

Gamerding, Dieter

Article — Digitized Version

## Geldpolitik in ihrer Beziehung zur Finanzpolitik

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Gamerding, Dieter (1976) : Geldpolitik in ihrer Beziehung zur Finanzpolitik, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 56, Iss. 2, pp. 74-81

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/134914>

**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.*

von ihrer gesetzten Norm abzuweichen. Sie hat sich hierzu bereits 1975 entschlossen, als es galt, die sich im Spätherbst abzeichnenden Zinssteigerungen zu verhindern. Auf diese Weise wurde die vorgegebene Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge um 2 % überschritten. Bei entsprechender Konjunkturerholung könnte die Bundesbank 1976 ihr anvisiertes Geldmengenwachstum nach unten korrigieren. Sie würde damit rechtzeitig stabilitätskonform reagieren.

### Problematische Geldmengendefinition

Die Verwendung der Zentralbankgeldmenge als Zwischenziel der Geldpolitik ist nicht unproblematisch. Es stellt sich die Frage, ob die von der Bundesbank gewählte Zielvariable oder eine der anderen möglichen Geldmengendefinitionen als für die monetäre Entwicklung repräsentativ angesehen werden kann. Verschiedene Ökonomen argumentieren, daß der stärkste Einfluß auf die wirtschaftliche Aktivität und die Inflationsrate nicht von der Zentralbankgeldmenge ausgeht, sondern von  $M_1$  (Bargeldhaltung + Sichtdepositen inländischer Nichtbanken) oder  $M_2$  ( $M_1$  + Termineinlagen mit einer Laufzeit bis zu 4 Jahren).

Das Problem der Wahl einer bestimmten Geldmengendefinition wäre nicht gegeben, wenn alle

Geldmengenabgrenzungen in einer relativ konstanten Beziehung zueinander stünden. Dies ist jedoch nicht der Fall. Zinseinflüsse und konjunkturelle Einflüsse führen zu erheblichen, zum Teil gegenläufigen Bewegungen der Veränderungsrate der einzelnen Geldmengenbegriffe. Während z. B. die Wachstumsrate von  $M_2$  1975 sogar negativ war, expandierte  $M_1$  mit über 14 %. In einer solchen Situation ist es schwierig, sich für eine der beiden Definitionen zu entscheiden. Die Orientierung der Bundesbank an der Zentralbankgeldmenge ist somit plausibel. Sie hat darüber hinaus den Vorteil, daß die Bundesbank eine Variable als Zielgröße benutzt, die sie unmittelbar kontrollieren kann. Hinzu kommt noch, daß die Veränderung der Zentralbankgeldmenge langfristig ohnehin die Wachstumsrate der anderen Geldmengen, insbesondere die von  $M_1$ , determiniert.

Allerdings sollte nicht übersehen werden, daß die Zentralbankgeldmenge als Bargeldhaltung plus Mindestreserven auf Inlandsverbindlichkeiten definiert ist. Der Begriff enthält somit eine Komponente, die kaufkraftmäßig nicht wirksam werden kann. Demgegenüber besteht  $M_1$  aus Komponenten, die unmittelbar im Zahlungsverkehr verwendet werden können. Vieles spricht daher dafür, langfristig  $M_1$  anstelle der Zentralbankgeldmenge als Zwischenziel der Geldpolitik zu wählen.

## Geldpolitik in ihrer Beziehung zur Finanzpolitik

Dieter Gamerdinger, Bonn

**Die Geldpolitik und die Finanzpolitik sind aufeinander angewiesen und ergänzen einander. Nur durch eine sinnvolle Kombination können die heutigen wirtschaftspolitischen Probleme, die Erreichung eines angemessenen Wachstums, eines hohen Beschäftigungsstandes und eines stabilen Preisniveaus, gelöst werden.**

Die Wirtschaft der Bundesrepublik Deutschland befand sich 1975 in der schwersten Rezession der Nachkriegsgeschichte. Diese Rezession ist Teil einer weltweiten Konjunkturschwäche, die für die Bundesrepublik wegen ihrer starken außenwirtschaftlichen Verflechtung besonders gravierend ist. Das reale Brutto-sozialprodukt ist schon 1974 nicht mehr gestiegen; 1975 ist es voraussichtlich um 3–4 % gesunken. Gleichzeitig sind die Produk-

tionsfaktoren unterausgelastet: Die Arbeitslosenquote beläuft sich auf knapp 5 %; das Produktionspotential war im Durchschnitt des Jahres 1975 nur zu rund 88,5 % ausgelastet, d. h. 9 % weniger als der Normalauslastung entspricht<sup>1)</sup>. Die Bruttoanlageinvestitionen haben 1974 um 8,1 %, im ersten Halbjahr 1975 um 9,6 % abgenommen. Dabei beläuft sich die Preissteigerungsrate, gemessen am Lebenshaltungskostenindex, auf knapp 6 %.

Negatives wirtschaftliches „Wachstum“, Arbeitslosigkeit und Preissteigerung markieren also das Problemfeld, auf dem sich gegenwärtig die Geld-

*Dr. Dieter Gamerdinger, 44, ist Ministerialrat im Bundesministerium der Finanzen in Bonn. Er leitet dort das Referat „Nationale Währungsfragen“. In diesem Aufsatz gibt er seine persönliche Meinung wieder.*

<sup>1)</sup> Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1975, Tz. 63\*.

und Finanzpolitik <sup>2)</sup> abspielen. Ihre vordringliche Aufgabe ist es, die Wirtschaft zu den Zielen hinzuführen, die das Stabilitäts- und Wachstumsgesetz vorschreibt, nämlich angemessenes Wachstum, hohen Beschäftigungsstand, stabiles Preisniveau und außenwirtschaftliches Gleichgewicht. Sowohl Finanz- als auch Geldpolitik sind integrierte Bestandteile der allgemeinen Wirtschaftspolitik und sehen ihren Gegenstand in der Beobachtung, Beeinflussung und Lenkung des gesamten Wirtschaftsgeschehens.

