten. Produkte, die extrem intransparent waren (teilweise 130.000 Seiten Dokumentation)
  - Von der Finanzaufsicht nicht hinreichend verstanden und Makro-Risiken nicht erkannt. Insbesondere wurde von nicht-korrelierten Risiken ausgegangen.

# Hat der Monetarismus die Krise abgefedert?

- Wo Risiken vor der Krise erkannt wurden, wie im Häusermarkt, wurde davon ausgegangen, dass die Folgen gering sind und abgefangen werden können. Greenspan: we can always mop up after the crash.
- Als sich der Häusermarkt abkühlte, die Wetten der Finanzinstitute nicht mehr aufgingen und das Misstrauen wuchs, brach der Interbankenmarkt zusammen und es kam zu „market freezes“.
- Was hätte man in der Großen Depression gemacht?
  - Die Liquidation ineffizienter Unternehmen seinen Lauf gehen lassen
  - Es geht auf Friedman's Einsicht zurück, dass eine Kontraktion der Geldmenge verhindert wurde und dem Bankensektor unbegrenzt Liquidität bereit stand.

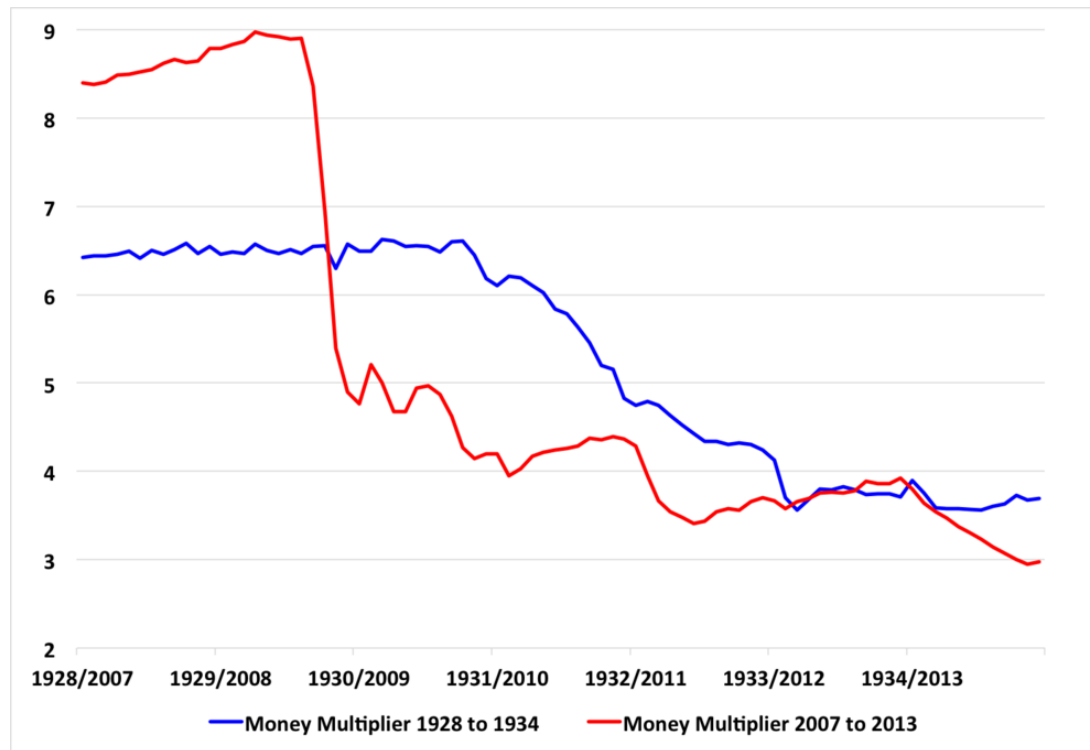
# Geldmenge und Große Depression/Rezession

- In der Großen Depression fiel die Geldmenge von 1929 bis 1933 um fast 30%. Dies folgte der Auflösung von Depositen (Bankenpaniken erhöhten die Geldhaltung in Banknoten) und der Erhöhung der von Banken gehaltenen Reserven (die geringere Kredite vergaben)
- Technisch gesehen, verringerte sich der Geldschöpfungsmultiplikator:

$$\mathbf{M} = \mathbf{m} \times \mathbf{B}, \quad \text{where } \mathbf{m} = \frac{\mathbf{cr} + 1}{\mathbf{cr} + \mathbf{rr}}$$

- Wobei  $\mathbf{B} = \mathbf{C} + \mathbf{R}$  die Geldbasis (Cash und Reserves) ist, und  $\mathbf{cr}$  = currency-deposit ratio und  $\mathbf{rr}$  = reserve deposit ratio.
- $\mathbf{m}$  fiel in der Großen Depression um fast 40 Prozent.

# Geldmultiplikator seit 1928 und seit 2007



# Monetarismus in der Forschung

- Monetarismus und Keynesianismus sind keine „Denk“schulen, sondern setzen andere Schwerpunkte in der Interpretation von Entwicklungen
- Daraus ergeben sich unterschiedliche wirtschaftspolitische Empfehlungen
- Sie sind in die Öffentlichkeit getreten, sind von ihr aufgenommen worden, und haben politische Entscheidungen beeinflusst. Kämpfe wurden auf politischer Ebene ausgefochten. Das hat es vor dem Keynesianismus nicht gegeben, und seit dem Monetarismus eigentlich auch nicht mehr.
- Beide führen in der Öffentlichkeit noch ein gewisses Eigenleben, sind aber in der ökonomischen Fachwelt weitgehend irrelevant. Was sich bewährt hat, ist beibehalten worden, was nicht, wird durch Neues ersetzt.

# Was ist vom Monetarismus geblieben?

- Die Geldmenge kann das Wirtschaftsgeschehen stark beeinflussen
- Hohe Inflation geht in der Regel auf hohes Geldmengenwachstum zurück. Allerdings gilt der Umkehrschluss nicht immer.
- Ziel der Geldpolitik ist es, regelgebunden und berechenbar zu sein
  - Kommunikation der Politik und ihrer Ziele, zur Stabilisierung von Erwartungen, welche selbst die Wirtschaft destabilisieren können.
  - Grundsätze der Fed, ECB, und Bundesbank
- Nicht geblieben ist das Vertrauen in die (Finanz-)Märkte



# Was kann man vom Monetarismus lernen?

- Friedman hat Lücken in der herrschenden Sichtweise gesehen und diese zu schließen versucht. Dabei neue Einsichten gewonnen.
- Von Tatsachen, Fakten, und Kenntnis der Details ausgehen. Und dann lange darüber nachdenken. Modelle sind Vehikel, die helfen, unsere Gedanken zu sortieren und Zusammenhänge zu verstehen.
- Selbst Behaviorist Reinhard Selten hat sich der Neoklassik bedient, um strategische Situationen in Experimenten besser zu verstehen.
- Rudi Dornbusch: „Never talk about methodology. Just do it.“

# Literatur

- Michel DeVroey (2016), A History of Macroeconomics from Keynes to Lucas and Beyond, Cambridge University Press
- Michael Woodford (1999), Revolution and Evolution in Twentieth-Century Macroeconomics.
- Olivier Blanchard (2017), On the need for (at least) five classes of macro models.