

Die Koordination von Geld- und Fiskalpolitik bei festen Wechselkursen

Von Michael Burchardt, Berlin

I. Einleitung

Vor der sogenannten „Keynesschen Revolution“ bediente sich die Wirtschaftspolitik zur Konjunktursteuerung grundsätzlich des geldpolitischen Instrumentariums, während der Staatshaushalt dem Prinzip des jährlichen Ausgleichs der Ausgaben durch die regulären Einnahmen unterlag. Erst seit *Keynes* „Allgemeiner Theorie“ hat der konjunktur- und beschäftigungsorientierte Einsatz des Staatsbudgets seinen Einzug in die Theorie und Praxis der allgemeinen Wirtschaftspolitik gefunden. *Keynes*, der unter dem Eindruck der Weltwirtschaftskrise stand, und die meisten seiner Epigonen, welche die Zeit der weltweiten Unterbeschäftigung nach dem Zweiten Weltkrieg vor Augen hatten, legten dabei das Hauptgewicht ihrer Überlegungen auf den expansiven Effekt der Finanzpolitik durch das sog. „deficit spending“, dem sie als Mittel gegen Depression und Unterbeschäftigung gegenüber der Geldpolitik den Vorzug gaben. Eine Erhöhung der Geldmenge — so wurde argumentiert — und die Schaffung eines niedrigen Zinsniveaus durch die Zentralbank würden allein nicht ausreichen, um die Investitionstätigkeit der Unternehmer in Depressionszeiten zu beleben. Vielmehr fehle die Steigerung der „wirksamen Nachfrage“, wofür zu sorgen u. a. Aufgabe des Staates sei.

Erst als sich im Laufe der fünfziger Jahre in allen großen kapitalistischen Industriestaaten eine anhaltende Geldentwertung breitmachte, kam es allmählich zu einer Wiederentdeckung der Geldpolitik. Mehr und mehr setzte sich die Auffassung durch, daß der Geldpolitik wieder ein größeres Aktionsfeld eingeräumt werden müßte, wenn man der permanenten Inflationstendenz erfolgreich entgegenwirken wollte, ohne Unterbeschäftigung herbeizuführen.

Dies bedeutete eine Umorientierung der Theorie der Wirtschaftspolitik, die von dieser Zeit an die relative Effizienz von Geld- und Finanzpolitik im Hinblick auf bestimmte Zielsetzungen sowie Probleme der Koordination beider Instrumentarien in den Vordergrund ihrer Betrachtungen stellte. Im folgenden sollen die wichtigsten dieser Probleme

aufgezeigt und diskutiert werden, wobei wir uns auf die funktionellen Aspekte beschränken, d. h. Koordinationsprobleme institutioneller Art unberücksichtigt lassen wollen.

II. Abgrenzung zwischen Geld-, Finanz- und Fiskalpolitik

Zuvor ist es jedoch notwendig, die Geldpolitik von der Finanz- bzw. Fiskalpolitik abzugrenzen. Dies kann nach einer Vielzahl von Kriterien geschehen. Die sechs wichtigsten führen *Forte* und *Hochmann* an¹: 1. nach institutioneller Trennung, 2. nach den angewendeten Instrumenten, 3. nach den beeinflussten Wirtschaftssektoren oder Marktbereichen, 4. nach den beeinflussten ökonomischen Variablen, 5. nach der Art des Eingriffs in den Wirtschaftsprozess (entweder „through a market relationship . . . or through the exercise of non-market powers“) und 6. nach den Zielen. Dabei weisen die Autoren nach, daß keines der angeführten Klassifikationskriterien zu einer eindeutigen Abgrenzung führt, sondern daß sich immer Überschneidungen oder Zweifelsfälle ergeben. Die Auswahl der Unterscheidungskriterien hängt meistens von der Art und der Zielsetzung der jeweiligen Untersuchungen ab.

Für unsere Zwecke empfiehlt sich eine Abgrenzung nach den ersten beiden der genannten Kriterien. Danach sollen unter der Geldpolitik das Instrumentarium der Zentralbank und unter der Finanzpolitik alle Maßnahmen der zuständigen staatlichen Institutionen verstanden werden, die unmittelbar die Ausgaben oder Einnahmen der öffentlichen Haushalte berühren. Auch bei diesen Definitionen ergeben sich natürlich Überschneidungen. So kann es z. B. durchaus strittig sein, welche Maßnahmen des Staates die öffentlichen Haushalte unmittelbar und welche sie nur mittelbar tangieren, worauf hier jedoch nicht weiter eingegangen werden soll. Daneben ist zu erwähnen, daß die Neufestsetzung des Außenwertes der Währung oder die Einführung von Devisenrestriktionen nach diesen Definitionen, zumindest soweit es die Regelung in der Bundesrepublik betrifft, weder zur Geld- noch zur Finanzpolitik rechnen, sondern als selbständige Instrumente angesehen werden müssen.

Da sich die Finanzpolitik nicht wie die Geldpolitik allein an stabilitätspolitischen Zielsetzungen orientiert, erscheint es für einen Vergleich bzw. für Fragen der Koordination beider Bereiche angebracht, nur denjenigen Teilbereich der Finanzpolitik herauszugreifen, der sich, der geldpolitischen Zielsetzung entsprechend, auf die Stabilisierung von Konjunktur und Wachstum bei Vollbeschäftigung und stabilem Preisniveau bezieht. Für diesen speziellen Aspekt der Finanzpolitik ist Anfang der

¹ *Francesco Forte*, *Harold M. Hochmann*: Monetary and Fiscal Policy. Ambiguities in Definitions. In: *Heinz Haller* und *Horst Claus Recktenwald* (Hrsg.): Finanz- und Geldpolitik im Umbruch. Mainz 1969. S. 361.

Mayer⁴. Diese beiden Autoren stellten eine relativ lange Wirkungsverzögerung fest und sprachen in diesem Zusammenhang sogar von der Gefahr einer prozyklischen Wirkung der Geldpolitik.

Erheblich kürzere lags konstatierten dagegen *Culbertson*⁵, der insbesondere die Beweisführung *Friedmans* angreift, und *White*⁶, der sich gegen die Thesen *Mayers* wendet. Ohne hier auf die Argumentation im einzelnen eingehen zu wollen⁷, machte bereits diese Kontroverse deutlich, daß neben den grundlegenden theoretischen Differenzen zwischen Monetaristen einerseits und Fiskalisten bzw. Keynesianern andererseits über die Beziehungen zwischen Einkommen und Geldmenge⁸ der eigentliche Streitgegenstand in der Methode der Messung der jeweiligen lags besteht.

Die Wirkungsverzögerungen bei der Fiskalpolitik werden von *Ando* und *Brown*⁹ jeweils für verschiedene fiskalpolitische Maßnahmen untersucht. Zwar ergeben sich für die einzelnen Maßnahmen recht unterschiedliche partielle Wirkungsverläufe, die volle Wirkung war aber in fast allen untersuchten Fällen nach etwa einem Jahr erreicht.

Die häufig anzutreffende These, daß die Reaktionen der ökonomischen Aktivität auf fiskalpolitische Maßnahmen im Vergleich zu den geldpolitischen Maßnahmen schneller, größer und leichter vorsehbar sind, testen *Andersen* und *Jordan*¹⁰, kommen aber zu dem Ergebnis, daß „the results of the tests were not consistent with any of these propositions“.

Willes schätzt den Außen-lag bei der Geldpolitik zwischen 1 bis 20 Monaten, bei der Fiskalpolitik dagegen nur auf 1 bis 3 Monate. Den Erkennungs-lag nimmt er bei beiden mit 3 Monaten an, während der Aktions-lag bei der Geldpolitik null und bei der Fiskalpolitik zwischen

⁴ Thomas *Mayer*: The Inflexibility of Monetary Policy. *Rev. of Ec. and Stat.*, Vol. XL (1958), S. 358 - 374.

⁵ John M. *Culbertson*: Friedman on the Lag in Effect of Monetary Policy. *Jl. of Pol. Ec.*, Vol. LXVIII (1960), S. 617 - 621.

⁶ William H. *White*: The Flexibility of Anticyclical Monetary Policy. *Rev. of Ec. and Stat.*, Vol. 43 (1961), S. 142 - 147.

