

Indexklauseln

Dämpfung der Inflationsraten ohne Rezession

Die Rückführung zu hoher Inflationsraten bewirkte bisher immer eine Rezession, das heißt eine zurückgehende Konjunktur, also Auftragsrückgang, schwache Kapazitätsauslastung und Arbeitslosigkeit. Für viele ernstzunehmende Wirtschaftspolitiker ist diese »Erfahrung« ein wichtiger Grund, die Inflation schon im Keim zu ersticken.

Leider sind *schwankende* Inflationsraten eine unleugbare wirtschaftspolitische Realität. Die Inflationsbekämpfung kann nicht nur nach dem Prinzip erfolgen: »Wehret den Anfängen!«, denn leider kommt es allzu häufig doch zu Inflationsraten, die eindeutig zu hoch sind und reduziert werden müssen. Von dieser Erfahrung muss auch derjenige ausgehen, der – wie der Verfasser – im Gegensatz zur herrschenden Meinung davon überzeugt ist, dass eine *verstetigte* Inflationsrate von 5 % – vielleicht auch schon von 3 % – die Konjunktur verstetigen, also Dauervollbeschäftigung gewährleisten würde.¹ Auch er kann vor der Frage stehen, wie man von zu hohen Inflationsraten zu »normalen« (genauer: unentbehrlichen) herabsteigen kann, ohne die Konjunktur zu beeinträchtigen.

Das Ziel der hohen Schule erfolgreicher Inflationsbekämpfung muss werden: Die Inflationsrate wird – möglichst rasch – auf das gewünschte Maß zurückgeführt, ohne dass es zu einem Konjunktur- und Beschäftigungseinbruch kommt.

Um die Antwort zu finden, sollten wir uns zunächst die »Erfahrungen« nochmals anschauen, die wir in der Bundesrepublik mit der Inflationsbekämpfung gemacht haben. Besonders interessant ist die zweite Hälfte der 70er Jahre, weil damals allseits freie Wechselkurse herrschten, die Bundesbank also praktisch überhaupt keine Rücksicht auf den Außenwert der DM nehmen musste. In dieser Zeit gelang unserer Notenbank eine bemerkenswerte Reduzierung der Inflationsrate. Diese Rate betrug 1973/74 etwa 7 % und wurde bis 1978 auf 3 % gedrückt. Die von der Bundesbank Jahr für Jahr ausdrücklich »angestrebten« Wachstumsraten blieben allerdings aus, obwohl sie die Geldmenge stark vermehrte – stark genug?

¹ Siehe FdF 212, Seite 21 bis 28 »Geldmenge im Stop-and-Go-Umlauf. Inflationserwartungen können den Geldumlauf verstetigen« (in diesem Heft, Red.). Dort wurde herausgearbeitet, dass die Bundesbank ihr Ziel stabilen Geldwertes beim besten Willen nicht erreichen kann; indem sie es anstrebt, bewirkt sie notwendigerweise immer nur schwankende Inflationsraten, obwohl gerade dies nicht in ihrem Willen liegt. Die Verstetigung der Inflationsrate ist erreichbar, wenn die Bundesbank dieses Ziel erreichen will und offen anstrebt.

Die Bundesbank legt in ihrem Jahresbericht 1977 (S. 22/24) dar, dass sich die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes in den Jahren 1975 bis 1977 – entgegen der vor Jahresbeginn jeweils erwarteten Beschleunigung – jedes mal vermindert habe. Sie stellt ausführliche Erwägungen über die Ursachen an. Sie geht aber nur indirekt auf den Umstand ein, dass in diesen Jahren die Inflationsrate kontinuierlich gesenkt wurde. Die Bundesbank räumt (S. 24 a. a. O.) nur selbst ein, es könne

zu einer länger anhaltenden Abnahme der »Umlaufgeschwindigkeit«, d.h. einer Zunahme der Kassenhaltung im Vergleich zu den Einkommen und Umsätzen, beitragen ..., wenn der Rückgang der Inflationserwartungen und die – damit zusammenhängende – starke Senkung des Zinsniveaus von Dauer wäre, denn relativ niedrige Zinsen und eine hohe Sicherheit hinsichtlich der Kaufkraft des Geldes fördern die Haltung liquider Mittel.