Die Ziele, die mit der Geld- und Finanzpolitik angestrebt werden, lassen sich nach einem Gruppierungsschema ordnen, das speziell für die Finanzpolitik entwickelt wurde <sup>3)</sup>. Hiernach können die Einzelziele den gleichberechtigten und interdependenten Aufgabenbereichen Allokation, Distribution und Stabilisierung zugeordnet werden.

Die *Allokationsaufgabe* besteht darin, die Produktion eines in Volumen und Struktur „optimalen“ Güterberges mit „rationalen“ Verfahren zu organisieren;

die *Distributionsaufgabe* besteht darin, die produzierten Güter „gerecht“ unter den Wirtschaftssubjekten zu verteilen; und schließlich besteht

die *Stabilisierungsaufgabe* in der Erhaltung eines hohen Nutzungsgrades der Produktivkräfte und eines stabilen Geldwertes.

### Finanzpolitik als Fiskalpolitik

Seit der Depression der dreißiger Jahre ist die Stabilisierungsaufgabe in den Vordergrund getreten. Die damals gesammelten Erfahrungen bestimmten die seither vorherrschende Auffassung, daß die freie Entfaltung der Privatwirtschaft allein nicht notwendigerweise zu einem gesamtwirtschaftlichen Gleichgewicht bei Vollbeschäftigung führen muß. Vielmehr bedürfe es zur Erreichung und Erhaltung dieses Gleichgewichts kompensatorischer wirtschaftspolitischer Aktionen des Staates. Wenn es auch die realen Gegebenheiten waren, die dieser Auffassung zum Durchbruch verhelfen, so verdanken sie ihre Durchschlagskraft und weitere Verbreitung in einem solchen Maße der theoretischen Untermauerung durch die „Allgemeine Theorie“ von Keynes, daß ihr die Bezeichnung „Keynesche Revolution“ aufgeprägt werden konnte.

Auf diese „Allgemeine Theorie“ und ihre anschließende weitere Ausbildung ist es zurückzuführen, daß die Forderung einer aktiven wirtschaftspolitischen Beeinflussung vornehmlich an die Finanz-

politik gerichtet wurde. Unter Hintanstellung der Allokations- und Distributionsaufgabe entwickelte sich konzeptionell und faktisch die Finanzpolitik zur „fiscal policy“, zur Fiskalpolitik. Prinzip der Fiskalpolitik ist es, Schwankungen der wirtschaftlichen Aktivität durch entsprechende Variationen der öffentlichen Einnahmen und/oder Ausgaben zu kompensieren bzw. zu verhindern.

Die Fiskalpolitik soll deflatorische und inflatorische Lücken schließen. Dabei wird angenommen, daß fiskalpolitische Impulse multiplikativ vergrößerte Wirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage haben. Die Größe der Multiplikatoren für die unterschiedlichen Impulse hängt davon ab, wie das Einkommen der privaten Haushalte auf Konsum und Sparen aufgeteilt und durch Steuern belastet wird. Eine Einkommenserhöhung durch zusätzliche Staatsausgaben wird beispielsweise um so geringer ausfallen, je mehr durch zusätzliches Sparen „versickert“, also für zusätzliche Nachfrage ausfällt.

### Monetaristische Gegenrevolution

Die mit der Entwicklung der Fiskalpolitik verbundene geringere Einschätzung der Geldpolitik, die zuweilen in einer Vernachlässigung der Einflüsse des Geldes und der Geldpolitik resultierte, mußte insbesondere deshalb eine Gegenbewegung der wissenschaftlichen Ansichten auf den Plan rufen, weil sich die „Keynesche Orthodoxie“ und die von ihr inspirierte Politik als unfähig erwiesen, dem seit den späten 50er Jahren vorherrschenden Problem der Inflation Herr zu werden. Der „Keyneschen Revolution“ folgte die „monetaristische Gegenrevolution“.

Ihr Konzept läßt sich – stark vereinfacht – in drei Hypothesen zusammenfassen:

Veränderungen der Geldmenge sind die entscheidende Determinante von Veränderungen des nominalen Volkseinkommens (Quantitätstheorie).

Die Höhe und Veränderung der Geldmenge wird durch die Geldbasis (Bargeld beim Publikum und Bankreserven) bestimmt, die von der Notenbank autonom gesteuert werden kann.

Veränderungen der Geldbasis wirken mit langer und variabler zeitlicher Verzögerung auf die wirtschaftliche Aktivität. Die Geldpolitik kann daher prozyklisch wirken.

Aus den drei Hypothesen folgt als Regel für die Stabilisierungspolitik, daß eine stetige, dem Wachstum der Wirtschaft angepaßte Expansion der Geldbasis anzustreben ist. Diese Regel ist eng verknüpft mit der Überzeugung der Monetaristen, daß der private Sektor der Wirtschaft immanent stabil sei und konjunkturelle Störungen nur einer fehlindizierten Wirtschaftspolitik zu verdanken seien.

<sup>2)</sup> Unter Geldpolitik wird hier die Form der Wirtschaftspolitik verstanden, die in der Steuerung der Geldversorgung der Wirtschaft besteht, unter Finanzpolitik die Form der Wirtschaftspolitik, die über öffentliche Haushalte vollzogen wird.

<sup>3)</sup> Vgl. Richard A. Musgrave: Finanztheorie, Tübingen 1966, S. 5 ff.

Trotz der divergierenden Standpunkte zwischen Fiskalisten und Monetaristen gibt es Punkte, in denen weitgehende Übereinstimmung besteht:

Die Anpassung des monetären Rahmens an das Ausgabenverhalten der Wirtschaftssubjekte ist eine notwendige Voraussetzung für ein Wachstum des nominalen Bruttosozialprodukts.

