

---

## Denn sie wissen nicht, was sie tun...

---

Rezension von: Holger Sandte, *Moderate Inflation, Wirtschaftswachstum und Geldpolitik. Eine theoretische und empirische Analyse*, Duncker und Humblot, Berlin 1999, 251 Seiten, öS 701.

---

„Die Kluft zwischen der Bestimmtheit, mit der die Geldpolitik vielerorts das Ziel der Preisniveaustabilität im Dienste des Wirtschaftswachstums verfolgt und der Unbestimmtheit der theoretischen Zusammenhänge bilden den Ausgangspunkt dieser Untersuchung...“ (S. 16).

Dieser Satz Sandtes kann gewissermaßen als Leitmotiv für seine Untersuchung über die Wirkungsweise der Geldpolitik bei moderater Inflation und – eingeschränkt – über das Zusammenwirken der Geldpolitik mit anderen makrorelevanten Politiken gesehen werden.

Sandte geht in seinem Beitrag zunächst von den Lehrbuchmodellen der Geldpolitik aus. Er schildert den bekannten Analyserahmen der Neoklassik und der Neuklassik (rationale, endogenisierte Erwartungen) und einen gewissermaßen eklektisch keynesianischen, pragmatisch orientierten Ansatz. Vor dem Hintergrund der unterschiedlichen makroökonomischen, aber vor allem monetären Bedingungen Europas und der USA sollte dies wohl das Thema des Beginns der dritten Stufe der Währungsunion sein.

Das Relativpreissystem und die Quantitätsgleichung bilden die Fundamente der (monetären) neoklassischen Analyse. Daher ist es nur logisch, wenn auch moderate Inflation als wachstumshemmend dargestellt wird, trifft Inflation doch gewissermaßen das Zentralnervensy-

stem der neoklassischen Modelle – das Relativpreissystem. Zentrale Begründung, warum auch moderate und antizipierte Inflation als Störfaktor für das Wachstum wirkt: die Wirtschaftssubjekte verwenden ihre knappen Ressourcen darauf, zu analysieren, ob Preisänderungen Inflation bedeuten oder ob es sich um Veränderungen im Relativpreissystem handelt, anstatt Investitionen in Sach- und Humankapital zu tätigen. Unbestimmt sind hingegen die Wirkungen in der monetären Wachstumstheorie: Einerseits wird Geld als Vermögensobjekt von der Realkasse zum Realkapital transferiert (Tobin-Effekt), andererseits wirkt sich Inflation negativ auf die Sparquote aus, und Geld verliert seine Effizienz als Produktionsfaktor.

Im Falle nicht antizipierter Inflation sieht der neo-/neuklassische Analyse-rahmen durchwegs negative Auswirkungen: Die unproduktiven Aufwände, die lediglich dazu dienen, Unsicherheit zu reduzieren, bremsen potentiell Wachstum und Konjunktur.

Während Inflation im neo-/neuklassischen Zusammenhang „*always and everywhere*“ ein monetäres Phänomen darstellt, kennt die keynesianische Theorie verschiedene Quellen der Inflation und geht dementsprechend auch von unterschiedlichen Wirkungszusammenhängen und Wirkungen der Inflation aus. Vor allem wird hier nicht nur die einmal entstandene Inflation an sich untersucht, sondern auch die Reaktion der Geldpolitik. Von der Entstehung wird zunächst zwischen Angebotsdruckinflation und Nachfrageinflation unterschieden. Bei Angebots- wie Nachfragesoginflation kommt es zu Verteilungswirkungen, die sich entsprechend auf Konsum- und Investitionsquote auswirken.

