

Sievert, Olaf

Article — Digitized Version

Einspruch gegen Übertreibungen

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Sievert, Olaf (1992) : Einspruch gegen Übertreibungen, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 72, Iss. 9, pp. 455-456

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136919>

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.

Olaf Sievert

Einspruch gegen Übertreibungen

Der gegenwärtige restriktive Kurs der Deutschen Bundesbank ist nicht unumstritten. Wird die Verschärfung der Geldpolitik durch die Entwicklung der Indikatoren gerechtfertigt?

In die Argumente zur Abschirmung des restriktiven geldpolitischen Kurses der Deutschen Bundesbank mischen sich inzwischen mehr und mehr auch solche der Handelsklasse zwei und drei. Das kann angesichts des für das ganze Land überaus bedeutsamen Themas nicht hingenommen werden. Jüngstes Beispiel ist die Klage über die überaus geringe Zinsreagibilität der hochsubventionierten Investitionen in den neuen Bundesländern, die dort eine geldpolitisch kaum beeinflussbare Kreditexpansion mit sich bringe und also die Wirkungsbreite der global ansetzenden Geldpolitik verringere, mit der Folge eines Bedarfs an extrahohen Zinsen als Hebel restriktiver Geldmengensteuerung.

Daraus ist argumentative Verwirrung entstanden, und man hat Anlaß zu verlangen, daß klar bleibt: Eine möglichst starke Expansion der Investitionen im deutschen Osten ist selbstverständlich dringend erwünscht. Sie stellt auch stabilitätspolitisch kein Problem dar. Über den Tag hinaus gesehen trifft sogar das Gegenteil zu. Es ist daher keinesfalls Aufgabe der restriktiven Geldpolitik, möglichst auch diese Ausgaben zu treffen und einzudämmen. Soweit wird die Bundesbank rasch zustimmen. (Die fiskalischen Lasten aus den hohen Investitionen stehen auf einem anderen Blatt. Sie gehen aber nicht in erster Linie die Bundesbank an. Zudem sind Subventionen für Investitionen volkswirtschaftlich immer noch viel billiger als Transferausgaben für Konsumzwecke.) Es bleibt die Frage, ob dann nicht hingenommen werden müsse, daß für kreditfinanzierte Ausgaben im Westen entsprechend höhere Zinsen zu zahlen sind. Die Bundesbank kann ein Argument gut gebrauchen, das zu erklären scheint, warum auf einen mittelstarken inflatorischen Infekt mit einer in Deutschland bis dahin ungekannten Verteuerung des Notenbankkredits geantwortet wird.

Daran ist jedoch nichts zwingend, weder in der konjunkturellen noch in der monetären Analyse. Wir müssen nicht aus stabilitätspolitischen Gründen im Westen deshalb besonders wenig investieren, weil wir im Osten besonders viel investieren. Genug Investitionsgüter kann man in der ganzen Welt kaufen. Und was den stabilitätspolitisch eher problematischen (wenngleich unvermeidlichen) Bauboom im Osten angeht, so entlasten wir dortige Engpässe kaum, wenn wir im Westen weniger bauen.

Die Geldpolitiker irritiert anscheinend auch weniger diese Frage als die der starken Kreditexpansion, die ihrerseits die wichtigste Ursache der unerwünscht starken Geldmengenexpansion ist. Diese Frage ist etwas komplizierter, aber ebenfalls nicht undurchschaubar. Die Investitionen im Westen werden im allgemeinen zum größten Teil aus dem Cash-flow der investierenden Unternehmen selbst finanziert, nur zum geringen Teil mit Krediten oder neu hereingenommenem Eigenkapital. Die Investitionen im Osten hingegen sind unvermeidlicherweise zu einem sehr hohen Teil kreditfinanziert. Sie sind deshalb freilich stabilitätspolitisch gesehen nicht weniger seriös. Selbstverständlich sollten gesamtwirtschaftlich hinter allen Netto-Investitionen normale inländische Ersparnisse (nicht inflationsbedingte Gewinne) stehen – gegebenenfalls Kapitalimport, also importierte Ersparnisse.