⁷ Vgl. hierzu die gute Zusammenfassung der neueren lag-Diskussion bei Michael J. *Hamburger*: The Lag in the Effect of Monetary Policy: A Survey of Recent Literature. *Monthly Review* (Federal Reserve Bank of New York), Vol. 53 (1971), S. 289 - 298.

⁸ Vgl. genauer bei *James Tobin*: Money and Income: Post hoc ergo propter hoc. *Quart. Jl. of Ec.*, Vol. 84 (1970), S. 301 - 317.

⁹ Albert *Ando*, E. Cary *Brown*: Lags in Fiscal Policy: A Summary. In: *Stabilization Policies. Research Studies prepared for the Commission on Money and Credit*. Englewood Cliffs (N. J.) 1963. S. 7 - 13.

¹⁰ Leonall C. *Andersen*, Jerry L. *Jordan*: Monetary and Fiscal Actions: A Test of their Relative Importance in Economic Stabilization. *Review* (Federal Reserve Bank of St. Louis), Vol. 50 (1968), Nr. 11, S. 11 - 23. — Vgl. zu diesem Problem auch Henry C. *Wallich*: Monetary and Fiscal Policy — Comparisons and Alternatives. In: *Conference on Savings and Residential Financing 1966*. Chicago 1966. S. 21 ff.

1 bis 15 Monaten beträgt, so daß sich für den Gesamt-lag annähernd gleiche Zeitspannen ergeben: 4 bis 23 Monate für die Geldpolitik und 5 bis 21 Monate für die Fiskalpolitik¹¹.

Die relativ lange „Aktionszeit“ der Fiskalpolitik dürfte in der Bundesrepublik seit Inkrafttreten des sog. Stabilitätsgesetzes¹², zumindest für bestimmte fiskalpolitische Instrumente und in begrenztem Umfang, erheblich kürzer sein. Hierüber liegen allerdings noch keine Forschungsergebnisse vor. Dagegen sind einige Untersuchungen über die geldpolitischen Wirkungsverzögerungen in der BRD vorhanden, wobei teilweise Verzögerungszeiträume von etwa gleichem Längenbereich wie in den USA festgestellt worden sind¹³, teilweise aber auch noch längere Wirkungsverzögerungen angenommen werden¹⁴.

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß die Diskussion um die Wirkungsverzögerungen der Geld- und Fiskalpolitik in den USA noch keineswegs abgeschlossen ist, während sie im deutschsprachigen Raum gerade erst begonnen hat. Die Diskussion wird allerdings nicht eher zu einem gewissen Abschluß gekommen sein, als man in der Frage der Abgrenzung der lags, Kennzeichnung der relevanten Variablen sowie der Methoden ihrer Messung nicht wenigstens einigermaßen zu einer Übereinstimmung gelangt ist. So bleibt vor allem die für unsere Themenstellung wichtige Frage offen, ob die Fiskalpolitik im Prinzip schneller wirkt als die Geldpolitik. Lediglich die relativ unergiebigere Feststellung, daß geldpolitische Instrumente rascher zum Einsatz gebracht werden können als fiskalpolitische, läßt sich treffen.

Durch diese Ungewißheit werden die theoretischen Erörterungen der Koordinationsprobleme geld-fiskalpolitischer Kombinationen natürlich sehr erschwert. Ohne daß darauf im einzelnen noch einmal zurückzukommen ist, muß das time-lag-Problem, da es bei allen Aspekten der Koordination von Bedeutung ist, jeweils mitberücksichtigt werden.

IV. Einzelne Aspekte der Koordination

1. Abwechselnde Schwerpunktverlagerung zwischen Geld- und Fiskalpolitik

Die unterschiedlichen Ansatzpunkte der Geld- und Fiskalpolitik zur Beeinflussung des Wirtschaftsprozesses haben den Gedanken an eine

¹¹ Vgl. Willes: S. 537.

¹² Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft vom 8. Juni 1967 (BGBl. I, S. 582).

¹³ Vgl. Heinz Müller: Die Bedeutung der time lags für die Wirksamkeit der Geld- und Kreditpolitik in der Bundesrepublik Deutschland. Weltwirtsch. Arch., Bd. 100 (1968 I), S. 272 - 289.

¹⁴ Vgl. Ernst Dürr: Die Wirkungsverzögerung der Notenbankpolitik. In: Hans E. Büschgen (Hrsg.): Geld, Kapital und Kredit. Stuttgart 1968. S. 99 - 109, insbes. S. 102.

geld-fiskalpolitische Kombination in der Weise nahegelegt, daß zur Bekämpfung einer übersteigerten Konjunktur das Schwergewicht auf die geldpolitischen Instrumente gelegt wird, während in Zeiten der Unterbeschäftigung bzw. rezessiver Tendenzen stärker auf das fiskalpolitische Instrumentarium zurückgegriffen wird. Diese Auffassung einer mit dem Wechsel der Konjunkturphasen einhergehenden abwechselnden Schwerpunktverlagerung zwischen Geld- und Fiskalpolitik resultiert insbesondere aus der Erfahrung, daß der restriktive Einsatz der Fiskalpolitik auf eine Reihe von Schwierigkeiten stößt. Diese sind vor allem in der relativ starken Abhängigkeit der Fiskalpolitik bzw. der betreffenden Entscheidungsgremien von bestimmten Interessengruppen zu suchen¹⁵ sowie in der Tatsache, daß sich die Geldpolitik bei der Belebung der Konjunktur nur mehr oder weniger passiv verhalten kann, weil auch ein reichliches Geldangebot und ein niedriges Zinsniveau die Unternehmer nicht zur Durchführung von Investitionen veranlassen werden, solange diese die Profitchancen pessimistisch einschätzen¹⁶. Daneben wird argumentiert, daß restriktive Maßnahmen, gleichgültig ob geldpolitischer oder fiskalpolitischer Art, den Widerstand der jeweils betroffenen Gruppen hervorrufen und somit stets mehr oder weniger unpopulär sind. Eine restriktive Politik ließe sich daher durch eine von der Wählergunst weitgehend unabhängige Instanz nachhaltiger und — weil ohne Rücksicht auf irgendwelche Wahltermine — fristgerechter durchsetzen, was für den Einsatz der Geldpolitik spricht¹⁷.

Dieses Konzept des abwechselnden Einsatzes von Geld- und Finanzpolitik muß allerdings aufgrund einer Reihe von Gegenargumenten relativiert bzw. in Frage gestellt werden. Zunächst ist es z. B. durchaus fraglich, ob das geldpolitische Instrumentarium geeignet ist, einer überhitzten Konjunktur erfolgreich entgegenzuwirken. Die Zinspolitik der Zentralbank bedingt nämlich, wenn sie auf die Ausgabentätigkeit der Wirtschaftssubjekte durchschlagen soll, daß die Ausgaben zinsreagibel sind, wie dies für die Investitionsausgaben allerdings häufig angenommen wird. Auch eine Geldmengenpolitik, wie sie von monetaristischer Seite gefordert wird, setzt eine gewisse Zinsreagibilität der Geldnachfrage und damit auch der Nachfrage nach anderen Gütern voraus. Eine solche Zinsreagibilität versuchen die Monetaristen über die „Theorie der relativen Preise“ nachzuweisen¹⁸. Die Zentralbankpolitik beeinflusst die

¹⁵ Vgl. hierzu im einzelnen Günter *Schmölders*: Finanzpolitik. 2. Aufl. Berlin, Heidelberg, New York 1965. S. 113 ff.

¹⁶ Vgl. Friedrich A. *Lutz*: Notenbank- und Fiskalpolitik. Manuskript eines Vortrages vom 25. 1. 1957 (Privatdruck der Landeszentralbank von Baden-Württemberg). S. 5 f.

¹⁷ So auch Otto *Pfleiderer*: Das Verhältnis von Geld- und Finanzpolitik und dessen institutionelle Regelung. In: Heinz *Haller*, Willi *Albers* (Hrsg.): Probleme der Staatsverschuldung. Schr. d. Ver. f. Socialpol., N. F. Bd. 61. Berlin 1972. S. 15 f.