Ein positiver Einfluß auf Konjunktur und Wachstum wird einer moderaten Inflation aufgrund des Realzinsarguments und der Gläubiger-Schuldner-Hypothese zugeschrieben. Ein negativer Einfluß geht jedoch von der Erwartungsbildung

bei steigender Inflation aus: Sie läßt Gegenmaßnahmen der Zentralbank wahrscheinlicher werden, und die Unsicherheit steigt. Als Folge sinkt die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals, die Investitionsnachfrage wird gedämpft. Durch die negativen Wachstumseffekte der Zentralbankinterventionen zur Bekämpfung von Inflation können Kostensteigerungen aufgrund stagnierender oder sinkender Nachfrage nicht mehr weitergegeben werden, Gewinne und in der Folge Investitionen sinken.

Eine konstante Sockelinflation kann die Realpreisflexibilität erhöhen und so strukturelle Anpassungen erleichtern (Schmiermittelargument). Die Außenwirkung von Inflation und geldpolitischen Maßnahmen hängt von der Gültigkeit der unterliegenden Theorien der relativen Kaufkraftparität sowie der Zinsparität ab.

In den traditionellen neoklassischen und keynesianischen IS/LM-Modellen dominieren mengenorientierte, mechanistische geldmengenorientierte Ansätze. Ist die Geldnachfrage stabil, wird die Zentralbankgeldversorgung die entscheidende Variable. Die Frage der Wirksamkeit expansiver Geldpolitik ist dann eigentlich nur eine Frage der Steilheit und Lage der Phillips-Kurve.

Dies mag insofern ein unvollkommenes Bild der Wirklichkeit sein, als Zentralbanken Inflation und Geldmenge nur indirekt beeinflussen können: „Über die Geldmenge entscheiden private Nichtbanken im Zuge der Aufteilung ihres Geldvermögens auf alternative Anlagemöglichkeiten; Güterpreise ... und die Inflation werden in erster Linie von Unternehmen bestimmt, nie aber von der Zentralbank.“ (S. 189) Die Zentralbank gibt über ihr zinspolitisches Instrumentarium Impulse über den Markt für Zentralbankgeld. Bei diesen Impulsen liegt der Ansatzpunkt für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus. Die Übertragungswege sind komplexer Natur, von Land zu Land verschieden, und sie ändern sich im Zeitablauf. Die Effekte, über

welche die zinspolitische Transmission läuft, sind intertemporale Substitutionseffekte (Sparen/Konsum), Einkommens- bzw. *Cash-flow*-Effekte (über Nominalzinsänderungen auf Zinszahlungsströme), Vermögenseffekte (über den Abzinsungsfaktor in der Bestimmung des *fair value* eines Unternehmens), Wechselkurseffekte und Erwartungsbildung.

Der Schwachpunkt vieler neo-/neuklassisch orientierter empirischer Untersuchungen besteht darin, daß sie Länder mit Hyperinflation mit stabilen, entwickelten Volkswirtschaften vergleichen. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse lassen sich aber nicht unbedingt auf die Geldpolitik bei moderater Inflation übertragen. Zum anderen beeinflussen die getroffenen Modellannahmen die Ergebnisse natürlich beträchtlich, und so ist es kein Zufall, daß Sandte in der Zusammenschau der empirischen Studien keinen eindeutigen Schluß ziehen kann. Die strikten Forderungen der Neuklassik lassen sich aber insbesondere in Studien nicht stützen, die Länder mit moderater Inflation im Längs- oder Querschnitt analysieren.

Sandte selbst kommt in seiner Vektorautoregressionsanalyse für Deutschland und Frankreich für den Zeitraum 1970-1989 mit relativ wenigen Annahmen aus und untersucht mit diesem Instrumentarium zunächst die geldmengenorientierte Sicht.

Die Ergebnisse bestätigen weitestgehend eine eklektische Sicht der Wirkung moderater Inflation. Es läßt sich sowohl für Frankreich (etwas weniger und etwas weniger in Episoden höherer Inflationsraten) als auch für Deutschland (etwas mehr und etwas mehr in stabilen Phasen) zeigen, daß zunächst der reale Output, aber erst später die Preise reagieren. Wachstumsfördernde Geldpolitik ist demnach möglich, ohne sofort Inflationsdruck zu erzeugen. Die Bedingungen dafür sind um so günstiger, je niedriger die Inflation ist.

