

Der Zins, das Potential und der Aufschwung

Zur geldpolitischen Konzeption des Sachverständigenrates

Gerhard Maier-Rigaud, Bonn*

Die Erfolge des Monetarismus sind unübersehbar. Allerdings sollte man sie nicht auf dem Felde der praktischen Wirtschaftspolitik suchen und nicht an gesamtwirtschaftlichen Zielen messen. Seine Erfolge liegen woanders. Es ist ihm gelungen, zur beherrschenden Theorie der Politik der wichtigsten Zentralbanken zu werden, die Geldpolitik von der Verantwortung für die Rezession freizusprechen und die Auffassung zu stärken, für mehr Wachstumsdynamik zu sorgen sei nicht Aufgabe der Geldpolitik. In der größten Rezession seit 50 Jahren wird von der Geldpolitik schlicht nichts anderes als Konjunkturalneutralität verlangt¹. Das müßte die Wissenschaft in der sich weiter verschärfenden Krise eigentlich herausfordern. Kritische Stimmen zur Geldpolitik sind allerdings Mangelware. Ist die Geldpolitik so angelegt, daß es zu einer Verbesserung der wirtschaftlichen Lage kommen kann?

In seinem neuen Gutachten hat der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung seine geldpolitische Konzeption – die im großen und ganzen auch der geldpolitischen Praxis zugrundeliegt – weiter präzisiert. Dies schafft die Basis für eine kritische Auseinandersetzung, ohne allzusehr Gefahr zu laufen, nur die eigenen Vorstellungen über diese Konzeption zum Gegenstand der Kritik zu nehmen.

Die Empfehlung des Rates für eine mittelfristige potentialorientierte Geldmengenpolitik hat ihren Ausgangspunkt im Eingeständnis unvollkommener Kenntnis der kurzfristigen Zusammenhänge zwischen Änderungen der Geldmenge und nachfolgenden Änderungen der Beschäftigung und des Preisniveaus sowie der daraus abgeleiteten Befürchtung, daß eine kurzfristige Variation der Geldmenge zur Verstärkung konjunktureller Bewegungen beiträgt. Eine mittelfristige Verstärkung der Geldmengenentwicklung will solche Unwägbarkeiten vermeiden. Sie zielt auf die verlässlicheren mit-

telfristigen Wirkungen, auf das Preisniveau². Konjunkturalneutral ist ein Anstieg der Geldbasis mit einer Rate, „die dem Wachstum des Produktionspotentials zuzüglich der dauerhaft als unvermeidlich anzusehenden Inflationsrate entspricht“³. Allerdings sind zyklische Schwankungen der Beschäftigung und des Auslastungsgrades des Produktionspotentials nicht ausgeschlossen, auch wenn die Zuwachsraten der Geldmenge einem mittelfristigen Pfad folgt. Es bleibt dem Wirtschaftssystem ein Rest von zyklischer Bewegungsfreiheit um den Potentialtrend. Monetär gespeist wird dieser Zyklus von den Veränderungen der Kassenhaltung, statistisch abgebildet in der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes⁴. Sinkt die gesamtwirtschaftliche Aktivität unter den Trend des Potentialwachstums einschließlich des als kurzfristig unvermeidbar angesehenen Preisniveauanstiegs, so entsteht ein Überschußangebot an Geld. Dieses drückt auf den Zins, die Kassenhaltung wird ausgedehnt, die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes nimmt ab. Durch den niedrigen Zins werden Investi-

* Ich habe die Grundgedanken dieses Aufsatzes so oft mit Heiner Flassbeck diskutiert, daß ich nicht mehr sagen kann, was von ihm und was von mir ist.

¹ Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR), Jahresgutachten (JG) 1982/83, Ziff. 143 und 244.

² Vgl. SVR, JG 1974/75, Ziff. 376 ff.

³ Ebenda, Ziff. 394.

⁴ „Konjunkturelle Bewegungen, d. h. Schwankungen im Auslastungsgrad des Produktionspotentials, haben . . . ihr monetäres Gegenstück in den Schwankungen der mittleren Kassenhaltungsdauer.“ SVR, JG 1975/76, Ziff. 402.

Dr. Gerhard Maier-Rigaud, 42, ist Referent im Bundesministerium für Wirtschaft. Er gibt seine persönliche Meinung wieder.

tionen angeregt und vermehrt Güter nachgefragt. Im Verlauf des Aufschwungs, d. h. bei Zuwachsraten, die über dem Potentialtrend und damit über dem Geldmengewachstum liegen, wird das Überschußangebot an Geld allmählich absorbiert. Schließlich steigt der Zins und mit ihm wird die Kassenhaltung rationalisiert. Bei weiterhin konsequenter Potentialorientierung der Zentralbankgeldmenge stößt die konjunkturelle Expansion schließlich an monetäre Schranken. Der Abschwung beginnt⁵.