Es ist richtig, dass hohe Inflationserwartungen ein hohes Zinsniveau zur Folge haben und es gilt auch umgekehrt, dass der Rückgang der Inflationserwartungen das Zinsniveau stark senkt. Ich werde darauf in der zweiten Hälfte dieses Aufsatzes noch näher eingehen. Der zitierten Aussage der Bundesbank ist auch insofern beizupflichten, als ein Zusammenhang zwischen der Erwartung des Rückgangs der Inflationsrate und einer »länger anhaltenden Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit« festgestellt wird. So wie die Erwartung von steigenden Inflationsraten die Umlaufgeschwindigkeit erhöht, so senkt die Erwartung sinkender Inflationsraten die Umlaufgeschwindigkeit.²

Es ist nicht auszuschließen, dass damals in der Bevölkerung die Inflationserwartungen stärker zurückgingen, als die tatsächlichen Inflationsraten, die noch über 3% betragen und damit eigentlich ausreichend hoch waren, um einen katastrophalen Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit zu verhindern. Die hohe Autorität der Bundesbank, die sich damals entschlossen zeigte, die Geldwertstabilität – zumindest mittelfristig – vollständig wiederherzustellen, kann auch Überreaktionen der Wirtschaftsbeteiligten zur Folge gehabt haben. Für den Konjunkturverlauf sind die *Erwartungen*, gleichgültig ob sie berechtigt oder unberechtigt sind, wirkungsmächtiger als die tatsächliche Lage.

Der *erste* Schritt in die Rezession wird schon getan, wenn die Notenbank bei der Inflationsbekämpfung versäumt, das Sinken der Umlaufgeschwin-

² Dies wurde von mir bereits ausführlicher dargelegt in dem Aufsatz »Geldmenge im Stop-and-Go-Umlauf. Inflationserwartungen können den Geldumlauf verstetigen« in FRAGEN DER FREIHEIT, Heft 212, Seite 21 bis 28, insbesondere S. 23 bis 25 (in diesem Heft, Red.).

digkeit vorauszusehen und durch zusätzliche Geldvermehrung auszugleichen. Dieses Versäumnisses hat sie sich in der zweiten Hälfte der 70er Jahre wiederholt schuldig gemacht. Sie rechnete nicht mit sinkender oder auch nur gleichbleibender, sondern sogar ausdrücklich mit steigender Umlaufgeschwindigkeit. Infolgedessen machte sie von der Geldvermehrung, die bei gleichbleibender Umlaufgeschwindigkeit im Interesse des von ihr angestrebten Wirtschaftswachstums notwendig gewesen wäre, einen Abschlag anstelle des an sich notwendigen Zuschlags.³

Wie kam es zu dieser Fehlberechnung der notwendigen Vermehrung der Geldmenge? Die (in der Fußnote) erwähnten Bundesbankberichte geben deutliche Hinweise. Die Bundesbank erwartete in der zweiten Hälfte der 70er Jahre einen Großteil des Wirtschaftswachstums aus der Erhöhung der Kapazitätsauslastung der Wirtschaft, nicht aus Nettoinvestitionen. Mit Recht strebte sie zunächst einmal die Nutzung des vorhandenen Produktionspotentials an und erst in zweiter Linie seine Erweiterung. Sie meinte, die höhere Kapazitätsauslastung werde durch Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit »finanziert«. Es bleibt unklar, woher die Bundesbank damals Jahr für Jahr die Zuversicht nahm, es werde wie von selbst zu einer Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und dadurch zu einer Wirtschaftsbelebung und höheren Auslastung der vorhandenen Produktionskapazitäten kommen. Die bloße Möglichkeit, die bessere Auslastung durch eine Erhöhung der Geldumlaufgeschwindigkeit zu bewirken, war ja noch kein zureichender Grund für die Annahme, es werde zu der wünschenswerten Erhöhung auch irgendwie – jedenfalls ohne Zutun der Bundesbank – kommen.

Wie bereits erwähnt war sich die Bundesbank so sicher, dass sich die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes erhöhen werde, dass sie die Geldmenge weniger vermehrte, als dies bei gleichbleibender Umlaufgeschwindigkeit zur Ausschöpfung des Produktionspotentials erforderlich gewesen wäre. Da die Umlaufgeschwindigkeit nicht einmal gleich blieb, sondern sogar sank, war die Vermehrung der Geldmenge gerade noch ausreichend, das Sinken der Umlaufgeschwindigkeit zu kompensieren, konnte aber darüber hinaus das mögliche Wirtschaftswachstum nicht mehr in dem Umfang »finanzieren«, wie es die Bundesbank ausweislich ihrer Jahresberichte beabsichtigt hatte.