¹⁸ Zur Theorie der relativen Preise vgl. z. B. Karl *Brunner*: Eine Neufor-

relativen Preise einzelner Vermögensarten und löst damit einen Substitutionsprozeß innerhalb der Vermögensstruktur der Wirtschaftssubjekte aus. Der Prozeß hält gemäß dieser Theorie so lange an, bis die Grenzträge der einzelnen Vermögensarten gleich groß sind, wobei als Erträge auch sog. nicht-pekuniäre Erträge rechnen sollen. Die Monetaristen zeigen sich wenig überrascht, daß die Forschung hinsichtlich der Frage der Zinselastizität der Investitionen bisher nur wenige Fortschritte gemacht hat, weil die Beziehungen zwischen Investitionen und Kreditkosten in allzu vereinfachender Weise isoliert herausgegriffen und einer Analyse unterzogen worden sind, anstatt sie in eine umfassende Vermögens- und Kapitaltheorie einzubauen¹⁹.

Ein Durchschlagen der restriktiven Geldpolitik der Zentralbank auf die Wirtschaftsaktivität kann aber auch dadurch abgeschwächt oder vermindert werden, daß sich die Banken bzw. die kreditsuchenden Unternehmer selbst im Ausland refinanzieren. Ein solches Verhalten wird sogar durch das im Zuge der restriktiven Politik entstehende relativ hohe Zinsniveau im Inland begünstigt. Zwar hat die Bundesbank durch Verzinsungsverbot und Anordnung hoher Mindestreservesätze für Einlagen von Ausländern (theoretisch bis zu 100 %) Möglichkeiten, den direkten Zustrom zu Banken weitgehend zu verhindern, andererseits gelangen die Auslandsgelder, die in die zinsbringende Anlage bei Nichtbanken drängen, im Zuge der Wiederanlage dieser Mittel letztlich doch in den Geschäftsbankenbereich. Abgesehen von der — in der Bundesrepublik z. Zt. obendrein praktizierten — Möglichkeit, bestimmte Devisengeschäfte genehmigungspflichtig zu machen, kann der Zustrom von Auslandsgeldern erst durch das neue Bardepotgesetz²⁰ wirksamer bekämpft werden, indem einerseits ein Teil der Gelder direkt aus dem Kreislauf gezogen wird und andererseits aufgrund der Unverzinslichkeit dieser stillgelegten „Bardepots“ die Kreditaufnahme indirekt verteuert und somit die bestehende Zinsdifferenz zum Ausland verringert oder gar ausgeglichen wird.

Selbst wenn man unterstellt, daß es der geldpolitischen Instanz gelingen würde, die Geldmenge unter Kontrolle zu bekommen, könnte der beabsichtigte Effekt einer restriktiven Politik auf die wirtschaftliche Aktivität durch die Zunahme der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes kompensiert werden. Empirische Untersuchungen haben gezeigt, daß im konjunkturellen Verlauf die Umlaufgeschwindigkeit während der Expan-

mulierung der Quantitätstheorie des Geldes. Die Theorie der relativen Preise des Geldes, des Outputs und der Beschäftigung. Kredit und Kapital, 3. Jg. (1970), S. 1 - 30.

¹⁹ Vgl. Karl Brunner: The Report of the Commission of Money and Credit. Jl. of Pol. Ec., Vol. LXIX (1961), S. 613.

²⁰ Gesetz zur Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes vom 23. Dez. 1971 (BGBl. I, S. 2141). Dieses Gesetz ermächtigt die Bundesregierung, durch Rechtsverordnung eine Depotpflicht vorzuschreiben.

sionsphasen ansteigt und in Kontraktionsphasen fällt²¹. Diese Tatsache hebt die restriktive Wirkung der Geldpolitik zwar nicht auf, sondern schwächt sie lediglich ab, allerdings in nicht vorher bestimmbarom Ausmaß.

Der Erfolg einer kontraktiv eingesetzten Geldpolitik ist demnach nicht allzu hoch zu bewerten. Ihre Aktionsfreiheit ist in einem System grundsätzlich fester Wechselkurse wegen der konterkarierenden Zahlungsbilanzeffekte relativ stark eingeengt, insbesondere was die Kontrolle des Geldangebots auf längere Sicht betrifft²². Die Geldpolitik bedarf daher zur Bekämpfung von Konjunkturüberhitzungen unbedingt der Unterstützung durch die Fiskalpolitik oder anderer wirtschaftspolitischer Maßnahmen.

In der Begründung für den zweiten Teil der oben angeführten These, daß nämlich eine Rezession zweckmäßigerweise mit fiskalpolitischen Mitteln zu bekämpfen sei, weil eine Politik des billigen Geldes zur Beseitigung rezessiver Tendenzen nicht ausreiche, ist bereits die Unterstützung der Fiskalpolitik durch die Geldpolitik angedeutet. Insofern ist dieser Teil der These also zu relativieren. Der verstärkte Einsatz der Fiskalpolitik wird nicht anstelle der Geldpolitik verlangt, sondern neben der weitgehenden Ausschöpfung des geldpolitischen Instrumentariums innerhalb der durch die beschriebenen Zahlungsbilanzauswirkungen gesetzten Grenzen.

Hinsichtlich der expansiven Wirkung fiskalpolitischer Maßnahmen sind allerdings ebenfalls Einschränkungen zu machen. So ist es z. B. nicht richtig, anzunehmen, daß eine Erhöhung der Staatsausgaben oder eine Steuersenkung auf jeden Fall expansive Effekte zeitigen, wie dies zuweilen, zumindest fahrlässig, unterstellt wird²³. Die Wirkung eines Budgetdefizits hängt sowohl von der Struktur des Zuwachses der Staatsausgaben ab²⁴ als auch ganz entscheidend davon, wie das Defizit finanziert wird²⁵.

²¹ Vgl. Milton *Friedman*: *The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results*. *Jl. of Pol. Ec.*, Vol. 67 (1959), S. 327 - 351. — *Ders.* mit Anna J. *Schwartz*: *A Monetary History of the United States 1867 - 1960*. Princeton (N. J.) 1963. S. 682.

²² Vgl. hierzu im einzelnen Manfred *Willms*: *Controlling Money in an Open Economy. The German Case. Review (Federal Reserve Bank of St. Louis)*, Vol. 53 (1971), Nr. 4, S. 10 ff.

²³ Vgl. z. B. Arthur *Smithies*: *Fiscal and Monetary Policy: Uses and Limitations*. In: Albert G. *Hart*, Giulio *Pontecorvo*, Robert P. *Shay* (Hrsg.): *Issues in Banking and Monetary Analysis*. New York 1967. S. 147 ff.

²⁴ Hierauf weist insbesondere *Brunner* hin, wobei er auch die Wirkung der Fiskalpolitik über den Mechanismus der relativen Preise erklärt. Vgl. *Brunner*: S. 16 ff.

²⁵ Vgl. auch Clay J. *Anderson*: *Fiscal-Monetary Policies: What mix? Business Review (Federal Reserve Bank of Philadelphia)*, Jan. 1967, S. 3 - 12; wieder abgedruckt in: Harold B. *Williams*, Henry W. *Woudenberg* (Hrsg.): *Money, Banking, and Monetary Policy*. New York 1970. S. 488 - 501, dort S. 490.

Nebenbei sei darauf hingewiesen, daß auch eine Erhöhung der Staatsausgaben bei entsprechender Erhöhung der Steuereinnahmen, also ein ausgeglichenes Budget, einen expansiven Effekt haben kann. Dieser Fall ist als sog. Haavelmo-Theorem in die Literatur eingegangen und soll an dieser Stelle nicht wiederholt werden²⁶.

Ein Budgetdefizit entsteht dadurch, daß die Staatsausgaben über die regulären Einnahmen hinaus erhöht oder die Steuereinnahmen gesenkt werden (bzw. sinken), ohne daß eine entsprechende Ausgabenkürzung vorgenommen wird. Im ersten Fall schaffen die Staatsausgaben unmittelbar zusätzliches Einkommen. Die Höhe der dadurch initiierten Multiplikatorwirkungen ist von der Ausgabenneigung der jeweiligen Einkommensempfängergruppe abhängig. Im zweiten Fall wird dagegen versucht, durch Erhöhung des verfügbaren Einkommens die private Nachfrage der Wirtschaftssubjekte anzuregen und auf diese Weise einen Anstieg der Beschäftigung und des Volkseinkommens auszulösen.

