

Seja, Jürgen

Article — Digitized Version

Angebotsorientierte Wirtschaftspolitik aus portfoliotheoretischer Sicht

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Seja, Jürgen (1982) : Angebotsorientierte Wirtschaftspolitik aus
portfoliotheoretischer Sicht, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol.
62, Iss. 9, pp. 463-468

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135722>

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.*

Angebotsorientierte Wirtschaftspolitik aus portfoliotheoretischer Sicht

Jürgen Seja, Hannover

Für die Wirtschaftspolitik wird seit einiger Zeit eine Angebotsorientierung gefordert¹. Wie sieht eine angebotsorientierte Wirtschaftspolitik aus der Sicht der makroökonomischen Portfoliotheorie aus? Welche Rolle fällt dabei der Geldpolitik zu?

Die stabilitätspolitischen Empfehlungen und der praktische Mitteleinsatz im Rahmen der Angebotskonzeption konzentrieren sich in der Bundesrepublik auf die Einkommens- und Fiskalpolitik unter Einschluß von ordnungspolitischen Maßnahmen. Für die Geldpolitik wird demgegenüber z. B. vom Sachverständigenrat ein eher monetaristischer Ansatz präferiert. Eine gewisse Ähnlichkeit zu diesem Ansatz läßt auch die seit längerer Zeit von der Bundesbank betriebene „Politik des knappen Geldes“ erkennen. Fraglich ist jedoch, inwieweit in der stabilitätspolitischen Praxis die unterschiedlichen konzeptionellen Vorstellungen für die Fiskal- und Einkommenspolitik auf der einen Seite und der Geldpolitik auf der anderen Seite überhaupt kompatibel angewendet werden oder ob nicht eine stetige – faktisch aber restriktive – Geldpolitik monetaristischen Musters im Widerspruch zu den sonstigen wirtschaftspolitischen Empfehlungen gemäß der Angebotskonzeption steht.

Um beim stabilitätspolitischen Mitteleinsatz im Rahmen eines wirtschaftspolitischen Konzeptes eine „Politik aus einem Guß“ zu ermöglichen, ist ein umfassender analytischer Rahmen erforderlich, in dem die Wirkungsweise von Maßnahmen sowohl im realen als auch im monetären Bereich erklärt wird. Es soll im folgenden geprüft werden, ob hierfür die Portfoliotheorie einen möglichen Ansatz bietet. Diese von James Tobin entwickelte Theorie zeigt Wege auf, die Wirkungsweisen wirtschaftspolitischer Impulse vor allem monetärer Art bis

hin zu den Angebots- und Nachfrageentscheidungen der Wirtschaftssubjekte zu erklären. Zum grundlegenden Verständnis soll zunächst die makroökonomische Portfoliotheorie² näher erläutert werden, um anschließend die Konsequenzen für eine angebotsorientierte Wirtschaftspolitik aus portfoliotheoretischer Sicht zu ermitteln.

Makroökonomische Portfoliotheorie

Beim Portfoliokonzept Tobinscher Prägung handelt es sich um einen vermögenstheoretischen Ansatz. Das Gesamtvermögen der Wirtschaftssubjekte wird aufgeteilt in den Bestand an Geld, an Wertpapieren unterschiedlicher Fristigkeiten und an Sachkapital. Man geht von der Annahme aus, daß die Wirtschaftssubjekte bemüht sind, ihr Vermögen in einer optimalen Struktur zu halten. Entscheidungskriterien hierfür sind einmal die zu erwartenden realen Erträge in Relation zum Risiko (als objektives Kriterium) und die Risikoneigung (als subjektives Kriterium). Weiterhin wird angenommen,

¹ Vgl. z. B. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1976/77, Bundestagsdrucksache 7/5902 vom 25. 11. 1976, Bonn 1976, Ziff. 303 ff.; ders.: Jahresgutachten 1981/82, Bundestagsdrucksache 9/1061, Bonn 1981, Ziff. 292 ff.