Dieses Finanzierungsmuster von Konjunktur und Trend paßt nun allerdings seit über zwei Jahren nicht mehr zur wirtschaftlichen Realität. Wäre es richtig, so hätte ein Geldangebotsüberschuß entstehen *müssen* und die Zinsen wären gefallen. Sie hätten sogar so weit fallen müssen, bis von der Zinsseite her die Bedingungen für einen neuen Aufschwung geschaffen worden wären. Das Zinsniveau ist aber hoch geblieben. Offensichtlich kann dieses Phänomen innerhalb des geldpolitischen Grundmusters des Rates nicht erklärt werden. Zu fragen ist, welche Erklärungen dieser Anomalie plausibel sind. Denn aus falschen Erklärungen kann eine erfolgreiche wirtschaftspolitische Strategie des Aufschwungs nicht abgeleitet werden.

Schwachstellen

Der Rat ist in seinem neuesten Gutachten auf die Frage eingegangen, ob der Potentialtrend und damit die an ihm orientierte Geldmengenausweitung in den letzten Jahren zu stark nach unten korrigiert worden ist⁶. Dies würde nämlich erklären, weshalb sich ein Geldüberschußangebot trotz unterausgelasteter Kapazitäten überhaupt nicht bilden konnte und der Zins hoch blieb. Geldmangel als Erklärung für das hohe Zinsniveau wird vom Sachverständigenrat jedoch abgelehnt. Einen empirischen Anhaltspunkt dafür sieht er in der Entwicklung der Relation zwischen Produktionspotential und Zentralbankgeldmenge. Danach wird die Geldversorgung der Wirtschaft in diesem Jahr voraussichtlich wieder einen Grad erreichen wie im Durchschnitt der letzten zehn Jahre, jedenfalls keine Unterversorgung wie nach 1974. Der Abstand zwischen der Umlaufgeschwindigkeit und der Relation Potential/Zentralbankgeldmenge ist nach Ansicht des Rates so gering, daß für ein normal ausgelastetes Produktionspotential nur ein geringes Mehr an Produktion je Einheit Zentralbankgeldmenge zu finanzieren wäre⁷. Dieser empirische Befund schließt zwar

eine mögliche geringe Unterversorgung der Wirtschaft nicht aus, er ist aber für den Rat kein Hinweis auf einen falsch berechneten Potentialtrend und keine Erklärung des hohen Zinsniveaus.

Diese Argumentationslinie des Rates hat mehrere Schwachstellen. Sie liegen im Rückgriff auf in der Vergangenheit erreichte Werte der (potentiellen) Umlaufgeschwindigkeit bei ganz anderen Zinsen und konjunkturellen Situationen als heute sowie in der Nichtberücksichtigung der Bewegungsrichtung der Umlaufgeschwindigkeit seit 1980. Vor allem aber wird die „Richtigkeit“ des unterstellten Potentialtrends nicht gezeigt, sondern bloß angenommen. Das geschätzte Potential mag mit der vorhandenen, aus dem geschätzten Potential abgeleiteten Zentralbankgeldmenge finanzierbar sein, ob es deshalb schon „richtig“ geschätzt wurde, steht auf einem anderen Blatt. Exakt dies aber wollte der Rat beweisen.

Das Finanzierungsmuster von Konjunktur und Trend sagt nichts darüber aus, ob der Trend stimmt. Geldangebotsüberschüsse und Geldmangel können bei jedem beliebigen Trend entstehen, bei jedem beliebigen Niveau der gesamtwirtschaftlichen Aktivität.

Deflationsdruck

Ein weiteres Argument des Rates gegen den Vorwurf eines „Fehlbetrages“ in der Geldversorgung stützt sich auf die Flexibilität des Preisniveaus. Auf mittlere Sicht, also über einen Zeitraum von mehreren Jahren, paßt sich nach Auffassung des Rates die Volkswirtschaft an den vorhandenen Geldbestand an. Selbst wenn die Basis zu Beginn eines streng am Wachstum des Produktionspotentials orientierten Kurses falsch gewählt worden sei, könne es so gesehen nicht selbstverständlich sein, über eine Reihe von Jahren einen Fehlbetrag oder Geldüberhang zu ermitteln⁸.