Man lernt aus den damaligen – fast hartnäckig wiederholten – Fehlern der Bundesbank, dass das Verhältnis von Geldmenge und Umlaufgeschwindig-

³ Vergleiche die Jahresberichte der Deutschen Bundesbank 1975, Seite 11; 1976, S. 13 und 23; 1977, S. 22/24 und 33/34, die in meinem Aufsatz »Notenbankpolitik – Geldmenge, Geldumlauf und Inflationsrate im Spiegel der Bundesbankberichte« in FRAGEN DER FREIHEIT, Heft 211, S. 3 ff., 4 bis 7 (in diesem Heft, Red.) wörtlich zitiert sind.

keit so eng ist, dass ihre Veränderungsraten sich kumulativ verstärken, wenn sie in die gleiche Richtung gehen, oder sich gegenseitig kompensieren, wenn sie gegenläufig sind. Erst die jeweilige Gesamtwirkung von Geldmenge und Umlaufgeschwindigkeit ist konjunktur- und wachstumsbestimmend. Mit anderen Worten: eine zurückgehende Umlaufgeschwindigkeit verzehrt eine Geldmengenausdehnung ganz oder teilweise, bevor sie wachstumswirksam werden kann.

Die Erwartung der Bundesbank, die Umlaufgeschwindigkeit werde sich erhöhen, beruhte auf einer Verwechslung von konjunkturellen Effekten auf die Umlaufgeschwindigkeit mit inflationären Effekten auf die Umlaufgeschwindigkeit. Das Wirtschaftswachstum ist häufig mit Preissteigerungen verbunden. Die Preissteigerungen bewirken die beobachtete Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit; das Wirtschaftswachstum ist nicht die Ursache, es kann auch bei stabilen Preisen oder bei stabilen Inflationsraten und gleichbleibender Umlaufgeschwindigkeit stattfinden! Das von der Bundesbank angestrebte Wachstum blieb aus, weil die gleichzeitig erfolgreich angestrebte Absenkung der Inflationsrate Jahr für Jahr, also kumulativ (!) zu einer Senkung der Umlaufgeschwindigkeit führte. Obwohl die Geldmengenvermehrungsraten erheblich waren (8 % jährlich) haben sie nicht ausgereicht, das angestrebte Wachstum zu finanzieren, weil sie von unerwarteten Verringerungen der Umlaufgeschwindigkeit aufgezehrt wurden (»gebunden« wurden, wie es der Bundesbank-Bericht 1975, Seite 11 ausdrückt, der weiter unten zitiert wird).

Die konjunkturpolitische Fehlleistung der Bundesbank war also eine Wirkung ihres geldpolitischen Erfolges: Ihre glaubwürdige Ankündigung, sie werde eine Inflationsrate in der bisherigen Höhe nicht hinnehmen, dämpfte die Inflationserwartungen. Infolge der gedämpften Inflationserwartungen sank trotz angekündigter erheblicher Geldvermehrung die Umlaufgeschwindigkeit so stark, dass das gleichzeitig angestrebte Wirtschaftswachstum ausbleiben musste. Aus dieser Erkenntnis folgt die Lehre: Wenn es der Bundesbank gelingt, die Inflationserwartungen zu dämpfen, dann kann die »wirksame« Geldmenge trotz Geldvermehrung sinken. Es droht ein kumulativ deflatorischer Prozess! In einem solchen Prozess sinkt die Umlaufgeschwindigkeit so rapide, dass auch sehr starke Geldvermehrungen sie nicht mehr kompensieren und die Konjunktur trotzdem noch stabilisieren können.

Das Wirtschaftswachstum entfaltet sich nur, wenn die wirksame Geldmenge wächst. Merke:

$$\begin{aligned} & \text{Ausgegebene Geldmenge} \\ & = \text{Unwirksame Geldmenge} + \text{Wirksame Geldmenge} \\ \text{Überflüssige Kassenhaltung} & = \text{Unwirksame Geldmenge} \end{aligned}$$

Und merke weiter:

Die tatsächliche Umlaufgeschwindigkeit hängt immer ab von der allgemein erwarteten Höhe der Inflationsrate.

Wenn die Notenbank die Inflationsraten senkt, muss sie stets mit einem Absinken der Umlaufgeschwindigkeit rechnen und diesen Effekt auf die »wirksame« Geldmenge durch eine zusätzliche Geldvermehrung kompensieren. Erst eine darüberhinausgehende weitere Geldvermehrung bringt brachliegende Wachstumspotentiale zur Entfaltung, ohne die Umlaufgeschwindigkeit wieder zu erhöhen. – Das ist aber noch nicht die vollständige Lektion zu der spannenden Frage, ob eine Reduzierung von Inflationsraten bei gleichzeitigem Wirtschaftswachstum möglich ist, wie es die Bundesbank bei den Festsetzungen der Geldmengenziele für die Jahre 1975 bis 1977 angestrebt hatte.