Zur Untersuchung der Wirkungskanäle der Zinspolitik wählt Sandte einen rea-

len Aktienkursindex (mit einem Preisindex für Erzeugerpreise (D) und mit dem Verbraucherpreisindex (F) deflationiert) als Schätzwert für Tobins Q und zur Schätzung der Bedeutung von Vermögenseffekten sowie den nominalen Kapitalmarktzinssatz für die Fremdfinanzierung der Unternehmen. Zudem untersucht er den Wechselkurskanal mit Hilfe des real effektiven Wechselkurses. Die monetären Aggregate werden durch M3 (D) und M1 plus Quasi-Geld (F) abgebildet. Auf industrieller Ebene ist es der Bestand an Krediten.

Die Ergebnisse dieser Untersuchungen bestätigen tendenziell jene der geldmengenorientierten Untersuchung der Wirksamkeit der Geldpolitik (in der selben Reihenfolge: zunächst realer Output, dann Preiseffekte). Sandte kann also mit seinen Analysen eher einen pragmatischen Ansatz stützen, der nicht davon ausgeht, dass Inflation immer und überall ein monetäres Phänomen ist und Geldpolitik keine (positiven) Wachstumswirkungen haben kann.

Demzufolge kann auch eine Zentralbank nicht aus ihrer gesamtwirtschaftlichen Verantwortung entlassen werden. Eine gesamtwirtschaftliche Verantwortung kann sie aber, so Sandte, um so besser erfüllen, je stabiler die Preise in der langen Frist sind.

Gerade im Abschnitt über die Transmissionskanäle der Zinspolitik hat Sandte die Bedeutung der Historizität hervorgehoben: Wie die Zinspolitik wirkt, ist von Volkswirtschaft zu Volkswirtschaft ebenso verschieden wie im Zeitablauf.

Daraus folgt zweierlei: Erstens ist einer verantwortungsvollen Zentralbank ins Stammbuch zu schreiben, daß starre Regeln in der Geldpolitik abzulehnen sind. Es bedarf einer umfassenden Abwägung von vielen relevanten Variablen.

Zweitens ist es schade, daß Sandtes Ausführungen dort enden, wo es spannend hätte werden können. Gerade Frankreich und Deutschland hätten sich mit ihren unterschiedlichen Lohnver-

handlungssystemen dazu angeboten, institutionelle Zusammenhänge zu untersuchen, welche die Wirkung der Geldpolitik beeinflussen (Koordinationsgrad und Reallohnflexibilität). Des Weiteren wäre es noch interessant, mittels spieltheoretischer Überlegungen das Zusammenwirken von Geld-, Fiskal- und Einkommenspolitik zu untersuchen.

In seinen Schlußfolgerungen geht er nämlich sehr wohl auf diese Aspekte ein, und es könnte seine Aussagen noch einmal unterstreichen, wenn er sie aus den genannten Überlegungen ableitete.

Offen bleibt schließlich auch die Frage nach natürlichen Inflationsdifferenzialen in einem Währungsraum mit aufholenden und reicheren Ökonomien. Diese Differenziale sind unumgänglich und heben den gesamteuropäischen Durchschnitt zwangsläufig.

Demgegenüber hätten die Abhandlung der „traditionellen“ Theorien der Geldpolitik, seien sie neo- oder neuklassischer oder neo-/neuklassischer Provenienz, also jenen Theorien, die auch in Lehrbüchern dargelegt werden, etwas gestrafft werden können. Andererseits lassen sich die ausführlichen Darlegungen fast als Nachschlagewerk verwenden, zumal auch eine Reihe empirischer Untersuchungen dargestellt wird.

In seinen Schlußfolgerungen geht Sandte zunächst auf die geänderten ökonomischen Rahmenbedingungen ein: Liberalisierung, europäische Integration, Deregulierung, Fortschritte in der Informationstechnologie, Lohnabschlüsse unter der Produktivitätszunahme und gesteigener Wettbewerbsdruck haben dazu geführt, daß man davon ausgehen kann, daß die Inflation mittelfristig unter Kontrolle ist. Es ist die hohe Arbeitslosigkeit, die das Hauptproblem der neunziger Jahre und des beginnenden Jahrzehnts darstellt.