Bei der Finanzierung des Haushaltsdefizits sind mehrere Möglichkeiten zu unterscheiden: 1. Kreditaufnahme bei der Zentralbank, 2. Kreditaufnahme bei Geschäftsbanken, 3. Verkauf von Schuldverschreibungen am inländischen Kapitalmarkt, 4. Kreditaufnahme im Ausland.

Der expansive Effekt des Budgetdefizits ist am größten, wenn die Finanzierung durch Zentralbankkredite erfolgt, da in diesem Fall unmittelbar Zentralbankgeld geschaffen wird. Im Zuge der Verfügung über diese Mittel seitens des Staates gelangt das Zentralbankgeld in den Geschäftsbankensektor mit dem bekannten multiplikativen Effekt auf die Giralgeld- und Kreditschöpfungsmöglichkeit des Bankenapparates. In der Bundesrepublik ist diese Form der Finanzierung von Haushaltsdefiziten allerdings nur bis zu einem gesetzlich festgelegten Höchstbetrag zulässig, um der Gefahr einer allzu starken Inanspruchnahme dieser Finanzierungsquelle durch den Staat und den damit verbundenen inflationären Tendenzen vorzubeugen.

Die Kreditaufnahme bei Geschäftsbanken zur Finanzierung des Defizits wirkt dagegen weniger expansiv, weil damit nicht unmittelbar eine Erhöhung der Zentralbankgeldmenge verbunden ist. Da die Banken in Depressionszeiten normalerweise überliquide sind, tritt der expansive Effekt dadurch ein, daß der Staat durch seine Kreditnachfrage „activates funds which otherwise would have been idle“²⁷. Es kann allerdings auch vorkommen, daß die Geschäftsbanken aufgrund der Kreditgewährungen an die öffentliche Hand Kreditgesuche von privaten Wirtschaftssubjekten nicht bzw. nicht in der beantragten Höhe erfüllen können. Dadurch

²⁶ Vgl. Trugve Haavelmo: Multipliers Effects of a Balanced Budget. *Econometrica*, Vol. XIII (1945), S. 311 ff.

²⁷ Anderson: S. 490.

würde der expansive Effekt der Staatsausgaben zum Teil kompensiert werden.

Grundsätzlich die gleichen Wirkungen ergeben sich, wenn das Haushaltsdefizit durch Ausgabe von Anleihen oder sonstigen Wertpapieren wie z. B. Schatzanweisungen, Schatzbriefen oder Schatzwechsellan finanziert wird. Sofern Banken als Käufer dieser Titel auftreten, besteht praktisch kein Unterschied zu der eben erwähnten Finanzierungsform. Aber auch wenn die Papiere vom Nichtbankenpublikum erworben werden, bleibt normalerweise die expansive Wirkung bestehen. Zwar zieht der Staat dadurch Gelder an sich, die sonst zu den Banken oder direkt in die private Wirtschaft geflossen wären, wegen der (unterstellten) depressiven Konjunkturphase hätten sie dort jedoch zum mehr oder weniger großen Teil brachgelegen.

Die als vierte Finanzierungsmöglichkeit angeführte Kreditaufnahme im Ausland, sei es durch direkte Kreditaufnahme bei einer ausländischen Bank oder bei einer anderen Institution, kann zu einer Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge führen. Dies ist immer dann der Fall, wenn die Zentralbank die Verpflichtung eingegangen ist, die Wechselkurse innerhalb bestimmter Bandbreiten zu fixieren, und der Verkauf der kreditierten Mittel am Devisenmarkt nur aufgrund der Intervention der Zentralbank möglich ist. Da die Zentralbank die Devisen gegen neu geschaffenes Zentralbankgeld ankauft, erhöht sie zwangsläufig die Geldbasis im Inland.

Fragt man nach den Wirkungen der unterschiedlichen Finanzierungsverfahren auf das inländische Zinsniveau, so haben die Fälle 1 und 4 gemeinsam, daß sie in der Regel die Geldbasis der Volkswirtschaft erhöhen, was bei größerem Ausmaß des Haushaltsdefizits zu einem Druck auf das Zinsniveau führen wird. In den Fällen 2 und 3 übt der Staat dagegen zusätzliche Nachfrage am inländischen Kreditmarkt aus, wodurch tendenziell ein Anstieg des Zinsniveaus hervorgerufen wird. Eine gewisse Zinsreagibilität der privaten Investitionen vorausgesetzt, bedeutet dies einen der beabsichtigten expansiven Wirkung des Budgetdefizits entgegenlaufenden Effekt. Da sich der Staat hauptsächlich gerade der beiden letzteren Finanzierungsformen bedient, muß man feststellen, daß der expansive Einsatz der Fiskalpolitik in der Regel der gleichzeitigen Unterstützung durch die Geldpolitik bedarf, um die beabsichtigte Wirkung erzielen zu können.

Das Konzept einer abwechselnden Schwerpunktverlagerung zwischen den geld- und den fiskalpolitischen Instrumenten mit dem Wechsel der Konjunkturphasen erscheint daher alles in allem nicht anwendbar. Insbesondere ist es die erforderliche Rücksichtnahme auf die Zahlungsbilanzentwicklung, die einen in dieser Weise periodisierten Einsatz der Geldpolitik praktisch verbietet.

2. Unterschiedliche Ausrichtung der Geld- und Fiskalpolitik im Hinblick auf externe und interne Stabilität

Grundlage dieser Variante einer geld-fiskalpolitischen Kombination bildet das Modell von R. A. *Mundell*²⁸. Unter den Voraussetzungen, daß Geld- und Fiskalpolitik als voneinander unabhängige Instrumente im Hinblick auf die beiden Ziele der internen und externen Stabilität eingesetzt werden können, daß die Kapitalbilanz auf internationale Zinsdifferenzen, die Handelsbilanz auf Veränderungen des Volkseinkommens reagiert und daß die Verhaltensweise des Auslandes (einschließlich der Exportnachfrage) als konstant angenommen wird, schlägt *Mundell* den Einsatz dieser beiden Instrumente in der Weise vor, daß „monetary policy should be reserved for attaining the desired level of the balance of payments, and fiscal policy for preserving internal stability under the conditions assumed here. The opposite system would lead to a progressively worsening unemployment and balance of payments situation“²⁹. *Mundell* geht davon aus, daß die Geldpolitik dem externen und die Fiskalpolitik dem internen Stabilitätsziel zugeordnet werden sollte. Dies ist nicht so zu verstehen, daß der Geldpolitik keine internen bzw. der Fiskalpolitik keine externen Effekte zugesprochen werden, sondern — und hierauf basiert das Konzept von *Mundell* — daß entsprechend seinem „principle of effective market classification“ ein System dann am besten funktioniert, wenn die in Betracht kommenden Instrumente jeweils auf denjenigen Bereich gerichtet werden, auf welchen sie den größten direkten Einfluß ausüben³⁰. In dem Modell von *Mundell* wird angenommen, daß die Geldpolitik im Vergleich zur Fiskalpolitik die stärkere Wirkung auf die Zahlungsbilanz ausübt, während im Hinblick auf die Beeinflussung der binnenwirtschaftlichen Faktoren die Fiskalpolitik als das effizientere Instrument von beiden angesehen wird.

Auf die praktische Anwendung der geld-fiskalpolitischen Kombination bezogen bedeutet das, daß ein Land, welches sich, wie z. B. in den letzten Jahren die Bundesrepublik, einem Zahlungsbilanzüberschuß und gleichzeitig einer inflationären Preisentwicklung im Inland gegenüber sieht, die Geldpolitik expansiv und die Fiskalpolitik kontraktiv einsetzen müßte. Eine defizitäre Zahlungsbilanz bei gleichzeitig herrschender

²⁸ Vgl. Robert A. *Mundell*: The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability. Staff Papers, Vol. IX (1962), S. 70 - 77. — Ansatzweise ist dieses Konzept zuvor bereits von *Stützel* diskutiert und vertreten worden. Vgl. Wolfgang *Stützel*: Volkswirtschaftliche Saldenmechanik. Ein Beitrag zur Geldtheorie. Tübingen 1958. S. 163 ff.