Diese Aussage setzt eine ganz bestimmte Art potentialorientierter Geldmengensteuerung voraus; eine tatsächlich streng mittelfristig orientierte in dem Sinne, daß sie einer auf Jahre im voraus festgelegten Entwicklung des nominalen Produktionspotentials folgt. Ist der Potentialpfad richtig, so könnte eine möglicherweise falsch gewählte Basis vom Wirtschaftssystem allmählich verarbeitet werden. Ob solche Anpassungsprozesse allerdings nur über Preise ablaufen würden, bleibt zweifelhaft. So jedoch, wie Geldmengensteuerung praktisch betrieben wird, ist eine fortschreitende Neutralisierung einer einmal falsch gewählten Basis über die Flexibilität

⁵ Vgl. insgesamt dazu die Ausführungen des Sachverständigenrates im JG 1974/75, Ziff. 375 ff.

⁶ Zur erkenntnislogischen Kritik am Potentialkonzept vgl. G. M a i e r - R i g a u d : Die Fiktion vom Produktionspotential, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 62. Jg. (1982), H. 7, S. 357 ff.

⁷ Vgl. SVR, JG 82/83, Ziff. 151 und Schaubild 26.

⁸ Vgl. ebenda, Ziff. 151.

des Preisniveaus nicht möglich. Dies liegt daran, daß bei der jährlichen Festlegung des Geldmengenziels der unvermeidbare Preisniveauanstieg berücksichtigt wird. Anpassungsprozesse des Wirtschaftssystems in Form von Stabilitätsfortschritten werden von der Geldpolitik Jahr für Jahr „honoriert“ mit einem Abschlag beim Geldmengenzuwachs. Eine einmal „zu gering“ bemessene Geldmenge kann somit die Wirtschaft nie mehr abfangen. Der Deflationsdruck wird immer von neuem erzeugt. Er hört selbst dann nicht auf, wenn die Preise fallen, denn dafür müßte beim jährlichen Geldmengenziel ebenfalls ein Abschlag gemacht werden. Zwar wäre dies offensichtlich nicht vernünftig, es folgt aber aus der Logik der jährlich am nominalen Produktionspotential orientierten Geldmengensteuerung. Weicht man davon ab und weitet die Geldmenge wieder stärker aus oder senkt sie weniger stark, so entsteht Inflation. Dies wäre jedenfalls die Konsequenz innerhalb der monetaristischen Theorie⁹. Überflüssig ist daher eine „Vorstellung davon, welche Zentralbankgeldversorgung zu einer Normalauslastung der Produktionskapazitäten paßt“, keineswegs¹⁰.

Das neutrale Geld

Die These von der mittelfristigen Anpassung der Volkswirtschaft an den vorhandenen Geldbestand ist auch in anderer Hinsicht bemerkenswert. Wenn konjunkturneutrale Geldpolitik kurzfristige inflationäre oder deflationäre Impulse vermeiden will, wie kann sie dann mittelfristig ablaufende Anpassungsprozesse über das Preisniveau zur Entschuldigung für eine möglicherweise falsch gewählte Basis der Geldmengensteuerung heranziehen? Wie soll sie unterscheiden können zwischen kurzfristigen und mittelfristigen inflationären (deflationären) Impulsen? Der Rat stellt auch im neuen Gutachten wieder Überlegungen an, ob und inwieweit beispielsweise eine aus außenwirtschaftlichen Gründen erfolgte Abweichung vom Potentialpfad kompensiert werden sollte. Die Schwierigkeiten tauchen dabei schon auf bei der Einschätzung der Politik der vergangenen zwei Jahre einschließlich der Sonderbewegungen in einzelnen Quartalen. Sie setzen sich fort bei der Frage, ob die Geldpolitik nicht bereits irreversible Wirkungen in Gang gesetzt hat, so daß ein Korrekturbedarf nicht besteht. Wo sind die Kriterien und die nachvollziehbaren Urteile? Wieviel Jahre müssen in die Kompensationsüberlegungen einbezogen werden? Es zeigt sich, das Konzept der konjunkturneutralen Geldmen-

gensteuerung verliert schnell seinen vermeintlich objektiven Charakter, wenn man sich daran macht, diese Fragen beantworten zu wollen¹¹.