² Vgl. die grundlegenden Werke von James Tobin: Grundsätze der Geld- und Staatsschuldenpolitik, Baden-Baden 1978; ders.: Ein allgemeiner Gleichgewichtsansatz zur Geldtheorie, in: Karl Brunner u. a. (Hrsg.): Geldtheorie, Köln 1974, S. 219-234. Eine einführende Darstellung findet sich in Dieter Dwendag u. a.: Geldtheorie und Geldpolitik, 2. überarb. und erw. Aufl., Köln 1977, S. 206 ff.; Dietmar KATH: Die theoretischen Grundlagen geldpolitischer Steuerungskonzepte, in: Sigurd Klatt, Manfred Williams (Hrsg.): Strukturwandel und makroökonomische Steuerung, Berlin 1975, S. 341-363; Karl-Heinz Ketterer, Rainer Vollmer: Bestimmungsgründe des Realzinsniveaus. Eine empirische Untersuchung für die Bundesrepublik Deutschland, in: Werner Ehrlicher (Hrsg.): Geldpolitik, Zins und Staatsverschuldung, Berlin 1981, S. 55-102.

Jürgen Seja, Dipl.-Ökonom, 28, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl C für Volkswirtschaftslehre an der Universität Hannover.

daß die Wirtschaftssubjekte risikoscheue Entscheidungen fällen, d. h. ihre Zielsetzung des Handelns ist bei gegebenem Ertrag die Minimierung des Risikos.

Um nun das Gesamtvermögen unter diesen Gesichtspunkten optimal zu strukturieren, sind die den einzelnen Vermögensarten anhaftenden Risiken näher zu betrachten³. Die finanziellen Aktiva, also Geld und Wertpapiere, tragen gemeinsam das Inflationsrisiko. Hinzu kommt für die Wertpapiere und die geldnahen Aktiva noch das Kurs- bzw. Zinsrisiko. Beim Sachkapital treten vor allem technologische, konjunkturelle und branchenabhängige Risiken auf. Es zeigt sich, daß die Risiken innerhalb der Finanzaktiva und innerhalb des Sachkapitals jeweils qualitativ ähnlich sind, auch wenn sie sich hinsichtlich ihrer Intensität unterscheiden. Zwischen diesen beiden Vermögensarten bestehen jedoch qualitativ unterschiedliche Risiken, die häufig negativ korreliert sind. Steigen beispielsweise die Baupreise an, so verlieren ceteris paribus das Geld und die Wertpapiere an Wert, während gleichzeitig der Wert des Sachkapitals z. B. in Form von Immobilien zunimmt. Bei hochgradig negativer Korrelation der Risiken wird der Zusatzverlust des einen Vermögensblocks durch den Zusatzertrag des anderen kompensiert.

Diese Risikobeziehungen tragen zur Ermittlung der optimalen Struktur des Gesamtvermögens bei. Die Wirtschaftssubjekte sehen nach diesem Kalkül – aufgrund der qualitativ ähnlichen, lediglich intensitätsmäßig unterschiedlichen Risiken – die Bestände aller Finanzaktiva als Substitute an. Zwischen den Vermögensblöcken Finanzaktiva und Sachkapital ergeben sich allerdings – wegen der qualitativ gegenläufigen Risiken – komplementäre Beziehungen⁴.

Geld- und Vermögensseffekte

Nimmt beispielsweise infolge eines geldpolitischen Impulses der Geldbestand zu, so werden die Ertragsraten der Vermögensbestände verändert. Denn durch die zusätzlichen Geldbestände ist der Grenzertrag der übrigen finanziellen Aktiva in Relation zur Geldhaltung gestiegen. Die Wirtschaftssubjekte fragen daher verstärkt Wertpapiere nach, so daß es zu einem Kursanstieg bzw. Zinssenkungen der finanziellen Substitute Wertpapiere kommt. Dieser Impuls pflanzt sich in die reale Sphäre fort, und die Wirtschaftssubjekte werden nun in-

³ Vgl. hierzu James T o b i n : Grundsätze . . . , a.a.O., S. 50 ff.

⁴ Vgl. Karl-Heinz K e t t e r e r , Rainer V o l l m e r , a.a.O., S. 59.

VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

NEUERSCHEINUNG

Bruno Molitor

MARKTWIRTSCHAFT UND WOHLFAHRTSSTAAT

Kann der Wohlfahrtsstaat in Zukunft aufrechterhalten werden? Nach Auffassung des Verfassers des vorliegenden Buches nur dann, wenn die marktwirtschaftliche Basis, auf die er sich gründet, funktionsfähig erhalten wird. Irreführend ist es allerdings, im Wohlfahrtsstaat immer nur das System der Sozialen Sicherung zu sehen. Mindestens ebenso bedeutsam ist ein breiter Kapitaleinsatz, eine hohe Arbeitsproduktivität und Beschäftigung. Wo man landet, wenn diese vernachlässigt werden und sich die ganze Energie auf Umverteilungsaktivitäten verlegt, zeigen einige der „fortschrittlichsten“ europäischen Länder nur zu deutlich.

Großoktav, 364 Seiten, 1982, Preis brosch. DM 48,-

ISBN 3-87895-223-6

V E R L A G W E L T A R C H I V G M B H - H A M B U R G

folge der Zinssenkung bei den finanziellen Aktiva auch verstärkt bereit sein, Sachkapital zu erwerben. Diese Vermögensbestandsanpassung aus Ertragsgesichtspunkten bezeichnet man in der Portfoliotheorie als *Geld- oder Substitutionseffekt*.

Gleichzeitig führt die Geldmengenexpansion infolge eines geldpolitischen Impulses zu einem Anstieg des Risikos des Gesamtvermögens, weil das Risiko der finanziellen Aktiva zunimmt (Kurs- und Zinsrisiko), während das Sachkapitalrisiko zunächst gleichbleibt. Zumindest teilweise kompensiert werden kann dieses zusätzliche Risiko, indem der Bestand an Sachkapital ebenfalls aufgestockt wird. Das heißt, die Bereitschaft, Sachkapital zu erwerben, nimmt zu. Dieser aus der Risikozunahme des Gesamtvermögens entstandene Effekt wird als *Vermögenseffekt* bezeichnet.

Real- und Marktertragsraten

Erreichen die Impulse den Bereich des Sachkapitals, so muß noch erklärt werden, von welchem Kalkül die Investitionsentscheidungen aus portfoliotheoretischer Sicht letzten Endes abhängen⁵. Hierfür ist die Relation zweier Ertragsraten entscheidend⁶. Einmal müssen die Wirtschaftssubjekte ermitteln, welchen Ertrag sie von neu zu produzierenden Sachkapitalgütern (Investitionen) erwarten. Daraus läßt sich die „Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals“ (GLFK) ermitteln. Die GLFK ist der Zinssatz, mit dem die erwarteten Nettoeinnahmen (E) einer Investition abdiskontiert werden, damit sie den Reproduktionskosten (p) entsprechen. Diese „Realertragsrate“ ergibt sich angenähert aus dem folgenden Verhältnis⁷:

$$GLFK = \frac{E}{p}$$

Die zweite Ertragsrate ist der „Angebotspreis des Kapitals“ (APK) oder die „Marktertragsrate“. In ihm kommt die Marktbewertung des vorhandenen Sachkapitals durch die Wirtschaftssubjekte zum Ausdruck. Dieser Angebotspreis des Kapitals repräsentiert die Ertragsrate des Sachkapitalbestandes, zu dem die Sachkapitalbesitzer bereit sind, ihr mit aktuellen Preisen bewertetes Sachkapital auch zu *behalten*. Ist eine Differenz zwischen dem Marktwert des Sachkapitals (MW) – in der Einschätzung der Kapitaleigner – und den Reproduktionskosten festzustellen, so unterscheidet sich auch die „Marktertragsrate“ (APK) von der „Realertragsrate“

(GLFK)⁸. Der APK ergibt sich dann aus dem folgenden Verhältnis:

$$APK = \frac{E}{MW}$$

Aus dem Spannungsverhältnis zwischen der GLFK und dem APK bzw. p und MW ergeben sich die positiven oder negativen Investitionsentscheidungen⁹. Nur wenn die „Realertragsrate“ über der „Marktertragsrate“ liegt (GLFK > APK) bzw. der Marktwert des Sachkapitals die Reproduktionskosten übersteigt (MW > p), werden Investitionen getätigt. Umgekehrt wird das Ausmaß der ökonomischen Aktivität kontraktiv beeinflusst, wenn die geforderte Mindestrendite des Sachkapitalbestandes die erwarteten Erträge aus Investitionen übersteigt (GLFK < APK).