²⁹ *Mundell*: The Appropriate Use, S. 76.

³⁰ Vgl. Robert A. *Mundell*: The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates. Quart. J. of Ec., Vol. LXXIV (1962), S. 250.

Unterbeschäftigung würde dagegen den umgekehrten Einsatz der Instrumente verlangen. Dieses Modell von *Mundell* ist im Laufe der folgenden Jahre zwar ergänzt und zum Teil weiterentwickelt worden³¹, jedoch liegen den Modellerweiterungen immer noch derart viele explizit und vor allem implizit gesetzte vereinfachende Prämissen zugrunde, daß die Anwendung dieses Konzepts in der praktischen Wirtschaftspolitik zwar nicht als gänzlich verfehlt, aber doch als theoretisch nicht genügend abgesichert erscheint³². So muß man ihm vor allem entgegenhalten, daß die Fiskalpolitik in der Regel nicht, wie dort unterstellt, unabhängig von der Geldpolitik ist, da sie in der überwiegenden Zahl der Fälle mit monetären Effekten gekoppelt ist. Daneben kann die Fiskalpolitik nicht mit der im Modell vorgesehenen Flexibilität eingesetzt werden, insbesondere was ihren Einsatz in kontraktiver Richtung anbetrifft. Auf die Problematik der unterschiedlichen Wirkungsverzögerungen von Geld- und Fiskalpolitik ist weiter oben bereits hingewiesen worden. *Mundell* und seine Anhänger gehen offenbar von einer relativ schnellen Wirkungsweise beider Instrumente aus. Geradezu naiv erscheint außerdem die dem Modell zugrunde liegende Vorstellung, allein mit Hilfe der fiskalpolitischen Nachfragesteuerung das (doch wohl sehr viel komplexer anzusehende) Inflationsproblem in den Griff bekommen zu können. Auch wird der Wachstumsaspekt entweder völlig vernachlässigt oder nur derart vereinfachend berücksichtigt, daß er die Ergebnisse praktisch nicht modifiziert. Schließlich machen die Annahmen, daß Veränderungen in der Kapitalbilanz ausschließlich durch Zinsunterschiede zwischen dem inländischen und dem internationalen Zinsniveau induziert sind und das Verhalten der „übrigen Welt“ als konstant unterstellt wird, die Fragwürdigkeit dieses Konzepts für die Praxis deutlich.

Zur Lösung des Konflikts zwischen interner und externer Stabilität ist noch ein anderer Ansatz diskutiert und in der Praxis erprobt worden, der unter den Bezeichnungen „operation twist“ oder „twisting“ bekannt geworden ist. Er basiert auf der Vorstellung, daß die Geldpolitik in be-

³¹ Hier sind insbesondere folgende Arbeiten hervorzuheben: Roberto *Artoni*: The Coordination of Fiscal and Monetary Policies. Publ. Fin., Vol. XXV (1970), S. 337 - 360. — Harry G. *Johnson*: The Objectives of Economic Policy and the Mix of Fiscal and Monetary Policy under Fixed Exchange Rates. In: W. *Fellner* u. a. (Hrsg.): Maintaining and Restoring Balance in International Payments. Princeton (N. J.) 1966. S. 145 - 150. — Anne O. *Krueger*: The Impact of Alternative Government Policies under Varying Exchange Systems. Quart. Jl. of Ec., Vol. 79 (1965), S. 195 - 208. — David J. *Ott*, Attiat F. *Ott*: Monetary and Fiscal Policy: Goals and the Choice of Instruments. Quart. Jl. of Ec., Vol. 82 (1968), S. 313 - 325. — Egon *Sohmen*: Fiscal and Monetary Policies under Alternative Exchange-Rate Systems. Quart. Jl. of Ec., Vol. 81 (1967), S. 515 - 523.

³² Der Verf. hat sich mit dem Konzept von *Mundell* einschließlich der Weiterentwicklungen dieses Ansatzes an anderer Stelle eingehender auseinandergesetzt. Vgl. hierzu Michael *Burchardt*: Die geld-fiskalpolitische Kombination und der Zielkonflikt zwischen interner und externer Stabilität im System fester Wechselkurse. Konjunkturpolitik, 19. Jg. (1973), S. 257 - 276.

grenztem Ausmaß beide Stabilitätsziele zugleich verfolgen kann, indem sie z. B. bei defizitärer Zahlungsbilanz und gleichzeitig herrschender Unterbeschäftigung versucht, „to use their monetary and debt management powers to hold up short-term interest rates in line with those abroad in an effort to minimize outflows of short-term capital, while, at the same time, maintaining downward pressure on long-term bond yields and mortgage interest rates which were judged to be especially important in stimulating domestic recovery“³³. Empirische Untersuchungen über den Erfolg dieser Anfang der sechziger Jahre in den USA praktizierten Politik haben jedoch ergeben, daß geldpolitische Bemühungen, die Zinsstruktur zu beeinflussen, nur einen relativ geringen Erfolg haben³⁴, wobei das eigentliche Problem allerdings in der Schwierigkeit der Zurechnung von Ursache und Wirkung liegt. Man kann in Anbetracht dieser Untersuchungen *Smith* zustimmen, wenn er resumiert: „However, the use of monetary policy to serve the two masters of internal and external equilibrium simultaneously can at best be only a palliative“³⁵.

3. Unterschiedliche Ausrichtung der Geld- und der Fiskalpolitik im Hinblick auf kurzfristige und langfristige Stabilisierung

Eine andere Form des arbeitsteiligen Einsatzes von Geld- und Fiskalpolitik ist hinsichtlich einer unterschiedlichen Ausrichtung der beiden Instrumentarien auf die kurzfristige Stabilisierung einerseits und die langfristige andererseits diskutiert worden. Dabei stehen sich zwei konträre Auffassungen gegenüber. So vertreten die einen die Ansicht, daß die Geldpolitik primär das kurzfristige, die Fiskalpolitik dagegen primär das langfristige Ziel im Auge haben sollte. *McCracken* führt hierzu aus: „A review of experience with fiscal policy over the considerable period of years during which this subject has been actively discussed by economists forces us to concede that, unless there are some operational changes, fiscal policy must largely be oriented towards longer-run structural adjustment because it has very limited capability to deal with the essentially shorter-range or shorter-run deviations of the economy from par . . . The main reason has to do with the large number of operational

³³ Warren L. *Smith*: Monetary versus Fiscal Policy. In Harry G. *Johnson*, E. W. *Walker* (Hrsg.): Monetary Issues of the 1960's. 1968. S. 13 - 37; abgedruckt in: *Williams*, *Woudenberg* (Hrsg.): Money, Banking and Monetary Policy. Dort S. 522.

³⁴ Vgl. hierzu die Zusammenfassung der empirischen Ergebnisse bei Myron *Ross*: „Operation Twist“, A Mistaken Policy? *Jl. of Pol. Ec.*, Vol. LXXIV (1966), S. 195 ff. — Franco *Modigliani*, Richard *Sutch*: Debt Management and the Term Structure of Interest Rates: An Empirical Analysis of Recent Experience. *Jl. of Pol. Ec.*, Supplement zu Heft 4, Vol. LXXV (1967), S. 569 ff.

³⁵ *Smith*: S. 522.

viscosities that are almost inherent in this instrument of policy³⁶." Auch *Anderson* betont die Inflexibilität der Fiskalpolitik, die sich seiner Meinung nach hinsichtlich des kurzfristigen Stabilitätszieles auf die sog. „automatic stabilizers“ beschränken sollte. Die Geldpolitik sieht er dagegen als sehr flexibel an und empfiehlt, „that we should rely primarily on automatic stabilizers and monetary policy to smooth out short-term fluctuations in business activity Discretionary fiscal actions could then be directed towards longer-run stability and sustained growth“³⁷.