Der *zweite* Schritt in die Rezession hat weniger mit der Auswirkung der sinkenden Inflationsraten auf die Umsatzfreudigkeit der Wirtschaftsbeteiligten als mit ihren Auswirkungen auf den Kapitalmarkt zu tun. Der Rückgang der tatsächlichen Inflationsraten bewirkte auch deswegen eine Rezession, weil die hohen Inflationserwartungen derjenigen Unternehmer, die sich zu den inflationär aufgeblähten Zinsraten verschuldet hatten, nicht in vollem Umfang eintrafen. Denn diese Unternehmen mussten infolge der zurückgehenden Inflationsraten in wirtschaftliche Schwierigkeiten kommen: die hohen Zinszahlungen, zu denen sie sich verpflichtet hatten, konnten sie nicht durch die erwarteten, aber ausgebliebenen Preissteigerungen »verdienen«. Man muss wohl davon ausgehen, dass es nicht wenige Unternehmen waren, die sich in der Hochzinsphase verschuldet hatten und von den hohen Zinsen nicht so rasch wieder herunterkamen, wie die Inflationsrate sank. Nicht alle, aber doch viele von ihnen mussten dadurch in ernstliche Zahlungsschwierigkeiten kommen, was erfahrungsgemäß Auswirkungen auf ihre Geschäftspartner hat, die die Bundesbank im Jahresbericht 1975 (Seite 11) mit den Worten beschrieb:

Ein guter Teil der zusätzlichen Geldmengen wurde nämlich dadurch »gebunden«, dass in einer Rezessionsphase der Liquiditätsbedarf der Wirtschaft und der Privatpersonen aus Vorsichtsmotiven wächst, die »Umlaufgeschwindigkeit« also dementsprechend zurückgeht. Hätte in dieser Situation die Bundesbank ihr Geldmengenziel nach unten korrigiert, so hätte sie damit die Rezession verstärkt.

Dem letzten Satz muss man sicher zustimmen. Die Bundesbank hat aber wohl nicht bedacht, dass die von ihr gewollte Rückführung der Inflationsrate die Rezession der Wirtschaft bewirken musste. Die sinkende Inflationsrate

bringt zwar nicht viele Unternehmen in echte Zahlungsschwierigkeiten, aber doch so viele, dass alle anderen Unternehmen zusätzliche Liquiditätsvorsorge wegen möglicher Überschreitungen der Zahlungsziele durch einige ihrer Kunden oder gar wegen möglicher endgültiger Zahlungsausfälle treffen müssen. Die Unternehmen mit Zahlungsschwierigkeiten reduzieren ihre Nachfrage nach Vorprodukten und ihre Beschäftigtenzahl; die Unternehmen und Privatpersonen, die zusätzliche Liquiditätsvorsorge treffen, reduzieren ihre Nachfrage ebenfalls entsprechend. Die Nachfrageausfälle bewirken einen Rückgang der Beschäftigung, d.h. steigende Arbeitslosigkeit, die ihrerseits zu Nachfrageausfällen auf den Konsumgütermärkten führt.

Auch im oben wiedergegebenen Text unterscheidet die Bundesbank nicht zureichend zwischen einer rein monetären und einer konjunkturellen Wirkung auf die Umlaufgeschwindigkeit. Es ist zwar richtig, dass bei einem Konjunkturrückgang viele Unternehmen in Zahlungsschwierigkeiten geraten und alle anderen Wirtschaftsbeteiligten daher ihre Vorsichtskassen erhöhen. Aber der Konjunkturrückgang, der »Wachstumsverlust« (= Nichteintritt möglichen realen Wachstums wegen Fortdauer der mangelhaften Auslastung vorhandener Kapazitäten) wäre durch reichlichere Geldvermehrung vermeidbar gewesen und trotzdem wären viele Unternehmen aus rein monetären Gründen, nämlich wegen des unerwarteten Rückgangs der Inflationsraten in Zahlungsschwierigkeiten geraten, was bei anderen Unternehmen zu Erhöhungen der Vorsichtskassen führen musste.