Obwohl der Transmissionsprozeß für monetäre Impulse in den realen Bereich bisher nicht eindeutig geklärt ist, wird allgemein anerkannt, daß finanzielle Variable auf mittlere Sicht in einer quantifizierbaren Beziehung zum „realen Sektor“ stehen.

Gegenüber den Stabilisierungsmöglichkeiten einer diskretionären Geld- und Finanzpolitik besteht ein gewisses Maß an Skepsis.

Es scheint sich eine gewisse Tendenz dahingehend durchzusetzen, daß die Geldpolitik als Instrument der langfristigen Stabilisierung eingesetzt werden sollte, während die Finanzpolitik vor allem kurzfristige Beschäftigungsschwankungen abfangen soll.

Der Multiplikatoreffekt der Finanzpolitik hängt weitgehend von der Finanzierungsmethode und von der allgemeinen monetären Situation ab.

#### Geldpolitischer Rückblick

Um die gegenwärtige Situation der Geld- und Finanzpolitik und ihre Möglichkeiten zutreffend zu beurteilen, ist es nützlich, 2<sup>1</sup>/<sub>2</sub> Jahre in die Vergangenheit zurückzublicken. Für die aktuelle Geldpolitik ist nämlich die Wechselkursfreigabe vom März 1973 und die gleichzeitige Etablierung des festen Währungsverbundes im Rahmen der „europäischen Schlange“ von entscheidender Bedeutung. Die Befreiung der Bundesbank von der Verpflichtung zum unbegrenzten Ankauf von Devisen bedeutete, daß die außenwirtschaftliche Flanke abgesichert war und damit eine effiziente Geldpolitik möglich wurde.

Die Effizienz der Geldpolitik erwies sich zunächst in restriktiver Richtung. Die Bundesbank konnte die Kreditinstitute an die kurze Leine einer Liquiditätsquote Null legen, d. h. sie konnte die freien Liquiditätsreserven auf ein technisch bedingtes

Minimum von zeitweise weniger als 2 Mrd. DM zurückführen. Gleichzeitig konnte sie die Zinssätze anheben, die Zuwachsrate der Zentralbankgeldmenge senken und die Preisüberwälzungsspielräume der Wirtschaft beschränken. Es zeigte sich, daß eine außenwirtschaftlich abgesicherte restriktive Geldpolitik relativ schnell zu Ergebnissen führt.

Die Geldpolitik brauchte deshalb bereits ab Ende 1973 nicht mehr verschärft zu werden. Die Bundesbank konnte sogar schon wieder eine langsame Senkung des Zinsniveaus zulassen. Im Herbst 1974 schließlich, als sich Nachfrage und Beschäftigung nachhaltig abschwächten, schaltete sie voll auf Expansion um. In der Folgezeit schuf sie schrittweise die monetären Voraussetzungen für einen stabilitätsgerechten wirtschaftlichen Aufschwung. Sie ließ innerhalb eines guten Jahres eine Erhöhung der freien Liquiditätsreserven der Kreditinstitute auf rund 16 Mrd. DM zu. Sie halbierte in mehreren Schritten den Diskontsatz von 7 auf 3,5 %, den Lombardsatz von 9 auf 4,5 %. Sie ermöglichte damit eine Senkung der Zinssätze in einem außerordentlichen Tempo. Der durchschnittliche Zinssatz für Wechseldiskontkredite folgte voll der Senkung des Diskontsatzes; die Kontokorrentzinsen sanken im Schnitt um etwa <sup>1</sup>/<sub>3</sub> ihres Standes vom November 1974, die Hypothekenzinsen um <sup>1</sup>/<sub>5</sub>. Schließlich näherte sich die Zwischenzielgröße der Geldpolitik, die Zuwachsrate der Zentralbankgeldmenge, dem erklärten Ziel von 8 % Jahreswachstum und überschritt es sogar in den letzten Monaten des Jahres 1975. Dies bedeutet gegenüber 1974 eine beträchtliche Beschleunigung des monetären Wachstums.

Dennoch ist der erwünschte konjunkturelle Aufschwung noch nicht eingetreten, wenn sich die Aussichten für eine Wirtschaftsbelebung seit dem 3. Quartal letzten Jahres auch gebessert haben.

#### Stockende Transmission

Hier zeigen sich die Grenzen oder zumindest die Wirkungsverzögerungen einer auf Expansion gerichteten Geldpolitik. Es ist ihre Aufgabe, den Finanzierungsspielraum und die Konditionen für ein wirtschaftliches Wachstum in Stabilität zu schaffen.

## KONJUNKTUR VON MORGEN

Der vierzehntäglich erscheinende Kurzbericht des HWWA - Institut für Wirtschaftsforschung - Hamburg über die Binnen- und Weltkonjunktur und die Rohstoffmärkte

VERLAG WELTARCHIV GMBH - HAMBURG

Eine Inanspruchnahme ihres Angebotes für zusätzliche Ausgaben kann sie jedoch nicht erzwingen.

Die erhöhte Zentralbankgeldbereitstellung ließ neben der hohen Geldkapitalbildung eine kräftige Expansion des Geldvolumens M1 (Bargeldumlauf und Sichteinlagen) zu. In den letzten 12 Monaten bis Oktober 1975 ist es mit einer Jahresrate von 17 % gestiegen. Diese Geldmengenerhöhung wurde jedoch nicht zu einer entsprechenden Verstärkung der Güternachfrage genutzt. Anders ausgedrückt: Die Geldnachfrage war unstabil, die Umlaufgeschwindigkeit sank. Es ist auch zunächst nicht gelungen, durch die geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen die private Kreditnachfrage zu beleben. Die Zuwachsrate der Bankkredite an Unternehmen und Private liegt zwischen 3 und 4 % im Jahr, neuerdings jedoch mit steigender Tendenz.