Sowohl *McCracken* als auch *Anderson* sehen aber als Kriterium für die Inflexibilität der Fiskalpolitik bzw. für die Flexibilität der Geldpolitik offenbar lediglich die Dauer des Innen-lag an, obwohl der Außen-lag zur Beurteilung des Flexibilitätsgrades einer Maßnahme gleichermaßen wichtig ist und deshalb nicht vernachlässigt werden darf. Wie oben bereits erwähnt worden ist, sind aber die theoretischen und empirischen Ergebnisse hinsichtlich des time lag von geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen wenig präzise. In Anbetracht dessen kann die These von *McCracken* und *Anderson*, daß das eine Instrumentarium eine größere „Flexibilität“ aufweise als das andere, nicht aufrecht erhalten werden. Die Argumentation dieser beiden Autoren vermag nicht zu überzeugen.

Eine umgekehrte Ausrichtung der geld-fiskalpolitischen Kombination schlägt dagegen *Johnson* in seinem Aufsatz über die Leitprinzipien der Geldpolitik in Kanada vor³⁸. Auf Grund der Feststellung, daß der Erfolg der Geldpolitik als Instrument zur kurzfristigen Stabilisierung der Wirtschaft in Kanada allgemein als unbefriedigend empfunden worden ist, diskutiert *Johnson* neben anderen Alternativen für die künftige Geldpolitik die Möglichkeit, das kurzfristige Stabilitätsziel zugunsten der Schaffung langfristiger stabiler monetärer Verhältnisse aufzugeben. Die kurzfristige Stabilisierung sollte auf andere Weise erreicht werden. Hierbei wird offensichtlich primär an die Fiskalpolitik gedacht³⁹.

Die Unzulänglichkeit der Geldpolitik versucht *Johnson* jedoch mit Argumenten zu belegen, die nicht zu überzeugen vermögen. So sieht er es als in der Natur der Zentralbank liegend an, daß Verzögerungen sowohl

³⁶ Paul W. *McCracken*: Monetary versus Fiscal Policy. Conference on Savings and Residential Financing. Chicago 1966. S. 12 - 19; abgedruckt in: Alan D. *Entine* (Hrsg.): Monetary Economics: Readings. Belmont (Cal.) 1968. S. 443 - 452, dort S. 445 f.

³⁷ *Anderson*: S. 499.

³⁸ Harry G. *Johnson*: Alternative Guiding Principles for the Use of Monetary Policy in Canada. Prepared for the Royal Commission on Banking and Finance. Essays in International Finance, Nr. 44. Princeton (N. J.) 1963; (Deutsche Übersetzung in Harry G. *Johnson*: Beiträge zur Geldtheorie und Geldpolitik [übersetzt von H. Rudloff]. Berlin 1969).

³⁹ Vgl. ebd., S. 214 f. — *Ders.*: Major Issues in Monetary and Fiscal Policies in the United States. Federal Reserve Bulletin, Vol. 50 (1964), S. 1400 ff.; wieder abgedruckt als „Chapter VII“ in Harry G. *Johnson*: Essays in Monetary Economics. London 1967. S. 237 - 258, dort S. 245 ff.

beim Erkennen ökonomischer Datenänderungen als auch bei Reaktionen auf solche Änderungen auftreten. Die Zentralbank sollte „not be entrusted with the responsibility for stabilization policy, since effective performance of that responsibility would require it to act with a speed and foresight, and a willingness to court unpopularity, that is contrary to its institutional nature and the political framework within which it must operate“⁴⁰. Hiergegen muß aber eingewendet werden, daß die relativ weitgehende Interessenidentität der Mitglieder der führenden Zentralbankgremien, die laufend erfolgende Beobachtung und Auswertung der wichtigsten ökonomischen Daten sowie der Tatbestand der formalen Unabhängigkeit der Zentralbankleitung vom Regierungsapparat und damit auch von Wählerinteressen gerade die Zentralbank als die geeignete Institution erscheinen läßt, um schnelle, sachgerechte und verantwortungsbewußte, gegebenenfalls also auch unpopuläre Maßnahmen zu treffen.

Das zweite Argument von *Johnson* geht dahin, daß die Zentralbank von ihrem institutionellen Charakter her zu stark auf den Geld- und Kreditsektor ausgerichtet und daher nicht gezwungen sei, „to think continually of the requirements of the economy as a whole“⁴¹. Ohne stichhaltige Belege hierfür anzuführen, unterstellt *Johnson* der Zentralbank aufgrund ihres zwangsläufig auf den monetären Bereich begrenzten Instrumentariums eine Politik, welche die gesamtwirtschaftlichen Aspekte nicht oder höchstens unzureichend berücksichtigt. Allein der Hinweis, daß die Zentralbank selbst ein Bankinstitut ist und daher „will develop its own views on monetary policy, views, that will be influenced in general by the habits of thinking about economic affairs prevalent in the financial community“⁴², reicht als Begründung wohl nicht aus. Betrachtet man die Verhältnisse in der Bundesrepublik, ist die Zentralbank nach § 12 des Bundesbankgesetzes sogar ausdrücklich zur Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik der Regierung und damit zur Berücksichtigung des gesamtwirtschaftlichen Aspekts ihrer Politik verpflichtet.

Das dritte Argument, das *Johnson* gegen die monetären Steuerungsinstrumente als Mittel zur Erreichung des kurzfristigen Stabilitätsziels anführt, läuft auf die Befürchtung hinaus, daß die Geldpolitik aufgrund der Störungen, die durch unbeabsichtigte und unvorhersehbare Effekte auftreten, mehr schadet als nützt. Diese Gefahr bestehe vor allem wegen der Unvorhersehbarkeit von Stärke und Zeitdauer der Wirkungen geldpolitischer Maßnahmen auf die Wirtschaft sowie wegen ihrer abnehmenden Wirksamkeit im Zeitablauf, die *Johnson* damit begründet, daß „the economic decision-units at which monetary policy is directed will

⁴⁰ *Johnson*: Alternative Guiding Principles, S. 215.

⁴¹ Ebd.

⁴² Ebd., S. 198.

learn to manage their affairs so as to avoid being disturbed by changes in monetary policy“⁴³. Zwar läßt sich die unzureichende Kenntnis über die Wirkungsweise geldpolitischer Maßnahmen nicht bestreiten, jedoch erscheint die von *Johnson* gezogene Konsequenz, deshalb auf geldpolitische Maßnahmen zum Zwecke der kurzfristigen Stabilisierung des Wirtschaftsablaufes vollkommen zu verzichten, in Anbetracht der zur Verfügung stehenden Alternativen etwas voreilig. Denn gegen die Fiskalpolitik, an welche in diesem Zusammenhang wohl in erster Linie gedacht ist, müssen grundsätzlich die gleichen Einwände erhoben werden.

Insgesamt ist also auch diese Form der arbeitsteiligen Kooperation von Geld- und Fiskalpolitik daher als generell gültige Handlungsmaxime nicht akzeptierbar. Es bleibt noch die Möglichkeit einer fallweisen Schwerpunktverlagerung zwischen den Instrumentarien je nach spezieller Zielsetzung zu untersuchen.

4. Fallweise Schwerpunktverlagerung zwischen der Geld- und der Fiskalpolitik

a) Berücksichtigung des Wachstumszieles

Ausgangspunkt der Überlegungen bildet die Frage, ob die geld-fiskalpolitische Kombination im Hinblick auf die Realisierung einer „angemessenen“ und stetigen Wachstumsrate den Schwerpunkt mehr auf das eine oder mehr auf das andere Instrumentarium verlagern sollte, wenn die Erreichung dieses Zieles besonders gefährdet erscheint. Obwohl die Theorie der Wirtschaftspolitik in der Frage der Wirkungen geld- und fiskalpolitischer Instrumente auf das Wirtschaftswachstum bisher nur wenig Forschungsergebnisse vorweisen kann, findet man häufig die These, daß geldpolitische Maßnahmen das Wachstum einer Wirtschaft stärker beeinflussen als finanzpolitische. Dies gelte insbesondere bei einem Vergleich der kontraktiven Wirkungen der beiden Instrumente. Die kontraktive Geld- und Kreditpolitik, so wird argumentiert, führt zu einem wachstumsschädigenden „Abwürgen der Investition“, während die Fiskalpolitik in dieser Beziehung neutraler sei, weil die Kürzungen der öffentlichen Ausgaben lediglich die monetäre Gesamtnachfrage berühren und somit nicht direkt das Investitionsvolumen reduzieren⁴⁴. Eine wachstumsfördernde geld-fiskalpolitische Kombination „would mean somewhat easier monetary policy and somewhat tighter fiscal policy over the entire course of business cycle“⁴⁵.