Noch größere Schwierigkeiten bereitet die völlig unterschiedliche Einschätzung der kurz- und mittelfristigen Wirkungen der Geldpolitik durch den Rat. Was kurzfristig als restriktiv gilt, wird mittelfristig über die Anpassung des Preisniveaus neutralisiert oder, um es deutlicher zu machen, eine deflatorisch wirkende Geldmengenpolitik verliert allmählich – hält man sie nur lange genug durch – ihren deflatorischen Charakter. Die Ursache dieser Konfusion liegt in der unkritischen Verwendung des Gleichgewichtskonzeptes in der neoklassischen Analyse. Danach wird eine monetäre Störung durch rein monetäre Anpassungen verarbeitet, bis letztendlich das frühere Gleichgewicht wiederhergestellt ist. In diesem Sinne ist aber die Neutralität der Geldpolitik nichts anderes als ein Axiom der „reinen Ökonomie“¹². Es auch für die kurze Frist anzunehmen – so unrealistisch ist der Rat nicht. Nur, Verbindungslinien zu ziehen zwischen dem kurzfristigen Einfluß der Geldpolitik und der Annahme ihrer langfristigen Neutralität, kann logisch nicht gelingen. Es gibt keinen *Zeitpunkt*, von dem ab die Analyse von Ungleichgewichtsprozessen ersetzt werden müßte durch die statische Gleichgewichtsbetrachtung.

Diese methodische Inkonsistenz des Rates muß auch ohne Rückgriff auf die umfangreiche Literatur über die Neutralität des Geldes auffallen. Es ist ja nicht so, daß der Rat schlechthin die Wirkungen der Geldversorgung auf Preisniveauvariationen beschränkt. Dies wird deutlich an der Begründung für den unvermeidbaren Preisanstieg und an vielen Formulierungen in den Gutachten der letzten Jahre¹³. Wenn aber die Geldversor-

¹¹ Wie sehr subjektive Schätzurteile eine Rolle spielen, zeigen die Ausführungen des Rates im JG 1982/83, Ziff. 147. Interessant in diesem Zusammenhang ist ein Vergleich der Zielvorstellungen des Rates (bzw. des Zielkorridors der Bundesbank) mit der tatsächlichen Entwicklung der Geldmenge seit 1980. Danach hätte die im Herbst 1982 vorhandene Geldmenge bereits ein Jahr früher erreicht werden müssen. Hätte die Bundesbank 1980 und 1981 jeweils den oberen Rand des Zielkorridors realisiert, so wäre die erst im 3. Quartal 1982 erreichte Geldmenge bereits ein Jahr früher vorhanden gewesen. Das sind Abweichungen in der Größenordnung der für 1983 empfohlenen Geldmengenausweitung.

¹² Vgl. F. A. v. Hayek: Preise und Produktion, Wien 1976 (Reprint), S. 119. Hintergründe der heutigen geldpolitischen Vorstellungen treten deutlich hervor, wenn man dieses Werk von v. Hayek und die Rolle, die er dem Geld für den Wirtschaftsprozess zumißt, vergleicht mit der Auffassung Schumpeters in dessen „Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung“.

¹³ So im JG 1974/75, Ziff. 376: „Gewiß ist, daß auch im konjunkturellen Abschwung, selbst wenn die Geldversorgung reichlich ist, die weitere Vermehrung der Geldmenge irgendwann über einen auch noch so lockeren Transmissionsriemen die Produktion wieder ankurbeln würde.“ JG 1981/82, Ziff. 196: „Unsere Möglichkeiten, die güterwirtschaftlichen Wirkungen expansiver monetärer Impulse zu nutzen, also die Wirkungen auf Produktion und Beschäftigung, die inflatorischen aber zu vermeiden, sind erfahrungsgemäß unzureichend.“

⁹ „Würde die Deflation so weit getrieben, bis die letzte Note aus dem Verkehr gezogen wurde, so würde es 'Inflation' sein, wenn man sie wieder in Verkehr setzte.“ Wilhelm Röpkke: Krise und Konjunktur, Leipzig 1932, S. 22

¹⁰ SVR JG 82/83 Z. 151.

gung kurzfristig einen Einfluß auf die Beschäftigung hat, dann ist erklärungsbedürftig, wie er sich im Zeitablauf zur Neutralität wandelt. Konkret, wie kann sich die restriktive Wirkung einer Geldpolitik auf Beschäftigung und Wachstum jemals wieder kompensieren? Angenommen, die Geldpolitik habe im Verlauf von drei Jahren ein reales Wachstum von 5 % verhindert und wollte nun versuchen, durch ein zusätzliches Geldmengenwachstum diesen „Verlust“ wieder hereinzuholen. Wie sollte dies vor sich gehen? Kompensiert werden kann selbstverständlich die Geldmenge, so daß im mehrjährigen Durchschnitt ihre Wachstumsrate vorstellungsgerecht hoch ist. Ökonomisch jedoch gibt es keine Kompensation. Das reale Wachstum von 5 % ist unwiederbringlich verloren. Die Arbeitslosen waren arbeitslos, und niemand kann das Rad der Zeit zurückdrehen und die Arbeitslosigkeit gleichsam *ex post* beseitigen. Keynes hat mit seinem berühmt gewordenen – und heute in polemischer Weise gegen ihn verwendeten – „in the long run we are all dead“ nichts anderes angegriffen als eben die Zeitlosigkeit der klassischen Gleichgewichtsvorstellung. Leider ist diese Einsicht vielen Neoklassikern verschlossen geblieben, so daß es heute immer noch möglich ist, eine Wirtschaftspolitik zu empfehlen, die den Faktor Zeit durch Termini wie „langfristig“ oder „auf Dauer“ eliminiert. In der Unendlichkeit des Gleichgewichts werden wir alle Probleme gelöst haben. Morgen und übermorgen steigt allerdings die Arbeitslosigkeit weiter. Das Konzept der konjunkturalneutralen Geldpolitik ist keine Frage der virtuosen Geldmengensteuerung und keine Antwort auf die Probleme von heute, sondern in hohem Maße eine Folge des Irrtums der neoklassischen Theorie.