An der grundsätzlichen Schwäche der monetären Expansionspolitik kann auch die durch den flexiblen Wechselkurs gegebene Absicherung, die ein Abfließen von Liquidität ins Ausland verhindert, nichts ändern. Sie ist zwar notwendig, aber nicht ausreichende Voraussetzung für die Wirksamkeit einer expansiven Geldpolitik. Immerhin verhindert sie, daß eine expansive Geldpolitik über die Wirkungskette Zinsgefälle zum Ausland, Kapitalexport, Liquiditätsvernichtung „self-defeating“ wird.

#### **Zusammenwirken beider Politiken**

In einer Situation, in der Unternehmen und private Haushalte den monetären Rahmen nicht nutzen, muß das gesamtwirtschaftliche Nachfragedefizit soweit wie möglich durch die Finanzpolitik ausgeglichen werden. Die expansive Geldpolitik bedarf also der Ergänzung durch die Finanzpolitik, weil diese in der Lage ist, selbst unmittelbare Nachfrage zu entfalten.

Auch in der Restriktionsperiode sind eine enge Kooperation zwischen Geld- und Finanzpolitik und eine abgestimmte Zielrichtung notwendig, doch kann eine restriktive Geldpolitik auch ohne finanzpolitische Unterstützung wirksam sein. Insofern kann die monetäre Politik die Finanzpolitik von der Erfüllung der Stabilisierungsaufgabe weitgehend entlasten<sup>4)</sup>. Dies bedeutet aber nicht, daß für die Finanzpolitik allein die Aufgabenbereiche Allokation und Distribution relevant sind, für die Geldpolitik nur die Stabilisierungsaufgabe. Eine stabilitätspolitisch effiziente Geldpolitik kann unerwünschte Rückwirkungen auf die Struktur von Allokation und Distribution in der Wirtschaft haben.

So besteht bei anhaltend hohem Restriktionsgrad die Gefahr, daß sie in einzelnen Bereichen zu stark wirksam ist. Die globale Geldpolitik kann dann

wegen der Differenziertheit der Verhältnisse in besonders exponierten Wirtschaftsbereichen ungleichmäßig wirken und unerwünschte Überreaktionen hervorrufen. Die Geldpolitik hat es z. B. nicht in der Hand zu bestimmen, inwiefern der von ihr vorgegebene monetäre Spielraum zur Finanzierung zusätzlicher Produktion oder zur Finanzierung der Inflation genutzt wird. Geht er in die Preise, so führt eine konsequente monetäre Restriktionspolitik zu Arbeitslosigkeit. Es wäre jedoch verfehlt, solche Fehlentwicklungen allein der Geldpolitik anzulasten. Eine wirksame Geldpolitik bedarf der Unterstützung durch andere Politikbereiche, wie z. B. der Wettbewerbspolitik. Insbesondere muß sie durch eine selektive Finanzpolitik ergänzt werden, die branchenmäßig oder regional gezielt im richtigen Maß gegensteuert. In der Bundesrepublik wurde dieses „policy-mix“ beispielsweise Ende 1973 und im Jahre 1974 praktiziert, um unerwünschte Beschäftigungswirkungen zu verringern.

Geld- und Finanzpolitik stellen also keine Alternativen dar, sondern sind in ihrer Effizienz aufeinander angewiesen und ergänzen sich gegenseitig. Eine Politik des leichten Geldes allein ohne finanzpolitischen Flankenschutz kann die gesamtwirtschaftliche Nachfrage genausowenig zuverlässig stimulieren wie eine staatliche Verschuldungspolitik ohne geldpolitische Absicherung. Eine Dämpfung der wirtschaftlichen Aktivität könnte dagegen mit der Geldpolitik erzwungen werden; auch sie bedarf jedoch der finanzpolitischen Unterstützung. Diese sollte in der Anfangsphase gleichgerichtet sein; es kann notwendig werden, sie im weiteren Verlauf zur Korrektur unerwünschter Nebenwirkungen einzusetzen.

#### **Finanzpolitische Situation**

Solange die Privatwirtschaft und das Ausland keine ausreichende Nachfrage entfalten bzw. solange die hohe Sparneigung der privaten Haushalte und der rückläufige Finanzierungsbedarf der Unternehmen und des Auslands anhalten, kommt es darauf an, daß der geldpolitische Expansionskurs finanzpolitisch ergänzt wird. Tatsächlich wird sich das Finanzierungsdefizit des öffentlichen Gesamthaushalts im Jahre 1975 gegenüber dem Vorjahr, in dem es sich auf 25 Mrd. DM belaufen hatte, etwa verdreifachen und mit fast 78 Mrd. DM<sup>5)</sup> in eine bisher bei weitem nicht erreichte Größenordnung hineinwachsen. Dieser Betrag entspricht etwa 7,5 % des Bruttosozialprodukts. Er gibt an, wie stark die Mittel, die dem gesamtwirtschaftlichen Kreislauf durch öffentliche Ausgaben

<sup>4)</sup> Dies ist z. B. die stabilitätspolitische Konzeption des Sachverständigenrates im Jahresgutachten 1974, Tz. 416 ff.

<sup>5)</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen: Finanzbericht 1976, Bonn 1975, S. 24 f.

zugeführt werden, die Summe der Mittel übersteigen, die die öffentliche Hand dem gesamtwirtschaftlichen Kreislauf über Steuern, Abgaben und Verwaltungseinnahmen entzieht. Er weist aber noch nicht in voller Höhe aus, in wie starkem Maße die öffentlichen Haushalte der zyklischen Abschwächung der privaten Nachfrage entgegenwirken, da die Investitionszulage und das Konjunkturprogramm von August 1975 zum größten Teil erst in diesem Jahr wirksam werden.