⁴³ *Johnson*: *Alternative Guiding Principles*, S. 216.

⁴⁴ Vgl. z. B. Hans-Joachim *Rüstow*: *Konjunkturgerechtes Verhalten der öffentlichen Hand, stabiles Geld geht vor*. Tagungsprotokoll Nr. 19 der Aktionsgemeinschaft Soziale Marktwirtschaft. Ludwigsburg 1963, S. 66. — Karl *Brandt*: *Zur Frage des Vorranges geld- oder finanzpolitischer Stabilisierungsmaßnahmen*. In: *Büschgen* (Hrsg.): *Geld, Kapital und Kredit*. S. 79 f.

⁴⁵ *Smith*: S. 517.

Gegen diese Argumentation sind jedoch Bedenken anzumelden. Einmal mehr ist auch hier wieder die Vorstellung impliziert, daß die Zentralbank das inländische Geld- bzw. Kreditvolumen hinreichend unter Kontrolle hat. Diese Voraussetzung ist aber, wie oben bereits ausgeführt, in der Regel nicht gegeben. Inwieweit eine restriktive Geldpolitik tatsächlich wachstumsschädigend ist, könnte nur festgestellt werden, wenn nach verschiedenen Investitionsgattungen differenziert würde, und zwar in doppelter Weise: nach ihrem Wachstumseffekt und nach der Stärke der Abhängigkeit von der Geld- und Kreditpolitik der Zentralbank. Offenbar wird in der obigen Argumentation unterstellt, daß die Investitionstätigkeit in allen Wirtschaftszweigen und unabhängig von Größe und Selbstfinanzierungskraft der Unternehmen gleichermaßen betroffen ist. Von einer direkten Beziehung zwischen Geldpolitik und Wirtschaftswachstum könnte aber nur dann gesprochen werden, wenn sich nachweisen ließe, daß die besonders wachstumseffizienten Investitionen auch besonders stark kredit- und zinsabhängig sind. Ein solcher Nachweis konnte bisher allerdings nicht erbracht werden.

Auf der anderen Seite muß die Behauptung einer Wachstumsneutralität fiskalpolitischer Restriktionen, zumindest in dieser allgemeinen Formulierung, in Zweifel gezogen werden. Sollen die öffentlichen Investitionen gekürzt werden, so muß nach bestimmten Ausgabenkategorien differenziert werden, da sich durchaus unterschiedliche (negative) Wachstumseffekte ergeben. Obwohl die Quantifizierung derartiger Effekte auf erhebliche Schwierigkeiten stößt, kann man doch generell sagen, daß die negativen Folgewirkungen für das langfristige Wachstum bei Kürzungen von sog. Infrastruktur- bzw. Sozialinvestitionen, namentlich im Gesundheits- und Bildungsbereich sowie bei den Ausgaben für Forschung und Entwicklung, relativ am größten sein dürften.

Soll die restriktive Fiskalpolitik über allgemeine Steuererhöhungen durchgesetzt werden, dann würde zwar der „unproduktive“ Konsum zurückgehen, andererseits aber auch die privaten Investitionen. Höhere Steuerbelastungen und Rückgang der Konsumnachfrage würden nämlich die Investitionsneigung der Unternehmer verringern. Unter dem Aspekt langfristigen Wirtschaftswachstums müßte man nach Branchen, Unternehmensgrößen, Produktivitätsunterschieden u. ä. differenzieren, um einigermaßen handfeste Aussagen treffen zu können. Dies ist jedoch bei dem derzeitigen Stand der Forschung nicht möglich.

Für eine praktische Anwendung der geld-fiskalpolitischen Kombination in bezug auf die spezielle Berücksichtigung des Wachstumszieles lassen sich daher keine theoretisch fundierten Hinweise geben.

b) Berücksichtigung der konkreten konjunkturellen Situation

Die geld- und fiskalpolitischen Instrumente können auch je nach Einschätzung der konkreten ökonomischen Situation bzw. der Hauptstörfaktoren des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts unterschiedlich koordiniert werden. Mit anderen Worten: Es geht um die Frage, welches der beiden Instrumentarien die aufgrund einer vorhergegangenen Situationsanalyse ausgewählten makroökonomischen Zielvariablen in der beabsichtigten Richtung effizienter steuern kann und wie sich beide Instrumente am besten koordinieren lassen, um dabei gegebenenfalls auftretende unerwünschte Nebeneffekte abzuschwächen bzw. zu verhindern.

Diese Möglichkeiten der fallweisen Schwerpunktverlagerung zwischen Geld- und Fiskalpolitik untersucht z. B. *Zeitel*⁴⁶. Ausgehend von einer konjunkturellen Situation, die „durch hohe oder Vollbeschäftigung und inflationäre, indessen nicht hyperinflationäre Tendenzen gekennzeichnet“ ist, unterscheidet er vier mögliche Inflationsquellen: 1. defizitäre Haushaltsgestaltung des Staates, 2. hohe Investitionen im privaten Unternehmensbereich, 3. Lohnerhöhungen und 4. Zahlungsbilanzüberschüsse. Je nachdem, welchen dieser vier Fälle man im einzelnen als gegeben ansieht, können sich unterschiedliche Konsequenzen für den Einsatz der geld-fiskalpolitischen Kombination ergeben.

Im ersten Fall erscheint *Zeitel* eine restriktive Geld- und Kreditpolitik wenig sinnvoll. Der Ausgabenüberschuß sollte vielmehr durch Steuererhöhungen zum Verschwinden gebracht werden. Über die Art der Besteuerungsweise würde man dadurch je nach Wunsch mehr die investive oder die konsumtive Nachfrageausweitung abbremsen⁴⁷. Im zweiten Fall will *Zeitel* das Schwergewicht auf geldpolitische Maßnahmen gelegt wissen. Zwar komme es bei den Investitionsvorhaben im einzelnen auf die Kreditabhängigkeit und die Zinselastizität an, soweit die private Investitionstätigkeit aber kreditabhängig ist, sei die Zentralbank in der Lage, durch restriktive Zins- und Geldmengenpolitik das Investitionsvolumen zu begrenzen. Der Finanzpolitik komme in diesem Fall nur eine „beschränkte Ergänzungsaufgabe“ zu⁴⁸. *Zeitel* erwähnt jedoch nicht, daß ein drastischer Restriktionskurs der geldpolitischen Instanz zu Diskriminierungen gewisser Kategorien von Kreditnehmern führt. Es handelt sich um Gruppen, die von Kreditverteuerungen bzw. -restriktionen besonders hart getroffen werden, weil sie relativ stark kreditabhängig sind, wie z. B. der Wohnungsbau, die öffentliche Haushaltsfinanzierung (vor allem bei den Gemeinden), die kleinen und mittleren Unternehmen

⁴⁶ Vgl. Gerhard *Zeitel*: Über die Beziehungen zwischen Währungs-, Finanz- und Zahlungsbilanzpolitik. Finanzarchiv, N. F. Bd. 23 (1963/64), S. 369 - 393, insbesondere S. 378 ff.

⁴⁷ Vgl. ebd., S. 379.

⁴⁸ Vgl. ebd., S. 379 f.

(im Vergleich zu den Großunternehmen), die Konsumentenkredite sowie alle von diesen Kreditnehmergruppen abhängigen Betriebe oder Branchen⁴⁹. Will man diesen Diskriminierungseffekt vermeiden, dann muß man entweder auf schärfere restriktive geldpolitische Maßnahmen verzichten oder versuchen, die unerwünschten Nebeneffekte der restriktiven Geldpolitik durch gezielte Steuererleichterungen zu kompensieren⁵⁰. In beiden Fällen spielt die Fiskalpolitik eine durchaus aktive Rolle und beschränkt sich nicht, wie bei *Zeitel*, auf eine im wesentlichen passive „Ergänzungsaufgabe“.