Aufschwung und Trend

Kehren wir zu der Aufgabe zurück, die uns unübersehbar die weltweit sich weiter verschärfende Rezession stellt. Anerkannt ist, daß zur Lösung der bestehenden und kommenden Arbeitsmarktprobleme höhere Investitionssteigerungen notwendig sind als in den vergangenen (zehn) Jahren. Das Potential muß daher stärker steigen als in den letzten Jahren und wesentlich stärker, als heute von der Wissenschaft und den wirt-

schaftspolitischen Entscheidungsträgern für die kommenden Jahre für realisierbar gehalten wird. Wir müssen also, *wie auch immer*, auf einen höheren Trendpfad¹⁴. Dies kann aber von dem allgemein angenommenen Trend aus nur durch einen (oder mehrere) starken Aufschwung erreicht werden.

Wie groß er sein wird, darüber können Potentialschätzungen keine Auskunft geben. Alle verfügbaren Informationen betreffen nur früher erreichte Wachstumsraten und frühere ökonomische Konstellationen einschließlich der von der Wirtschaftspolitik insgesamt gesetzten Bedingungen. Für in die Zukunft gerichtete Potentialschätzungen fehlen solche Informationen. Sie einfach anzunehmen und daraus Potentialschätzungen abzuleiten, heißt eben nicht nur eine gesamtwirtschaftliche Prognose zu machen, sondern eine gesamtwirtschaftliche Norm vorzugeben. Aber abgesehen davon, es geht jetzt nicht um die Schätzung eines mittelfristigen Trends, sondern um die Schaffung von Bedingungen für einen Aufschwung. Darauf kommt es zuerst und vorrangig an. 1990 mag man nachträglich einen Trend legen und sehen, ob das Produktionspotential mit 2,5 oder 10 % gewachsen ist¹⁵. Eines ist aber heute völlig sicher, wird das Geldmengenwachstum weiterhin an der alten Potentiallinie orientiert, so kann das für einen kräftigen Aufschwung notwendige Geldüberschußangebot nicht gebildet werden. Die Geldversorgung reicht nur aus, um die Wirtschaft auf dem vorgegebenen Trend zu halten. Ein höherer Trend kann *nie* erreicht werden. Daß es dennoch anders sein könnte, versucht der Rat plausibel zu machen¹⁶.

Wenn es – so der Rat – zu einer wirtschaftlichen Erholung kommt und der Zuwachs des Sozialprodukts größer ausfällt, als dem Wachstum des Produktionspotentials entspricht, so wird es finanziert durch eine steigende Umlaufgeschwindigkeit. Und erst wenn das Produktionspotential selbst wieder schneller wächst, dann soll die Geldmenge entsprechend ausgedehnt werden. Dies ist nun keine Erklärung des Aufschwungs, sondern nur seine höchst lückenhafte Beschreibung. Das zu Erklärende, nämlich das Ingangkommen des Aufschwungs, also das zu lösende Problem, wird ausgeklammert. Erstaunlich ist an dieser Beschreibung der Finanzierung eines Aufschwungs das Fehlen jeglichen Hinweises auf den Zins. Das wäre nur dann zu entschul-

¹⁴ Dies ist kein Plädoyer für eine rigorose Wachstumspolitik, die auf eine phantasielose Vermehrung von Verkehrswegen, großtechnischen Anlagen und „gadgets“ der Konsumwelt hinausläuft. Ein kräftiger Aufschwung gerät nicht in Konflikt mit einem sich immer nur allmählich vollziehenden Wertewandel der Gesellschaft. Ebenso wenig kann aber die pathologische konjunkturelle Situation mit einem Wertewandel erklärt werden. Sie ist auf wirtschaftspolitische Fehlsteuerung zurückzuführen und daher auch mit wirtschaftspolitischen Mitteln zu beseitigen. Wenn aufgrund eines Wertewandels die natürliche Wachstumsrate langsamer steigt, so vollzieht sich das über mehrere Zyklen hinweg. Zu wirtschaftspolitischem Handlungsbedarf führt eine solche Entwicklung nicht. Es gibt keinen ökonomischen Grund, sie zu behindern.