Die Finanzierung des Defizits des öffentlichen Gesamthaushalts in Höhe von 78 Mrd. DM erfolgt in Höhe von etwa 7 Mrd. DM aus Konjunkturausgleichsrücklagen, die bei der Bundesbank stillgelegt waren (freiwillige und obligatorische Konjunkturausgleichsrücklagen, Stabilitätszuschlag, Stabilitätsanleihe, Investitionssteuer), sowie aus Einlagen der Länder und Gemeinden bei Bundesbank und Kreditinstituten. Die Nettokreditaufnahme der Gebietskörperschaften wird insgesamt eine Größenordnung von etwa 65–70 Mrd. DM erreichen<sup>6)</sup>.

Nach der Finanzierungsrechnung der Bundesbank, die für das 1. Halbjahr 1975 vorliegt<sup>7)</sup>, hat der Anteil der öffentlichen Haushalte an der gesamten Kreditaufnahme außerordentlich stark zugenommen. Er belief sich auf 45 % der Kreditaufnahme der nichtfinanziellen Sektoren gegenüber ungefähr 8 % in der gleichen Zeit von 1974. Der Zunahme des Finanzierungsbedarfs der öffentlichen Haushalte stand eine Abnahme der Kreditaufnahme des Unternehmenssektors von 67 % der Gesamtkreditaufnahme in der 1. Jahreshälfte 1974 auf 41 % im 1. Halbjahr 1975 gegenüber. Der Form nach wurde die öffentliche Kreditaufnahme im ersten Halbjahr zu 47 %, im 2. Halbjahr dagegen weit überwiegend im direkten Bankgeschäft abgewickelt. Das heißt, die Ersparnisse der Nichtbanken flossen zu den Kreditinstituten und wurden von diesen entweder unmittelbar in Bankkredite an öffentliche Stellen transformiert oder mittelbar weitergeleitet, indem Emissionsinstitute sich Gelder (im wesentlichen bei anderen Banken) beschafften und diese als „Kommunaldarlehen“ an öffentliche Stellen ausliehen.

### Grenzen der Geldpolitik

Sowohl die Geldpolitik als auch die Finanzpolitik stoßen an Grenzen. Diese sind zum Teil institutionell-rechtlicher, zum Teil funktioneller Art. Wegen ihrer engen Verknüpfung sind die Grenzen der Geldpolitik auch für die Möglichkeiten der Finanzpolitik relevant, und umgekehrt stellt die Finanz-

politik auch einen limitierenden Faktor für die Geldpolitik dar. Im folgenden sollen diese Grenzen untersucht werden, und zwar – entsprechend der aktuellen Situation – im wesentlichen die Grenzen einer expansiven Geld- und Finanzpolitik.

Die institutionell-rechtlichen Grenzen der Geldpolitik ergeben sich aus der gesetzlichen Aufgabenstellung der Bundesbank. Sie umfaßt die Regelung des Geldumlaufs und der Kreditversorgung der Wirtschaft mit dem Ziel, die Währung zu sichern. Unter Wahrung dieser Aufgabe hat die Bundesbank die allgemeine Wirtschaftspolitik der Bundesregierung zu unterstützen, wobei sie allerdings bei der Ausübung der Befugnisse, die ihr nach dem Bundesbankgesetz zustehen, von Weisungen der Bundesregierung unabhängig ist. Über dieses Kooperationsgebot im Bundesbankgesetz und eine entsprechende Sollvorschrift im Stabilitäts- und Wachstumsgesetz ist die Bundesbank auf den wirtschaftspolitischen Zielkatalog des Stabilitäts- und Wachstumsgesetzes festgelegt. Im Konfliktfall dürfte sie dem Ziel der Preisstabilität Priorität einräumen. Der gegenwärtige hohe Inflationssockel setzt der Geldpolitik ohnehin stabilitätspolitische Grenzen.

Der Aufgabenstellung der Bundesbank entsprechen ihre währungspolitischen Befugnisse und die ihr zugewiesenen Geschäfte. Sofern diese für das Verhältnis zur Finanzpolitik relevant sind, hat der Gesetzgeber ausdrückliche Sicherungen für einen aufgabenkonformen und unabhängigen Einsatz vorgesehen. Zu denken ist hier insbesondere an die Offenmarktpolitik und die Kassenkreditpolitik.

So ist die Offenmarktpolitik nur „zur Regelung des Geldmarktes“ zulässig; wenn diese Hauptbedingung erfüllt ist, kann allerdings auch am Markt für öffentliche Anleihen gezielt interveniert werden. Wie bekannt ist, hat die Bundesbank vom 27. Juni bis zum 23. Oktober 1975 eine derartige Politik betrieben. Sie hat auf diese Weise rund 7,5 Mrd. DM in den Kreislauf gepumpt und gleichzeitig ein weiteres Ansteigen des Zinsniveaus am langfristigen Markt verhindert.

Im Rahmen der Kassenkreditpolitik darf die Bundesbank öffentlichen Verwaltungen kurzfristige Kredite bis zu bestimmten Höchstgrenzen gewähren; sie kann dazu aber nicht gezwungen werden. Eine darüber hinausgehende direkte Kreditgewährung der Bundesbank an die öffentliche Hand ist nicht vorgesehen. Damit hat der Gesetzgeber verhindert, daß die Bundesbank gegen ihren Willen gezwungen wird, öffentliche Defizite direkt zu finanzieren. Die Bundesbank steht also insofern nicht unter Handlungszwang. Die Freiheit von Handlungszwängen ist nicht nur wichtig für das

<sup>6)</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen, a. a. O., S. 25.

<sup>7)</sup> Vgl. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Oktober 1975, S. 10 ff.

Verhältnis zur Finanzpolitik, sondern gleichzeitig eine entscheidende Voraussetzung für die Effizienz der Geldpolitik überhaupt.

In funktioneller Hinsicht liegen die Grenzen einer expansiven Geldpolitik in der stockenden Transmission monetärer Impulse, in der Aufrechterhaltung geordneter Verhältnisse am Geldmarkt, in den Rückwirkungen des Zinsgefälles zum Ausland auf Wechselkurs und Binnenliquidität und in den Wirkungsverzögerungen einer künftigen Bremspolitik.