Genau umgekehrt wie im zweiten Fall müßte nach *Zeitel* die Gewichtung dagegen im dritten Fall aussehen. Hier wird von einer Zuwachsrate der Konsumausgaben infolge von Lohnsteigerungen (in Verbindung mit einer hohen marginalen Konsumquote der Lohnempfänger) ausgegangen, die die Wachstumsrate des Sozialprodukts übersteigt, ohne daß andere Nachfragebereiche entsprechend geringer expandieren. Da die Konsumnachfrage relativ kreditunabhängig ist, sind die Möglichkeiten der Geldpolitik, einen Nachfragesog dieser Art zu bekämpfen, ziemlich begrenzt. Durch restriktive Beeinflussung des Geld- bzw. Kreditvolumens kann lediglich die Basis für weitere Lohnerhöhungen eingeengt werden. *Zeitel* empfiehlt daher, das Schwergewicht auf fiskalpolitische Maßnahmen zu legen, wobei er insbesondere an die Bildung von Budgetüberschüssen denkt, die bei der Notenbank stillzulegen wären. Diese Überschüsse sollen im Interesse einer kontinuierlichen Aufgabenrealisierung des Staates nicht durch Ausgabenkürzungen, sondern durch Steuererhöhungen erreicht werden⁵¹. Da speziell die Konsumausgaben gedrosselt werden sollen, besteht die Konsequenz einer solchen Politik allerdings in der Anhebung der Lohnsteuer. Dies macht die ökonomische Stellung der Lohn- und Gehaltsabhängigen im kapitalistischen System deutlich: Nicht nur die Verteilungseffekte, sondern auch die Maßnahmen zur Bekämpfung der Inflation gehen primär zu ihren Lasten.

⁴⁹ Auf diese Tatsache haben insbesondere Leon *Keyserling* und John K. *Galbraith* aufmerksam gemacht; vgl. deren Diskussionsbeiträge bei den Hearings des Joint Economic Committee in den Jahren 1957 bzw. 1958 (Economic Report of the President: Hearings before the Joint Economic Committee, Jan. 1957 und Jan. 1958. Washington, D. C. 1957 und 1958). Jedoch ist die Diskriminierung von Kleinunternehmen durch Geschäftsbanken unter restriktiven geldpolitischen Bedingungen durch zwei empirische Untersuchungen in Frage gestellt worden. Vgl. George L. *Bach*, C. J. *Huizenga*: The Differential Effects of Tight Money. *Am. Ec. Rev.*, Vol. 51 (1961), S. 52 - 80. — Allan H. *Meltzer*: Mercantile Credit, Monetary Policy and Size of Firms. *Rev. o. Ec. and Stat.*, Vol. 42 (1960), S. 429 - 437. *Silber* und *Polakoff* finden dagegen in einer neueren Untersuchung die Diskriminierung der Kleinunternehmen bestätigt, obwohl sie die gleichen statistischen Daten wie *Bach* und *Huizenga* verwenden. Vgl. William L. *Silber*, Murray E. *Polakoff*: The Differential Effects of Tight Money: An Econometric Study. *Jl. of Fin.*, Vol. XXV (1970), S. 53 - 94.

⁵⁰ Vgl. *Anderson*: S. 497 ff. — *Smith*: S. 513.

⁵¹ Vgl. *Zeitel*: S. 383 ff.

Während die Fälle 1 bis 3 die Zahlungsbilanzsituation nicht berücksichtigen bzw. eine ausgeglichene Zahlungsbilanz unterstellen, werden im vierten Fall Zahlungsbilanzüberschüsse als Hauptinflationsquelle angenommen. Als geeignete Gegenmaßnahme schlägt *Zeitel* eine fiskal-wechselkurspolitische Kombination vor, und zwar den kontraktiven Einsatz der Fiskalpolitik in Verbindung mit einer außenwirtschaftlichen Absicherung durch Aufwertung bzw. Wechselkursfreigabe. Er macht es sich also im Vergleich zu dem *Mundellschen* Lösungsversuch dieses Dilemmas zwischen interner und externer Stabilität einfacher, indem er den Wechselkurs nicht als Konstante betrachtet. Da es sich folglich auch nicht um eine Kombination von Geld- und Fiskalpolitik handelt, wollen wir diesen Fall hier nicht weiter verfolgen.

Abschließend kann man feststellen, daß eine Schwerpunktverlagerung zwischen der Geld- und Fiskalpolitik je nach konkreter konjunktureller Situation bzw. je nach Diagnose der jeweiligen Störfaktoren ebenfalls nur in Form von Tendenzhypothesen ohne ausreichende theoretische und empirische Absicherung begründet werden kann. Diese Hypothesen sind ebenso angreifbar wie diejenigen, die dem Konzept einer regelmäßigen Schwerpunktverlagerung zwischen den beiden Instrumenten mit dem Wechsel der Konjunkturphasen zugrunde lagen. Dabei kommen im Grundsatz die gleichen Argumente zum Tragen, wie sie dort bereits vorgebracht worden sind.

Zusammenfassung/Summary

Die Koordination von Geld- und Fiskalpolitik bei festen Wechselkursen

In diesem Aufsatz werden die funktionellen Probleme der Koordination von Geld- und Fiskalpolitik behandelt. Zunächst wird die Frage nach den Wirkungsverzögerungen der beiden Instrumente gestellt, da sie für alle Aspekte der geld-fiskalpolitischen Kombination relevant ist. Es zeigt sich, daß die Länge der *time lags* nicht einmal soweit hinreichend bestimmt werden kann, um zuverlässig sagen zu können, welches der beiden Instrumentarien insgesamt schneller wirkt. Bereits diese Tatsache läßt im Hinblick auf die nachfolgenden Erörterungen über Einzelaspekte der geld-fiskalpolitischen Kombination konkrete Aussagen bzw. theoretisch fundierte Handlungsanweisungen für die praktische Wirtschaftspolitik eigentlich kaum noch erwarten.

Als dann wird auf verschiedene geld-fiskalpolitische Kombinationsmöglichkeiten eingegangen. Zunächst wird eine Schwerpunktverlagerung von dem einen auf das andere Instrumentarium mit dem Wechsel der Konjunkturphasen untersucht. Danach wird die Frage erörtert, ob es zweckmäßig ist, Geld- und Fiskalpolitik jeweils auf eines von zwei verschiedenen Teilzielen wirtschaftlicher Stabilität auszurichten. Hierzu wird zwischen interner und externer Stabilität einerseits und zwischen dem kurzfristigen und dem langfristigen Aspekt des Stabilisierungszieles andererseits unterschieden. Schließlich wird geprüft, inwieweit die fallweise Schwerpunktverschiebung zugunsten der einen oder der anderen Instrumentenkategorie je nach konkreter wirtschaftlicher

Situation effizient ist. Hierbei wird einmal davon ausgegangen, daß die Erreichung des langfristigen Wachstumszieles besonders gefährdet erscheint, das andere Mal wird eine inflationäre Entwicklung der Wirtschaft unterstellt, wobei alternativ vier verschiedene Inflationsquellen angenommen werden.

Im Laufe der Erörterungen aller dieser Teilaspekte der Koordinierung von Geld- und Fiskalpolitik zeigt sich jedoch immer wieder, daß es an einer hinreichenden theoretischen Grundlage sowie an empirischen Forschungsergebnissen über die Wirkungsrichtung, -dauer, -stärke, -verlauf usw. der geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen fehlt. Es lassen sich unter Annahme bestimmter Prämissen lediglich einige Tendenzhypothesen formulieren, deren Aussagegehalt aber mit jedem Schritt der Annäherung des Modells an die Realität abnimmt. Die Theorie der Geld- und Fiskalpolitik ist eben noch nicht sehr weit vorgedrungen.

The Coordination of Monetary and Fiscal Policies under Fixed Exchange Rates

The article deals with various aspects of monetary-fiscal-policy. It starts with an analysis of those approaches which recommend alternating shifts of emphasis from one set of instruments to the other in accordance with the business cycle. It then discusses the question of whether it is appropriate to gear monetary and fiscal policy towards differing goals of economic policy. In the third section it tries to establish whether shifts from monetary to fiscal instruments are effective in securing the one or other economic goal.

Conclusively all approaches seem to be of very limited practical value, all of them being too restrictive in their theoretical framework and some inherently theoretically inadequate.