Die heutigen (europäischen) Zentralbanker scheinen demgegenüber noch unter dem Eindruck der achtziger Jahre zu stehen und Inflation nach wie vor als

„*public enemy number one*“ zu betrachten.

Sandte fordert von einer Geldpolitik, die sowohl die geänderten ökonomischen Rahmenbedingungen als auch den gegenwärtigen Stand der Erkenntnis der geldpolitischen Theorie in ihre Entscheidungen einbezieht:

- Verfolgung eines Inflationsziels und eines damit kompatiblen Ziels für das Wirtschaftswachstum;
- Befolgung einer *Feed-back*-Regel für die Steuerung des Taggeldsatzes: Abweichungen von der erwarteten Inflationsrate von der angestrebten Inflationsrate und des erwarteten Wirtschaftswachstums vom trendmäßigen Wirtschaftswachstum begründen zinspolitische Reaktionen;
- regelmäßige Veröffentlichung eines Inflations- und Wachstumsberichts mit Analysen und Prognosen der Inflations- und Wachstumsentwicklung;
- Abstimmung mit Einkommens- und Finanzpolitik bei Wahrung der Unabhängigkeit der Zentralbank.

Oberstes Ziel muß es sein, die soziale Verlustfunktion zu minimieren. Der Vorrang für die Preisniveaustabilität kann daher nur dann zur Geltung kommen, wenn dieses Ziel gefährdet ist. Die Zentralbank kann und soll daher auch den *Outputgap* begrenzen.

Die Wirkungsverzögerungen der Geldpolitik machen eine Vorausschau auf etwa zwei Jahre nötig: Eine Zentralbank sollte daher nicht Inflation vergangener Jahre bezogen bekämpfen (EZB und Rohölpreisanstieg).

Die Erkenntnisse über die Wirkung moderater Inflation und der Wirksamkeit der Geldpolitik legen für das Inflationsziel

eine Bandbreite von ein bis drei Prozent nahe. Für das Ziel einer Inflationsrate nahe null lassen sich weder theoretisch noch empirisch ausreichend stichhaltige Argumente finden.

Einem Inflations- und Wachstumsbericht der Zentralbank kommt eine zentrale Rolle zu. Sollen Erwartungen stabilisiert werden, hat die Zentralbank ihre Ziele die Beziehungen zwischen den Zielen, und die Möglichkeiten und Grenzen der Geldpolitik in der Erreichung der Ziele zu erläutern. Des weiteren ist es erforderlich, daß die Zentralbank ihre Entscheidungsgrundlagen offenlegt und ihre Zins-schritte vor dem Hintergrund beider Ziele erörtert.

Sandtes Ausführungen folgend kann eine Zentralbank nicht aus der Verantwortung für Wachstum entlassen werden. Eine „*accountability*“ im Sinne einer Verantwortung auch für ein stabiles Wachstum muß daher die instrumentelle Unabhängigkeit einer Zentralbank, die sie braucht, um das öffentliche Gut der Preisniveaustabilität gegen Partikularinteressen zu verteidigen, ergänzen.

Konfliktsituationen zwischen Einkommens-, Fiskalpolitik und Geldpolitik führen fast zwangsläufig zu Wachstumsverlusten. Die Frage der Form der Koordination ist eine Frage der Zweckmäßigkeit. Sandte schließt: „Denn der beste Beitrag, den die Zentralbank für eine befriedigende gesamtwirtschaftliche Entwicklung leisten kann, besteht darin, sich mit den anderen Trägern der Makropolitik so abzustimmen, daß sie ihre Instrumente in inflationsfreiem Umfeld in den Dienst des Wirtschaftswachstums stellen kann.“

Thomas Zotter