Obwohl die Liquiditätszuführung seit Herbst 1974 ein Maß erreicht hat, das zur Finanzierung eines weit höheren Umsatzvolumens ausgereicht hätte, und obwohl die Zinsen kräftig gesunken sind und sich die Finanzierungsbedingungen gebessert haben, ist es nicht gelungen, die privaten Haushalte und Unternehmen zu stärkeren Güterkäufen zu veranlassen. Ungünstige Einkommens- und Ertragserwartungen erweisen sich bei einem tiefen konjunkturellen Einbruch als stärker als selbst kräftige monetäre Impulse.

#### **Änderungen der Erwartungen**

Für kreditfinanzierte Käufe und die Verschuldungsbereitschaft des privaten Sektors spielt die aktuelle Zinshöhe offenbar nicht die ausschlaggebende Rolle. Möglicherweise hat die Zinspolitik mit der weiten Verbreitung von Zinsanpassungsklauseln in den Kreditverträgen an Wirksamkeit verloren. Investitionsentscheidungen der Unternehmen sind nicht mehr auf der Basis eines langfristig festen Zinssatzes kalkulierbar, sondern müssen für die Dauer der Kreditaufnahme variable Zinsen berücksichtigen. Zinssteigerungserwartungen für die Zukunft hemmen deshalb die aktuelle Investitionsbereitschaft.

In einer von Inflationsbefürchtungen geprägten Umwelt, in der die Kapitalanleger langfristige Bindungen scheuen, hat sich außerdem gezeigt, daß eine Politik des leichten Geldes nicht mehr – wie in früheren Jahren – auf den langfristigen Markt durchschlägt. Trotz ausreichender Liquidität halten sich die Kapitalanleger am langfristigen Markt zurück. Eine Änderung dieses Anlegerverhaltens setzt eine Änderung ihrer Erwartungen hinsichtlich der Geldwertentwicklung, der Zinsentwicklung und des öffentlichen Kreditbedarfs voraus. Eine expansive Geldpolitik kann hier keine Wende bringen. Die Grundverfassung des langfristigen Marktes wird also wesentlich vom Vertrauen der Anleger bestimmt. Unter diesen Umständen funktioniert die frühere Geldmarktabhängigkeit des Kapitalmarktes nicht mehr, die eine weitgehend parallele Entwicklung von Geld- und Kapitalmarkt bewirkt hatte.

Ein Durchwirken der Geldpolitik auf den Kapitalmarkt hängt auch von der Struktur des Marktes und dem Verhalten der Kreditwirtschaft ab. Solange die private Kreditnachfrage gering ist und die privaten Kapitalanbieter leicht mobilisierbare Kapitalanlagemöglichkeiten ohne Kursrisiko bevorzugen, stehen sich am Markt für längerfristige Finanzierungsmittel im wesentlichen zwei Oligopole gegenüber: auf der Nachfrageseite die öffentlich-rechtlichen Gebietskörperschaften, wobei dem Bund wegen seines hohen Kreditbedarfs und seiner konjunkturpolitischen Gesamtverantwortung eine gewisse Führungsfunktion zukommt; auf der Angebotsseite die Kreditinstitute und Institutgruppen, bei denen sich das private Sparaufkommen in Form von Einlagen niederschlägt.

Für die bei dieser Konstellation sich bildenden Finanzierungsbedingungen kommt es einmal darauf an, daß der Wettbewerb im Kreditgewerbe funktioniert. Zum anderen ist wesentlich, daß sich das Bankensystem an die neue Situation insofern anpaßt, als es seine gewohnten Portfoliostrukturen ändert und der öffentlichen Hand einen höheren Anteil an der Gesamtkreditgewährung zukommen läßt. Allerdings stellt sich hier die Frage, wie eine gesamtwirtschaftliche Norm für eine notwendige Portfoliostruktur einzelwirtschaftlich orientierten Entscheidungen aufgeprägt werden soll.

#### **Ungünstige Nachfrageposition**

Für die Preisbildung spielt es auch eine Rolle, wie drängend der Kreditbedarf auf der einen Seite und der Anlagedruck auf der anderen Seite ist. Unter diesem Gesichtspunkt ist die Nachfrageseite angesichts der drängenden Haushaltschwierigkeiten in einer relativ schlechten Lage, während sich die Anbieterseite bei einem inländischen Gesamtkreditvolumen von über 840 Mrd. DM und Auslandsaktiva von über 90 Mrd. DM (Stand: Ende September 1975) freie Liquiditätsreserven in der gegenwärtigen Größenordnung rentabilitätsmäßig eher leisten kann. Diese Faktoren zusammengenommen haben wohl dazu beigetragen, daß sich die öffentliche Kreditaufnahme trotz der Unterstützung durch die Geldpolitik seit Mitte des Jahres 1975 zeitweise zu tendenziell steigenden Zinsen und sinkenden Laufzeiten vollzogen hat. Gegen Ende des Jahres hat sich jedoch eine gewisse Entspannung ergeben.

Eine noch stärkere Verflüssigung des Geldmarktes mit dem Ziel, die Weitergabe günstiger Finanzierungsbedingungen an die Endkreditnehmer zu erzwingen, könnte nicht als adäquates Steuerungsmittel der Notenbank angesehen werden. Sie würde zunächst dazu führen, daß die Kreditinstitute ihre Refinanzierung bei der Bundesbank weiter abbauen würden; sie würde sodann den

Geldmarkt und die übrigen Finanzmärkte stören. Sie würde außerdem das Zinsgefälle zum Ausland tendenziell erhöhen und die Frage der außenwirtschaftlichen Absicherung aufwerfen.