Da die gesamtwirtschaftliche Güterproduktion aus portfoliotheoretischer Sicht maßgeblich von der Konstellation dieser beiden Ertragsraten abhängt, ist es für den Wirtschaftspolitiker wichtig zu wissen, welche Faktoren ihre Entwicklung beeinflussen. Die GLFK wird eher von realen Größen, wie beispielsweise vom Angebot an Produktionsfaktoren, dem technischen Stand und von der Einschätzung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrageentwicklung, bestimmt. Demgegenüber prägen den APK vor allem die Ertragsraten anderer Vermögensobjekte als Sachkapitalgüter sowie das Niveau und die Struktur des dem Gesamtvermögen anhaftenden Risikos.

Verengter Blickwinkel

Die traditionellen Portfoliotheoretiker engen nun in ihren Analysen ihr Betrachtungsfeld aber dadurch künstlich ein, daß sie sich auf die monetäre Einflußnahme der Ertragsraten beschränken. Das heißt, sie sehen die GLFK für diesen Bereich der Wirtschaftspolitik als vorgegeben an – im Gegensatz zum APK, der durch die geschilderten Geld- und Vermögenseffekte von den monetären Instanzen gezielt verändert werden kann. Dieser Betrachtungsweise zu folgen hieße, die wirtschaftspolitische Beeinflussbarkeit des Konjunkturverlaufs nicht voll auszuschöpfen.

Ziel der stabilitätspolitischen Maßnahmen auf der Basis portfoliotheoretischer Überlegungen muß es vielmehr sein, beide Ertragsraten zu beeinflussen. Im Rahmen der Stabilisierungsbemühungen müßten die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger versuchen,

⁵ Vgl. die sehr instruktive Darstellung in ebenda, S. 58 ff.

⁶ Vgl. James Tobin: Grundsätze . . . , a.a.O., S. 30 ff.

⁷ Vgl. James Tobin: Ein allgemeiner Gleichgewichtsansatz . . . , a.a.O., S. 225.

⁸ Vgl. Karl-Heinz Ketterer, Rainer Vollmer, a.a.O., S. 62 ff.

⁹ Tobin analysiert die Beziehung der beiden Ertragsraten über das sogenannte „Tobinsche q“. Es ergibt sich aus der Gegenüberstellung der Ertragsraten:

$$q = \frac{GLFK}{APK} \quad \text{oder} \quad q = \frac{MW}{p}$$

woraus folgt: APK · q = GLFK bzw. p · q = MW.

den APK zu senken und/oder die GLFK zu steigern. Je größer die Differenz zwischen dem APK und der GLFK dann im Endeffekt ausfällt, desto expansiver wirkt der wirtschaftspolitische Impuls. Dies läßt sich damit begründen, daß sowohl die GLFK als auch der APK von subjektiven Einschätzungen der Unternehmer abhängen und mit zunehmender Differenz eine wachsende Anzahl von Unternehmen bzw. Investitionsprojekten von dieser Entwicklung betroffen sind.

Angebotsorientierte Sicht

Ein wesentliches strategisches Merkmal der angebotsorientierten Wirtschaftspolitik ist es, eine mittel- bis langfristige positive Einschätzung der wirtschaftlichen Entwicklung bei den Investoren zu erzeugen. Hierbei bedient man sich aber nicht nur des Einsatzes rein ökonomischer Mittel, wie sie beispielsweise in der Stabilitätspolitik nach keynesianischer Tradition empfohlen werden, sondern erweitert das Betätigungsfeld um ordnungspolitische Maßnahmen, die weit in den Bereich der Gesellschaftsordnung hineinreichen können. Mit Hilfe gezielter Maßnahmen soll versucht werden, die Unternehmen von möglichen Investitionshemmnissen – wie sie beispielsweise durch eine Vielzahl staatlicher Verordnungen bzw. Auflagen zum Ausdruck kommen können – zu befreien und eine Kostenentlastung sowie Ertragsverbesserungen zu ermöglichen.