¹⁵ Die von den wirtschaftswissenschaftlichen Instituten in der Gemeinschaftsdiagnose vom Herbst 1982 angedeutete Distanz zum strengen Potentialkonzept reicht keinesfalls aus, weil die Institute mit ihrem Vorschlag der Orientierung am potentiellen Potential innerhalb des Denkschemas des Monetarismus bleiben. Der Sachverständigenrat konnte es sich daher leicht machen und diese Variante rein semantisch abfangen. Vgl. SVR, JG 1982/83, Ziff. 152.

¹⁶ Vgl. SVR, JG 1982/83, Ziff. 249.

digen, wenn die Geldpolitik tatsächlich, wie der Rat annimmt, nicht für den Zins verantwortlich wäre. Dann hätte sie nur die mengenmäßige Finanzierung sicherzustellen, der Preis des Geldes, der Zins, würde von ganz anderen ökonomischen und außerökonomischen Faktoren und Verhaltensweisen bestimmt werden.

Zinserklärungen

Nicht nur vom Sachverständigenrat, allgemein wird heute die Vorstellung vertreten, der Zins sei so hoch wegen des fehlenden Vertrauens, der großen Unsicherheit in der Wirtschaft und wegen der Furcht vor den Folgen rasant steigender Staatsschulden. Wie tragfähig sind diese Erklärungen? Nach dem eigenen Konzept des Rates *muß* es seit 1980 ein Überschußangebot an Geld geben. Der Zins aber sinkt nicht, weil die Kreditgeber eine hohe Risikoprämie verlangen¹⁷. Eine hohe Risikoprämie verlangen, heißt noch nicht, sie auch zu erhalten. Risiken haben in der Rezession beide Seiten des Marktes zu tragen. Nur, die Kreditnehmer werden sie zum Anlaß für einen Risikoabschlag beim Zins nehmen. Insgesamt kann daraus keine zinstreibende Tendenz abgeleitet werden. Eine andere häufig angebotene Erklärung für die hohen Zinsen bezieht sich auf die Beanspruchung des Kapitalmarktes zur Finanzierung staatlicher Defizite. Wäre diese Erklärung richtig, hätten also die öffentlichen Haushalte das gesamte Geldüberschußangebot bei sogar steigenden Zinsen absorbiert, so hätten wir Aufschwung, nicht Rezession¹⁸.

Dem Geheimnis der hohen Zinsen kommt man so offensichtlich nicht näher. Gehen wir also zurück zur ökonomischen Theorie. Nach klassischer Vorstellung sinkt in der Rezession der Zins, weil das angebotene Sparkapital die Kreditnachfrage der Investoren übersteigt. Der so gesunkene Zins schafft die Bedingung für wieder mehr Investitionen. Keynes hat gezeigt, daß dieser Mechanismus den Zins nicht in jedem Falle weit genug senkt, um Investitionen anzuregen. Ist nämlich die Liquiditätspräferenz ausgeprägt hoch, so kann selbst eine starke Geldmengenausweitung durch die Zentralbank den Zins nicht weiter senken. Wenn daher vom Rat behauptet wird, auch eine expansive Geldmengenspolitik könne den Zins nicht senken, so muß er eine exorbitant hohe Liquiditätspräferenz unterstellen. Dies beim gegenwärtigen Zinsniveau anzunehmen, ist weit entfernt von Keynes' Erklärung. Wäre es dennoch richtig, so gäbe es vom Zins her in der Tat keine Möglichkeit, den Aufschwung in Gang zu setzen. Der einzige verblei-

bende Weg aus der Krise wäre staatliches „deficit spending“ über zusätzliche Notenbankkredite.

Für die hartnäckig hoch bleibenden Zinsen gibt es nach allem nur eine Erklärung: Die Geldpolitik ist dem alten Trend nicht gefolgt und hat somit ein Geldüberschußangebot nicht zustande kommen lassen. Sie *muß* einen neuen, niedrigeren Trend als Basis der Geldmengenausweitung verwendet haben. Ein Geldüberschußangebot kann sich erst wieder bilden, wenn die Wachstumsraten des Sozialproduktes unterhalb dieses neuen, noch flacheren Trends der Geldmengenversorgung liegen.