### **Gemischtes Wechselkursystem**

Diese Frage ist deshalb zu stellen, weil die Bundesrepublik kein reines System flexibler Wechselkurse praktiziert, sondern ein Gemisch aus festen und flexiblen Elementen. Der Fixkursanteil des Systems entfällt einmal auf die Interventionsverpflichtung im Rahmen des europäischen Währungsverbundes, zum anderen auf die Kursglättungsoperationen am US-Dollar-Markt. Er bedeutet eine potentielle Wirkungsbegrenzung für die expansive Geldpolitik, weil er zu einer Liquiditätsvernichtung im Inland entgegen der geldpolitischen Zielsetzung führen kann. Bisher haben sich die hiervon ausgehenden Störungen allerdings in Größenordnungen gehalten, die durch geldpolitische Gegenmaßnahmen ausgeglichen werden konnten.

Wenn die Notenbanken nicht intervenieren, tritt mit dem Kapitalexport zunächst auch keine Wirkung auf die Binnenliquidität ein. Dagegen wird der Kurs der D-Mark tendenziell sinken; damit werden der deutsche Export tendenziell ansteigen und die inländische Kreditnachfrage zunehmen. Eine Begünstigung des Exports erscheint zwar zur Zeit konjunkturpolitisch erwünscht, löst jedoch auf längere Frist nicht die strukturellen Probleme einer zu starken Exportabhängigkeit der deutschen Wirtschaft.

Von erheblicher Bedeutung für die Dosierung der Geldpolitik sind schließlich die Wirkungsverzögerungen einer künftigen geldpolitischen Restriktionspolitik. Sie müssen bereits bei der Bemessung des gegenwärtigen Expansionspotentials angemessen berücksichtigt werden. Es muß verhindert werden, daß die gegenwärtigen Liquiditätszuführungen in der Zukunft zu einer Verstärkung der Nachfrage genutzt werden, die die realen Angebotsmöglichkeiten überfordert. Der Zeitpunkt für das geldpolitische Umschalten muß deshalb sorgfältig und vorausblickend anvisiert werden. Auch wenn es notwendig ist, mit den Mitteln der Geldpolitik alles zu tun, um die Wiederbelebung der Wirtschaft zu fördern, darf dies nicht dazu führen, das Ziel einer mittelfristigen stabilitätsorientierten Verstetigung der monetären Politik aufzugeben.

### **Grenzen der Finanzpolitik**

Auch die Finanzpolitik stößt an Grenzen, und zwar sowohl auf der Einnahmen- als auch auf der Ausgabenseite. Dies folgt z. B. schon aus der föderativen Struktur der Bundesrepublik mit weit-

gehender Finanzhoheit der Länder und Gemeinden, aber primärer Zuständigkeit des Bundes für die Konjunktursteuerung. Die Grenzen der Finanzpolitik folgen weiter aus der Schwerfälligkeit des politischen Meinungsbildungsprozesses auf den verschiedenen staatlichen Ebenen sowie aus der rechtlichen Fixierung des weitaus größten Teils der staatlichen Aufgabenstellung und damit auch der staatlichen Finanzierungs- und Zahlungsverpflichtungen. Kurzfristig sind auf der Ausgabenseite fast nur die staatlichen Investitionsausgaben flexibel; damit entsteht in Restriktionsphasen ein Zielkonflikt zwischen der kurzfristigen Stabilisierungs- und der längerfristigen Allokationsaufgabe. In diesen Perioden besteht die Gefahr, daß die öffentliche Investitionsquote übermäßig gedrückt wird. Staatliche Investitionen stellen aber wesentliche Bestimmungsgrößen für das Wachstum des Produktionspotentials dar. Ein voller Ausgleich der Schwächen einer ausgabenorientierten Finanzpolitik kann auch nicht durch eine Akzentverlagerung auf die Einnahmenseite erreicht werden.

Bei einer Variation der staatlichen Ausgabenpolitik, etwa zur Verringerung einer konjunkturellen Nachfragerücke, muß der Staat auch berücksichtigen, daß er seine zusätzliche Nachfrage nicht vorwiegend dort ausübt, wo private Nachfrage oder Nachfrage des Auslandes ausgefallen ist. Der Staat könnte also durch staatliche Konjunkturprogramme auf mittlere Sicht im Zweifel falsche Signale setzen und unerwünschte Veränderungen der Produktionsstruktur bewirken<sup>8)</sup>. Auch eine weitgehend flexible Finanzpolitik kann und darf deshalb nicht die volle gesamtwirtschaftliche Nachfragerücke decken.

### **Aufgaben der Finanzpolitik**

Die Frage der Finanzierbarkeit der Finanzpolitik hängt eng mit der Frage zusammen, ob die Finanzpolitik konjunkturgerecht ist. Sie ist konjunkturgerecht, wenn sie nicht ausgelastete Kapazitäten nutzt und die private Investitions- und Konsumnachfrage nicht beeinträchtigt. Eine konjunkturgerechte Finanzpolitik muß mit Hilfe der Geldpolitik finanzierbar sein, deren Aufgabe es ist, die notwendigen monetären Voraussetzungen für eine angemessene Kapazitätsauslastung und damit für ein stärkeres wirtschaftliches Wachstum in Stabilität herzustellen. Die Geldpolitik hat sich, wie die jüngste Entwicklung gezeigt hat, dieser Aufgabe auch nicht entzogen. Sie hat in Verbindung mit der hohen Ersparnisbildung der privaten Haushalte und der konjunkturell bedingten niedrigen Nettokreditaufnahme der Unternehmen ein Angebot an Finanzierungsmitteln bewirkt, das zur

<sup>8)</sup> Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Sondergutachten zur konjunkturpolitischen Lage im August 1975, Tz. 40.

Deckung der Kreditwünsche der öffentlichen Hände mengenmäßig voll ausgereicht hat.