Bei den Empfehlungen der Angebotsökonomien steht die Beeinflussung der Determinanten der GLFK im Vordergrund. Die Erzeugung positiver Zukunftserwartungen zielt in erster Linie auf einen Anstieg der Ertragsrate für neu zu produzierende Güter ab. Vernachlässigt wird dabei aber die Entwicklung der Ertragsrate des bestehenden Sachkapitals. Wenn es der Wirtschaftspolitik nicht gelingt, diese zu senken und zumindest niedriger zu halten als die GLFK, wird die erhoffte Expansion der ökonomischen Aktivität nicht eintreten.

In der Bundesrepublik Deutschland muß aufgrund der mangelnden Investitionen, in der Terminologie der Portfoliotheorie ausgedrückt, gegenwärtig die GLFK niedriger sein als der APK ($GLFK < APK$). Der Sachverständigenrat führt verschiedene Ursachen auf, die eine Erklärung für das niedrige Niveau der GLFK bieten. So sieht er unter anderem die hohen steuerlichen Belastungen, die sozialpolitischen Regelungen, die Vielzahl staatlicher Ge- und Verbote sowie eine auch durch das Ausgabengebaren des Staates verursachte Verdrängung privater Aktivitäten als potentiell angebotsstörende Faktoren an. Ebenso könnten nach seiner Einschätzung auch ein hohes Staatsdefizit und eine expansive Geldpolitik zu dieser Konstellation beitragen¹⁰.

Einfluß der Staatsverschuldung

Vor allem die letzten beiden Faktoren bieten den wirtschaftspolitischen Instanzen aber Ansatzpunkte, auch auf den APK Einfluß zu nehmen. Intensiviert der Staat seine Verschuldungstätigkeit zum Zwecke einer expansiven Konjunkturbeeinflussung, so kann tatsächlich ein Anstieg der realen Ertragsraten des Finanzvermögens (höheres Zinsniveau) die Folge sein. Die zunehmenden Ertragsraten der Wertpapierhaltung bewegen dann die Wirtschaftssubjekte dazu, auch von ihrem Sachkapitalbestand eine höhere Mindestverzinsung zu fordern (Erhöhung des APK). In diesem Fall ist ein kontraktiv wirkender *Geldeffekt* zu verzeichnen, mit der Folge einer weiteren Investitionsschwäche.

Würde die Geldpolitik gleichzeitig mit der Verschuldungsoperation allerdings mit Hilfe ihres Instrumentariums eine Ausdehnung des Geldbestandes bewirken, so würde der Ertrag der Geldhaltung sinken. Die angebotenen Wertpapiere würden daher auch schon bei niedrigeren Ertragsätzen bereitwillig von den Wirtschaftssubjekten in ihre Portefeuilles aufgenommen. Durch die substitutiven Beziehungen innerhalb der Finanzaktiva würde also bei einer Unterstützung der Staatsverschuldung durch die Geldpolitik – was nicht mit einer in der Bundesrepublik durch das Bundesbankgesetz eng begrenzten direkten Finanzierung der Verschuldungsoperation durch die Zentralbank gleichzusetzen ist – eine wesentliche Änderung der zusammengefaßten Ertragsrate des Finanzvermögens (Zinsniveau) vermieden werden können. Der kontraktiv wirkende *Geldeffekt* wird in diesem Fall schon im Bereich der Finanzaktiva kompensiert, und eine Erhöhung des APK wäre nicht zu erwarten.

Mit zunehmender Aufnahme von Staatspapieren steigt aber auch das Risiko im gesamten Portefeuille der Wirtschaftssubjekte an. Die Wirtschaftssubjekte werden bemüht sein, die Risikostruktur ihres Vermögens wieder zu optimieren, d. h. das Risiko zu verringern. Dies geschieht durch die Bereitschaft, zusätzlich Sachkapital ins Portefeuille aufzunehmen; der APK wird somit reduziert werden. Der *Vermögenseffekt* einer Staatsverschuldung wirkt also expansiv. Selbst wenn es ohne die beschriebene Möglichkeit der Unterstützung seitens der Geldpolitik zu einem kontraktiven *Geldeffekt* kommt, wird dieser aus portfoliotheoretischer Sicht durch die Expansionswirkungen des Vermögenseffekts überkompensiert¹¹. Unabhängig von der Verwendung der zur Verfügung gestellten Budget-

¹⁰ Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1981/82, a.a.O., Zif. 299.