Nachfinanzierung des Aufschwungs

Die gegenwärtig praktizierte Potentialorientierung verhindert nicht nur den allgemein als notwendig erachteten Aufschwung zur Erreichung eines höheren Trends, sie verhindert auch einen Aufschwung, der die Wirtschaft in etwa wieder auf das Aktivitätsniveau von vor der Rezession bringen könnte. Es muß daher wohl doch so sein, daß „die geldpolitische Restriktion selbst . . . in den letzten Jahren das Wachstum des Produktionspotentials gedrosselt (hat), und dieses unzureichende Wachstum . . . nun als Grundlage (dient) für die Bemessung der konjunkturneutralen Expansion in der Zukunft, die solchermaßen vorerst nicht konjunkturneutral (wirkt), sondern die Restriktion (fortsetzt)“¹⁹. Bleibt man bei der bisherigen Potentialorientierung der Geldmengenspolitik, so müßte ein – wie auch immer initiiertes – Aufschwung nach der Vorstellung des Sachverständigenrates unter folgenden monetären Bedingungen ablaufen. Zur Finanzierung der steigenden gesamtwirtschaftlichen Aktivität wird mehr Geld nachgefragt. Da die Geldangebotspolitik nicht reagiert, geht dies nur über eine steigende Umlaufgeschwindigkeit. Daß mindestens gleichzeitig auch die Zinsen steigen müssen, dürfte auch vom Rat nicht in Abrede gestellt werden. Wenn es schließlich, nachdem die Zinsen ausgehend vom unbestritten jetzt schon hohen Zinsniveau weiter gestiegen sind, zu einer kräftigen Zunahme der Investitionen kommt, dann erst wäre nach Auffassung des Rates der Zeitpunkt gekommen, „auch die Basisgröße einer potential-orientierten Geldpolitik wieder höher anzusetzen“²⁰. Eine Art Nachfinanzierung des Potentialwachstums zu empfehlen, kann nur mikroökonomischer Denkweise entspringen und würde bedeuten, einen Aufschwung bei steigenden Zinsen in Gang setzen zu wollen. Es wäre der Versuch, gegen das mächtige ökonomische Kalkül anzurennen, das die Marktwirt-

¹⁷ Vgl. SVR, beispielsweise im JG 1982/83, Ziff. 149 und 250.

¹⁸ Dieses Argument findet sich zuerst bei H. F l a s s b e c k : Was ist Angebotspolitik?, in: Konjunkturpolitik, Heft 2/3 (1982), S. 134. Vgl. auch Kurt R i c h e b ä c h e r s Analyse Nr. 113, S. 4 (20. 8. 1982).

¹⁹ SVR, JG 1982/83, Ziff. 148.

²⁰ Ebenda, Ziff. 249.

schaft beherrscht und zu ihrem Wesen gehört: das Bestreben jedes einzelnen, innerhalb eines gegebenen Rahmens seinen ökonomischen Vorteil zu realisieren. Solange der Geldzins über der Rentabilität von Investitionen liegt, steht das Ergebnis dieses Kalküls immer gegen einen Aufschwung. Lapidar stellt der Rat fest: „Das alles kann heißen, daß die gesamtwirtschaftliche Produktion erst einmal sinken muß, bevor sie wieder steigen kann“²¹. Dies kann nicht nur so sein, es *muß* so sein. Zuerst muß sich über eine weitere Absenkung des Niveaus der gesamtwirtschaftlichen Aktivität ein neues Geldpolster bilden können, dann ist wieder Spielraum für sinkende Zinsen. Wenn aber das Potential und mit ihm die Geldmenge nur rasch genug angepaßt werden, kann es auch zu einem solchen Aufschwung nie kommen, was immer wirtschaftspolitisch unternommen werden mag.

Mengen- oder Preissteuerung?