Die Finanzpolitik muß auch weiterhin konjunkturgerecht sein. Etwa in dem Maße, in dem die private Kreditnachfrage wieder anspringt, muß die öffentliche zurücktreten. Dies gilt jedenfalls dann, wenn das Angebotspotential ausgeschöpft ist und die private und öffentliche Nachfrage stärker zunehmen als das Angebotspotential. In diesem Fall würde die Konkurrenz um Finanzierungsmittel bzw. um das Sozialprodukt in dem Maße zu steigenden Zinsen führen, in dem die Geldpolitik eine stabilitätsgefährdende Entwicklung nicht hinnehmen würde. Der zinsrobustere Kapitalnachfrager, d. h. im Zweifel der Staat, bliebe Sieger. Der konjunkturelle Aufschwung könnte auf diese Weise bereits in einem frühen Stadium behindert werden.

Die Finanzplanung des Bundes<sup>9)</sup> trägt diesen Notwendigkeiten Rechnung. Sie sieht für 1976 einen etwa gleich hohen Nettokreditbedarf wie für 1975 vor, nämlich etwa 38 Mrd. DM. Die Finanzpolitik stützt damit weiterhin die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Sie beginnt aber gleichzeitig mit Einsparungsmaßnahmen und leitet damit die notwendige Konsolidierung ein.

#### Vertretbares Defizit

Das für 1976 angesetzte Defizit erscheint auch unter kapitalmarkt- und geldpolitischen Gesichtspunkten vertretbar, weil in der ersten Phase des Aufschwungs das Hineinwachsen in brachliegende Kapazitäten hohe Produktivitätssteigerungen mit entsprechender Kostendegression mit sich bringen und die Ertragslage der Unternehmen verbessern wird. Die Investitionstätigkeit der privaten Unternehmen dürfte zunächst nicht übermäßig ansteigen. Die Selbstfinanzierungsquote der Unternehmen wird voraussichtlich hoch, der Fremdfinanzierungsbedarf noch relativ gering sein. Die weiterhin hohe Ersparnisbildung der privaten Haushalte wird deshalb auch 1976 größtenteils von den öffentlichen Haushalten absorbiert werden können, ohne daß es zu einer Überbeanspruchung des Kapitalmarktes und zu einer abträglichen Finanzierungs Konkurrenz kommen müßte.

Von 1977 an soll dann die Nettokreditaufnahme des Bundes drastisch reduziert werden, nämlich auf 21,8 Mrd. DM 1977, 17,6 Mrd. DM 1978 und 11,1 Mrd. DM 1979. Diese Rückführung der jährlichen Neuverschuldung ist nicht nur aus konjunkturpolitischen Gründen erforderlich, sondern auch deshalb, weil nach der gegenwärtigen Finanzplanung die Tilgungsverpflichtungen des Bundes von 19,6 Mrd. DM 1976 auf 23,0 Mrd. DM 1979, die Zinsbelastung von 9 Mrd. DM 1976 auf knapp 15 Mrd. DM 1979 oder auf 7,5% der Gesamtausgaben ansteigen werden.

Um die Defizite in der vorgesehenen Größenordnung zu finanzieren, wird sich die öffentliche Hand weiterhin den Anlegerpräferenzen elastisch anpassen müssen. Sie sollte aber trotzdem versuchen, ihren Kreditbedarf in einem stärkeren Maße wieder längerfristig zu decken. Ein massiver kurzfristiger Prolongationsbedarf könnte den Markt ständig belasten und den Attentismus der Anleger verlängern. Bei der zeitlichen Abfolge und Höhe des Prolongationsbedarfs müssen Konflikte mit der Geldpolitik vermieden werden.

Der absehbare öffentliche Kreditbedarf sollte auch, soweit dies haushaltsrechtlich zulässig ist, noch rechtzeitig in der Periode der konjunkturellen Schwäche gedeckt werden. Das zeitliche Zusammenfallen und die Kumulierung mit einem künftigen Anstieg der privaten Kreditnachfrage sollte nach Möglichkeit vermieden werden. Eine vorzeitige Deckung des öffentlichen Kreditbedarfs darf jedoch in einer Periode konjunktureller Schwäche nicht zu einer Liquiditätsstilllegung bei der Bundesbank führen.

Der öffentliche Kreditbedarf sollte auch wieder in einem stärkeren Maße bei den privaten Anlegern gedeckt werden, also in erster Linie über den Rentenmarkt und den Bundesschatzbrief. Hierfür sprechen sowohl vermögenspolitische Gesichtspunkte als auch die (vom Sachverständigenrat vorgebrachte) Überlegung, hiermit die starke Marktposition der Banken zu unterlaufen.

Schließlich sollte dem Staat grundsätzlich auch die Möglichkeit zugestanden werden, günstige Finanzierungsmöglichkeiten im Ausland wahrzunehmen, und dies zumal dann, wenn ein hoher langfristiger Kapitalabfluß aus der Bundesrepublik, ein starker US-Dollar und eine relativ schwache Position der D-Mark in der europäischen Währungsschlange zu registrieren sind. Die Politik der Auslandsverschuldung braucht deshalb nicht forciert zu werden.

Eine stärkere Inanspruchnahme des Rentenmarktes durch die öffentliche Hand setzt das Vertrauen der Kapitalanleger in die Finanzierbarkeit der öffentlichen Defizite ohne größere Zinssteigerungen und in die Stabilität voraus. Der Staat als Schuldner muß sich dieses Vertrauen durch eine stabilitätsorientierte Finanzpolitik und eine konjunkturgerechte Rückführung seiner Defizite erhalten. Dies ist auch deshalb notwendig, um das Vertrauen der Investoren in die zukünftige Entwicklung zu stärken. Fehlendes Vertrauen könnte dazu führen, daß die kreditfinanzierten öffentlichen Ausgaben die privaten Ausgaben selbst dann verdrängen, wenn sie keine überhöhten Anforderungen an die Kreditmärkte stellen.

<sup>9)</sup> Vgl. Der Finanzplan des Bundes 1975 bis 1979, Bundestags-Drucksache 7/4101.