¹¹ Vgl. James Tobin: Grundsätze . . . , a.a.O., S. 32.

mittel ergibt sich somit allein aus der Verschuldungsoperation in jedem Fall netto ein expansiver Impuls.

Eine höhere Nettoneuverschuldung des Staates kann sich auch dann als erforderlich erweisen, wenn nach Einschätzung der Wirtschaftssubjekte das Risiko auf der Seite des Sachkapitalbestandes zugenommen hat¹². Dieses höhere Risiko läßt die Wirtschaftssubjekte eine höhere Mindestrendite für Sachaktiva fordern. Stellt nun der Staat seinerseits zusätzliche Wertpapiere zur Verfügung, so bietet er letztlich mit dieser Aktion den Wirtschaftssubjekten Kompensationsmöglichkeiten für die neuen Sachkapitalrisiken. Ein zu geringer Bestand an staatlichen Wertpapieren kann somit für einen zu hohen APK mitverantwortlich sein. Ziel der zunehmenden Staatsverschuldung muß es also auch sein, durch Veränderungen des Wertpapierbestandes das Risiko auf der Seite der finanziellen Aktiva zu erhöhen. Das veranlaßt die Investoren, den APK zu senken, um das Gesamtrisiko des Portefeuilles über eine vermehrte Sachkapitalbildung zu reduzieren.

Rolle der Geldpolitik

In der Bundesrepublik werden die angebotsorientierten Empfehlungen für die allgemeine Wirtschaftspolitik mit monetaristisch orientierten geldpolitischen Empfehlungen vermengt¹³. In diesen gemischten Konzeptionen wird ein wesentliches Gewicht auf eine Verstetigung der Geldmengenexpansion durch die Zentralbank gelegt. Eine Kontrolle der Geldmengenexpansion durch die Zentralbank ist in der Bundesrepublik aufgrund der institutionellen Gegebenheiten aber faktisch überhaupt nur dann möglich, wenn im Bankensektor keine nennenswerten freien Liquiditätsreserven bestehen. Damit die Banken aber nicht in die Lage versetzt werden, freie Liquiditätsreserven aufzubauen, muß die Zentralbankgeldversorgung extrem knapp ausfallen. Als Konsequenz einer „Politik des knappen Geldes“ kann daher vermutet werden, daß in der Bundesrepublik von der Zentralbankpolitik ein dauerhafter restriktiver Einfluß auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität ausgeht. Der Verstetigungseffekt der Geldmengenexpansion ist also nicht unbedingt mit einem verstetigenden Einfluß auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung gleichzusetzen, da

¹² Auf diese Entwicklung weist die Deutsche Bundesbank in ihrem jüngsten Geschäftsbericht hin. Sie betont, daß eine Minderung der Bereitschaft der Wirtschaft, unternehmerische Risiken zu übernehmen, zu beobachten ist. Vgl. Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht für das Jahr 1981, S. 23.

¹³ Hierin besteht eine gewisse Ähnlichkeit mit der praktischen Wirtschaftspolitik in den USA. Demgegenüber sehen die „reinen“ Angebotstheoretiker, wie beispielsweise George Gilder, in der tendenziell monetaristischen Geldpolitik der USA einen wesentlichen Störfaktor ihres Konzepts. Sie fordern daher eine Abkehr von der monetaristischen Geldpolitik und eine monetäre Alimentierung der angebotsorientierten Programme der Regierung durch die Zentralbank. Vgl. George Gilder: Reichtum und Armut, Berlin 1981, S. 217 ff.

aufgrund der zu gering bemessenen Geldmengenexpansion faktisch restriktive Einflüsse die Folge sind. Damit steht die Frage im Raum, in welcher Form der geldpolitische Mitteleinsatz zu erfolgen hat, damit er mit dem gesamten Angebotskonzept auch tatsächlich kompatibel ist.