Für die monetäre Analyse ist nun folgendes wichtig: Nimmt der Anteil der (aus guten Gründen) stark kreditfinanzierten Investitionen zu, so steigen in entsprechendem Maße die über Banken laufenden Verschuldungsketten, verbunden mit einer Erhöhung des Mittelaufkommens der Banken ebensowohl wie der Ausleihungen. Besonders einfach liegt der Fall, in dem Unternehmen, die ihren aktuellen Cash-flow nicht voll selbst investieren, ihre frei werdenden Mittel über Banken an andere Investoren weiterreichen lassen. Aufgrund der abgeschwächten Investitionskonjunktur im Westen und der stark zunehmenden Investitionen im Osten dürfte der Fall wachsende Bedeutung haben.

Quantitativ noch stärker zu Buche schlagen könnte die Umlenkung der privaten inländischen Ersparnisse. Bis vor wenigen Jahren ging ein erheblicher Teil dieser Ersparnisse – in Höhe der Leistungsbilanzüberschüsse nämlich – ins Ausland. Die Leistungsbilanzüberschüsse sind inzwischen vollständig geschwunden, ja, sie haben sich in Defizite umgewandelt. Schuldner der inländischen Geldvermögensbildung – der privaten Haushalte und Unternehmen – ist insoweit entweder der Staat geworden (entsprechend seiner erhöhten Nettokreditaufnahme) oder der private Investor, jetzt namentlich in den neuen Bundesländern (oder der Schuldner von Konsumkrediten). Im Durchschnitt dürften inländische Banken in die Finanzierungsketten beim Kapitalexport weniger stark eingeschaltet sein als bei der Finanzierung der Ausgabenüberschüsse von Inländern. Soweit das im Zuge dieser strukturellen Änderungen sich erhöhende Mittelaufkommen der Banken im Bereich der Depositen anfällt, die zur Geldmenge M3 zählen (Sichteinlagen, Termingelder, bis unter vier Jahren,

Prof. Dr. Olaf Sievert, 59, ist Direktor des Instituts für empirische Wirtschaftsforschung, Abteilung Struktur- und Regionalforschung, an der Universität des Saarlandes. Er war langjähriger Vorsitzender des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist), ist das Ganze mit einer die Geldpolitik nun irritierenden Aufblähung ihrer Steuergröße verbunden.

Solche Irritation ist unbegründet. Der mit den genannten strukturellen Veränderungen der Finanzierungsvorgänge einhergehende zusätzliche Aufbau von über Banken laufenden Verschuldungsketten und der dazugehörige zusätzliche Aufbau auch von M3-Depositen indizieren nicht von vornherein den Aufbau eines zusätzlichen Liquiditätspotentials der Wirtschaft, das sich früher oder später allemal als Inflationspotential erweisen wird. Sie sind daher hinzunehmen, ohne daß umgehend auf Ausgleich an anderer Stelle zu drängen ist. Bedenken sind noch weniger am Platze als gegen die Tolerierung einer zusätzlichen M3-Expansion im Zusammenhang mit der vieldiskutierten zinsstrukturbedingten Verlagerung eines Teils der Geldvermögensbildung heraus aus der längerfristigen Geldkapitalbildung, hinein in die Bildung von Termineinlagen, die zur Geldmenge M3 zählen. Gegebenenfalls ist später ein Ausgleich nötig, aber auch leicht möglich, sobald sich das Anlegerverhalten normalisiert bzw. sich die veränderten Finanzierungsstrukturen zurückbilden (und von daher die Bruttokreditaufnahme im Verhältnis zum Sozialprodukt wieder sinkt).

Im Grunde geht es bei den strukturellen Veränderungen großenteils um Varianten dessen, was Wolfgang Stützel schon vor Jahrzehnten unter dem Namen Spreizeffekt in die monetäre Analyse eingeführt hat. Von Spreizeffekt sprach er, wenn in der Volkswirtschaft die Bruttokreditaufnahme im Verhältnis zum Sozialprodukt zunimmt, weil die Summe der Einnahmenüberschüsse und die Summe der Ausgabenüberschüsse der Wirtschaftssubjekte zunehmen – und infolgedessen der Bedarf an über Banken laufenden Verschuldungsketten –, sobald sich die Wirtschaft weniger „gleichschrittig“ entwickelt als bisher.