Niedrige Zinsen sind der Schlüssel zur wirtschaftlichen Erholung. „Es ist vielleicht nicht zu viel gesagt, wenn man behauptet, daß die Bedeutung, die ein Nationalökonom dem Zins als Regulator der wirtschaftlichen Entwicklung beimißt, vielleicht das beste Kriterium für seine theoretische Einsicht ist.“²² Gerade Monetaristen sollten dieses Kriterium anerkennen. Die Analyse der Sachverständigen ist aber in bezug auf die Rolle des Zinses nicht konsistent. Sie muß sogar zwangsläufig widersprüchlich sein, denn zwischen dem Konzept der konjunkturneutralen Geldmengensteuerung und der Zinspolitik – wie sie vor 1973 noch selbstverständlich war – gibt es keine Gemeinsamkeiten. Der Versuch, sie zu konstruieren, führt zur Konfusion. Entweder man steuert die Geldmenge potentialorientiert und ist gleichmütig gegenüber dem sich ergebenden Zinsniveau oder man betreibt pragmatisch eine der konjunkturellen Situation angemessene Zinspolitik und ist gleichmütig gegenüber der dafür erforderlichen Geldmenge. Die Gleichmut auch des Rates hat Grenzen. Noch im Jahresgutachten von 1974/75 war für ihn das Zinsniveau keine Größe, an der Stärke und Wirkungsrichtung der Geldpolitik abgelesen werden können²³. In seinem neuesten Gutachten dagegen werden die in den Vereinigten Staaten aus der knappen Geldversorgung resultierenden hohen Zinsen als Ursache für die anhaltende Rezession auch in Europa angesehen²⁴. Hohe Zinsen mitten in der Rezession sind „das fatale Signum“ der

weltwirtschaftlichen Situation²⁵. Die konsequente Therapie, nämlich eine Geldangebotsausweitung für eine durchgreifende Zinssenkung, kann der Rat aber nicht empfehlen, ohne sein geldpolitisches Konzept von Grund auf zu verwerfen. So klammert er sich an einen Zinssenkungsprozeß, der ausgehen soll von neuem Vertrauen, und betont gleichzeitig, durch die Hergabe von einigen Milliarden Mark Zentralbankgeld allein könne kein niedrigerer Zins *auf Dauer* (?) gesichert werden²⁶. „Mangel an Geld braucht man als letzte Ursache bei der Erklärung der noch immer hohen Zinsen . . . nicht.“²⁷

Hoher Preis für späte Einsicht

In einem hat der Rat sicher recht, sinkt die Inflationsrate, so könnten auch die Zinsen sinken. Die Frage ist freilich, ob eine aus Stabilitätsfortschritten kommende Zinssenkung einen wenigstens bescheidenen Aufschwung in Gang setzen kann. Der expansive Effekt niedriger Zinsen hängt einzig und allein ab von seinem Verhältnis zur erwarteten Rentabilität von Investitionen in Sachkapital²⁸. Sinkt der Zins nur im Ausmaß der Stabilisierung des Preisniveaus, so bleibt die Relation zwischen der Rentabilität von Finanzanlagen im Vergleich zu Sachanlagen unverändert. Die Zinsen sind zwar gesunken, aber mit ihnen auch die Ertragserwartungen der Wirtschaft. Der expansive Effekt von auf diesem Wege herbeigeführten Zinssenkungen ist gleich Null. Damit ist die Geschichte aber noch nicht zu Ende, sondern beginnt, wahrhaft tragisch zu werden. Vielleicht schon morgen wird nämlich der Punkt erreicht, von dem ab die Ertragserwartungen der Unternehmen so tief gesunken sind, daß auch eine expansive Politik die Geldzinsen nicht mehr unter die Rentabilität von Sachinvestitionen senken kann. Dann hätte die Geldpolitik ihren Spielraum verloren, sie wäre unwirksam. Es bliebe in der Tat nichts anderes übrig, „als von einem Punkte außerhalb der Marktwirtschaft den ersten Anreiz zur Wiederbelebung der Investitionstätigkeit zu bewirken. Dieser Punkt ist der Staat und sein Mittel ein öffentliches Investitionsprogramm, das durch neu geschaffene Kredite finanziert wird“²⁹. So müßte schließlich doch das geschehen, was zu tun uns heute eine an der Fiktion vom Produktionspotential klebende Geldtheorie zu verbieten scheint. Der Preis für diese späte „Einsicht“ wird allerdings hoch sein, die Welt hat ihn schon einmal bezahlt.

²¹ Vgl. SVR, Sondergutachten vom 9. Oktober 1982, Ziff. 41.

²¹ SVR, Sondergutachten vom 9. Oktober 1982, Ziff. 41.

²² F. A. v. Hayek: Geldtheorie und Konjunkturtheorie, Wien/Berlin 1929, S. 119.

²³ Vgl. SVR, JG 1974/75, Ziff. 387.

²⁴ Vgl. SVR, JG 1982/83, Ziff. 387.

²⁶ Vgl. SVR, JG 1982/83, Ziff. 143.

²⁷ Ebenda, Ziff. 149.

²⁸ So sieht es auch der Rat, vgl. das Sondergutachten vom 9. Oktober 1982, Ziff. 12.

²⁹ Wilhelm Röpkke: Krise und Konjunktur, a. a. O., S. 124.