Aus der Sicht der makroökonomischen Portfoliotheorie muß mit der Geldpolitik Einfluß auf den APK der Investoren genommen werden. Der Transmissionsprozeß läuft so ab, daß bei einem expansiven Impuls die Zentralbank dem Bankensektor Liquidität zur Verfügung stellt. Aufgrund der veränderten Ertragsraten werden die Kreditinstitute die überschüssigen Mittel zumindest teilweise durch Wertpapiere substituieren und das Kreditangebot ausweiten. Auch bei den privaten Nichtbanken werden im Rahmen der Finanzaktiva Substitutionsprozesse einsetzen, die zu einem höheren Bestand an finanziellen Aktiva bei insgesamt niedrigeren Ertragsätzen führen. In der Folge wird sowohl der *Geldeffekt* als auch der *Vermögenseffekt* die Wirtschaftssubjekte veranlassen, ihren APK zu senken.

Da die knappe Zentralbankgeldversorgung nach monetaristischem Muster im Gegensatz dazu die Erträge der finanziellen Aktiva hoch hält und auf diese Weise ein hohes Zinsniveau erzeugt, kann eine der Ursachen für einen im Verhältnis zur GLFK offensichtlich zu hohen APK folglich in dem zu niedrigen Niveau der Liquiditätsversorgung durch die Zentralbank gesehen werden. Aus diesem Blickwinkel konterkariert eine „Politik des knappen Geldes“ die Bemühungen anderer Bereiche der angebotsorientierten Wirtschaftspolitik, die GLFK über den APK zu heben. Diese Schlußfolgerung ergibt sich dabei völlig unabhängig von dem Ziel, die Zentralbankgeldversorgung zu verstetigen. Die Ursache hierfür ist wohlgemerkt nicht der ohne Zweifel sinnvolle Gedanke einer stetigen Geldpolitik, sondern das zu geringe Niveau der Zentralbankgeldversorgung.

Wirkungen auf das Preisniveau

Ein höheres Niveau der Zentralbankgeldversorgung darf allerdings nicht mit einer exzessiven Geldpolitik verwechselt werden: Denn schließlich ist es nicht Absicht der Geldpolitik, inflationäre Prozesse zu ermöglichen. Eine auf gemäßigte expansive Impulse ausgegerichtete Geldpolitik muß im Analyserahmen der Portfoliotheorie aber nicht zwangsläufig einen Anstieg des Preisniveaus zur Folge haben. Entscheidend dafür, ob sich durch die geldpolitischen Maßnahmen überhaupt Wirkungen auf das Preisniveau ergeben, ist letztlich die Art der erzeugten Effekte. Nur wenn mit der Geldpolitik auch Vermögenseffekte ausgelöst werden, können auch inflationäre Impulse auftreten. Setzt die Zentral-

bank ihr Instrumentarium jedoch in der Form ein, daß lediglich Geldeffekte erzeugt werden, so kommt es in erster Linie zu Veränderungen der Preisrelationen und nicht des Preisniveaus. Soll die Geldpolitik die sonstige angebotsorientierte Wirtschaftspolitik aber nur in dem beschriebenen Sinn monetär angemessen alimentieren, so müßte also primär auf die Erzeugung von Geldeffekten – z. B. durch Offenmarktpolitik – Wert gelegt werden. Natürlich ergeben sich aus einer verbesserten Zentralbankgeldversorgung der Kreditinstitute durch die Zentralbank auch Vermögenseffekte und insofern mögliche Wirkungen auf das Preisniveau. Allerdings kommt es dann immer noch maßgeblich darauf an, welche gesamtwirtschaftlichen Konstellationen für die Inflation tatsächlich verantwortlich sind. Wie die Inflationsforschung¹⁴ zeigt, stellt eine Geldmengenexpansion nur eine von vielen Inflationsursachen dar. Eine – tendenziell von monetaristischer Seite präferierte – monokausale Inflationserklärung, die Preisniveauänderungen ausschließlich auf die Geldmengenexpansion zurückführt, reicht zur Erklärung dieser vielschichtigen Ursachenbereiche allein nicht aus.