Notabene: Das Konzept der konsequent mittelfristig orientierten Geldmengensteuerung ist wohlbegründet. Und damit man bei dessen Anwendung nicht den Boden unter den Füßen verliert, ist auch eine beträchtliche Robustheit gegenüber allen möglichen kleineren „Sonderfaktoren“ nötig. Wer Inflation vermeiden will, braucht solche Robustheit. Geld muß knapp sein. Aber: Jede Geldmengensteuerung bedeutet nun einmal, daß man sich für die Steuerung eines mehr oder weniger willkürlich bestimmten Ausschnitts des gesamten monetären Systems – bei uns die Geldmenge M3 – entscheidet. Solche Willkür und Ausschnitthaftigkeit ist gerechtfertigt, weil wir über den Tag hinaus eine beträchtliche Konstanz der Strukturen in der monetären Sphäre annehmen dürfen. Wer unter solchen Bedingungen einen Ausschnitt richtig steuert, steuert das ganze System richtig. Allmählichen dauerhaften Veränderungen der Strukturen trägt man Rechnung, indem man bei der Bemessung des Geldmengenziels einen Trend in der sogenannten Umlaufgeschwindigkeit des Geldes berücksichtigt. Doch gefeilt ist man nicht vor unerwarteten Sonderentwicklungen auch gravierender Art. Deshalb muß man selbst als konzeptgetreuer

Geldpolitiker Herr des Verfahrens bleiben, sollte nicht Knecht strenger Formelhaftigkeit werden. Die Bundesbank hat diese Einsicht in den beiden hinter uns liegenden Jahrzehnten des öfteren in Anspruch genommen. Zeigt sie aber auch gegenwärtig die richtige Mischung von Unbeirrtheit im Ziel und Souveränität im Einsatz der Mittel?

Ohne Frage wird die Rezession, auf die wir zugehen, ihre Hauptursache in den stabilitätswidrigen Lohnerhöhungen der Jahre 1991 und 1992 haben, nicht in einem Mangel an Geld, den die Bundesbank zu vertreten hat. Eine stabilitätsgerechte Geldmenge kann und soll nicht reichen für die Finanzierung zugleich der Überwälzung stabilitätswidriger Lohnsteigerungen und einer normalen Ausweitung der Produktion. Aber das Ganze der Geschichte wird dies womöglich nicht sein.

Keine Frage ist auch, daß die Inflationsrate wieder herunter muß, allmählich versteht sich. Dreieinhalb Prozent Geldwertschwund im Jahr sind zuviel, wenngleich vor drei Jahren jedermann – auch jeder Nationalökonom – für ausgeschlossen gehalten hätte, daß man binnen kurzem fast vierhundert Milliarden D-Mark zusätzliche staatliche Transfers haben kann und die Inflationsrate dabei nur von reichlich zweieinhalb (1989) auf knapp dreieinhalb Prozent (heute) erhöht (den einmaligen Preisniveaueffekt der Steuererhöhungen beiseite gelassen). Hier ist einmal ein bißchen Staunen nötig, nicht bloß immer die Attitüde der Empörung. Die Welt der Kapitalmärkte glaubt uns unseren ungebrochenen Stabilitätswillen auch durchaus, wie man an der Entwicklung der langfristigen Zinsen ablesen kann. Sie wird diesen Glauben nicht verlieren, wenn wir die Aufgabe etwas weniger hastig angehen.

Die Vertreter der Wirtschaft geben der Bundesbank mit allerlei flagellantischem Beiwerk Sukkurs. Das scheint aller Ehren wert. Aber wir laufen Gefahr, eine Volkswirtschaft, die noch immer vor beispiellosen Herausforderungen steht und eine Rezession, verdammt noch mal, überhaupt nicht gebrauchen kann, in beispielloser Ungeduld zur Stabilität zurückzuprügeln, und wir berufen uns bei dieser Ungeduld in erster Linie auf ein Geldmengenziel, das wir zu niedrig festgelegt haben, und auf eine Geldmengengröße, deren Indikatorqualität aus mehr als einem Grunde temporär – nicht dauerhaft – beeinträchtigt erscheint. Mit diesem Problem des Indikators der Geldpolitik kann man umgehen, ohne dessen Beckmesser zu sein, und gleichwohl seine Glaubwürdigkeit bewahren.

Hinzu kommt, daß wir unsere Ungeduld und unsere Irrtümer nicht nur national, sondern auch international zu verantworten haben. Wir machen die Geldpolitik für ganz Europa. Die Partnerländer können erwarten, daß wir die deutschen Stabilitätsprobleme mit fester Hand, aber ohne unziemliche Ungeduld angehen. Antiinflationische Übertreibungen sind selten, aber es gibt sie. Wer glaubt, gegenwärtig eigneten sie sich gut, anderen Ländern doch noch die Lust an der Europäischen Währungsunion zu nehmen, der möge in sich gehen und die Schäden bedenken.