Ist – aus welchen Gründen auch immer – ein Anstieg des Preisniveaus zu verzeichnen, so ergibt sich aus der Sicht der Portfoliotheorie ein Anpassungsprozeß, der als preisniveauinduzierter Vermögenseffekt bezeichnet wird. Der Preisniveauanstieg führt offensichtlich zu einem höheren Risiko der Finanzaktiva. Durch diese Entwicklung und das Absinken der realen Ertragsraten des Finanzvermögens werden die Wirtschaftssubjekte bereit sein, verstärkt Sachkapital zu erwerben, was sich in einem Sinken des APK niederschlägt. Diese „Flucht in die Sachwerte“ stößt logischerweise dann an eine

Grenze, wenn sich für die zur Finanzierung der Sachkapitalausweitung erforderlichen Geschäfte keine Transaktionspartner finden, die ihrerseits das Inflationsrisiko für sich selbst geringer einschätzen oder durch einen überproportionalen Ertragsanstieg eine Risikoprämie erhalten. Es ist unter diesen Umständen für die Wirtschaftspolitik gar nicht ohne weiteres möglich, voll auf diesen preisniveauinduzierten Vermögenseffekt zu setzen und so die Gefahren einer Inflation zu übersehen. Dennoch treten hier die Grenzen des portfoliotheoretischen Analyserahmens zutage.

Fazit

Abschließend kann festgehalten werden, daß im Analyserahmen der makroökonomischen Portfoliotheorie die in der Bundesrepublik verwendeten Angebotskonzepte nicht mit einer tendenziell monetaristischen Geldpolitik kompatibel sind. Diese Konzepte vernachlässigen im wesentlichen die Entwicklung des APK. Während die realwirtschaftliche Einflußnahme auf die Determinanten der GLFK gemäß der Konzeption der angebotsorientierten Wirtschaftspolitik aus der Sicht der Portfoliotheorie Expansionsimpulse auslöst, führt eine monetäre Einflußnahme in Form von einer zu geringen Staatsverschuldung und/oder einer restriktiv wirkenden Geldpolitik zu einem Anstieg des APK und nicht zu der erforderlichen Senkung. Die GLFK kann damit die geforderte Mindestrendite des Sachkapitalbestandes nicht übertreffen, so daß die von der Wirtschaftspolitik erwarteten Investitionsentscheidungen nicht gefällt werden. Schließt man sich dem portfoliotheoretischen Ansatz an, dann müßte, um ein in allen Bereichen der Wirtschaftspolitik konsequentes Angebotskonzept zu betreiben, auch der Entwicklung des APK Aufmerksamkeit gewidmet werden und damit Abschied von der Vorstellung einer „Politik des knappen Geldes“ genommen werden.

¹⁴ Vgl. z. B. Rüdiger Pohl: Theorie der Inflation, München 1981, S. 41 ff.

HERAUSGEBER: HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung -- Hamburg (Prof. Dr. Armin Gutowski, Prof. Dr. Hans-Jürgen Schmah)l

REDAKTION:

Dr. Otto G. Mayer (Chefredakteur), Dr. Klaus Kwasniewski (Stellvertreter), Dipl.-Vw. Claus Hamann, Helga Lange, Helga Wenke, Dipl.-Vw. Irene Wilson, M.A., Dipl.-Vw. Klauspeter Zanzig

Anschrift der Redaktion: Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 35 62 306/307

Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages Weltarchiv GmbH ist es nicht gestattet, die Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) oder auf eine andere Art zu vervielfältigen. Copyright bei Verlag Weltarchiv GmbH.

VERTRIEB:

manager magazin Verlagsgesellschaft mbH, Marketingabteilung, Postfach 11 10 60, 2000 Hamburg 11, Tel.: (040) 30 07 624

Bezugspreise: Einzelheft: DM 7,50, Jahresabonnement DM 80,- (Studenten: 40,-)

VERLAG UND HERSTELLUNG:

Verlag Weltarchiv GmbH, Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 35 62 500

Anzeigenpreisliste: Nr. 13 vom 1. 7. 1974

Erscheinungsweise: monatlich

Druck: Buch- und Offsetdruckerei Wunsch, 8430 Neumarkt/Opf.