Erst seit zwei bis drei Jahrzehnten wird auf dem Kapitalmarkt allgemein zwischen Nominal- und Realzinsen klar unterschieden. Fast alle Wirtschaftsbeteiligten wissen heute, dass die Inflation die Zinsen nach oben treibt, und rechnen von den vereinbarten Zinsen, also den im Darlehensvertrag *genannten* Zinsen (»Nominalzinsen«) die erwartete Inflationsrate ab, wenn sie den wirklichen Zinsgewinn (die »Realzinsen«) ermitteln wollen. In einer Wirtschaft mit gleichbleibenden Inflationsraten gilt die Formel:

Nominalzins minus Inflationsrate gleich Realzins

oder umgekehrt:

Realzins plus Inflationsrate gleich Nominalzins

Der Realzins spiegelt die Knappheit des Kapitals wider, also das Verhältnis von Angebot und Nachfrage. Die Nominalzinsen werden von den – im Idealfall gleichbleibenden und vor allem zutreffenden – Inflationserwartungen geprägt. Tritt die erwartete Inflationsrate auch tatsächlich ein, dann empfängt der Gläubiger schon mit den laufenden Zinszahlungen einen Inflationsausgleich auf sein Kapital, das zum Zeitpunkt der Rückzahlung weniger wert sein wird als im Zeitpunkt der Darlehensgewährung. Die erhöhten

Zinszahlungen sind also wirtschaftlich eigentlich eine vorzeitige »Rückzahlung« des Inflationszuschlags auf die Darlehenssumme. – Bei einer Wirtschaft mit gleichbleibenden Inflationsraten, die alle Beteiligten bei Vertragsabschluss richtig voraussehen, herrscht Gerechtigkeit auf den Kapitalmärkten. Bei langfristig gleichbleibenden, vorhersehbaren Inflationsraten sind auch langfristige Kapitalanlagen und Kreditaufnahmen ohne Inflationsrisiken möglich, weil die Inflationsraten durch höhere Nominalzinsen exakt ausgeglichen werden.

Tritt die bei Vertragsabschluss erwartete Inflationsrate jedoch nicht ein, dann hat bei ordentlicher Vertragserfüllung entweder der Gläubiger oder der Schuldner einen unerwarteten Gewinn zulasten des Partners. Bei geringeren Inflationsraten gewinnt der Gläubiger, bei höheren Inflationsraten gewinnt der Schuldner. Die Vermögensverschiebungen, die durch unerwartete Inflationsraten bewirkt werden, sind gewaltig und reizen alle wachen Kapitalanleger zu lebhaften Spekulationen. Diese wirken gesamtwirtschaftlich nicht ausgleichend, sondern verschärfen alle sich andeutenden Ungleichgewichte auf und zwischen den Geld- und Kapitalmärkten.

Dass die »Spekulationskassen« jeweils gefüllt oder geleert werden und damit die wirksame Geldmenge beeinflusst wird, ist zwar von der Bundesbank meist in der Richtung, selten aber im Ausmaß zuverlässig vorherzusehen. Sie muss bei der Ankündigung der Beeinflussung der Inflationsraten daher auch stets an die Wirkung auf die Spekulationskassen denken. Um die allfälligen Ungerechtigkeiten verkraften zu können, müssen alle am Kapitalmarkt als Gläubiger oder Schuldner Beteiligten auch ihre »Vorsorgekassen« stärker füllen, als es bei gleichlaufender Konjunktur- und Geldwertentwicklung nötig wäre. Volle Kassen destabilisieren die Umlaufgeschwindigkeit und erschweren der Bundesbank ihr Geschäft der zutreffenden Geldversorgung. Denn die ausgegebene und die wirksame Geldmenge klaffen weiter, als unbedingt erforderlich, auseinander.

Stärker als es vielen Beobachtern heute schon bewusst ist, beeinflusst das häufige Schwanken der Inflationsraten das oben geschilderte Schwanken der »Vorsichtskassen« und der »Spekulationskassen« der Wirtschaftsbeteiligten. Die üblicherweise und auch von der Bundesbank gegebenen *konjunkturellen* Erklärungen dieses außerordentlichen Aufbaus oder Abbaus von Liquidität sind zu pauschal, weil sie nur zutreffen, wenn ein konjunktureller Aufschwung mit Preissteigerungen oder ein konjunktureller Abschwung mit Preissenkungen einhergeht. Sie stimmen auch noch, wenn ein Aufschwung mit steigenden Inflationsraten oder ein Abschwung mit sinkenden Inflationsraten zusammenfällt. Aber spätestens beim Phänomen der »Stagnation«, das heißt bei Inflation mit wirtschaftlicher Stagnation, versagen diese konjunkturellen Erklärungsansätze. Dann hilft nur noch der streng monetaristische

Ansatz weiter, der den Einfluss der erwarteten Änderungsraten des Geldwertes auf die Kassenhaltung ins Auge fasst. Die konjunkturellen Entwicklungen sind stärker als es im allgemeinen Bewusstsein ist, Folge der Erwartungen hinsichtlich der künftigen monetären Entwicklungen.

Man merkt dem Jahresbericht 1977 deutlich das Rätselraten der Bundesbank an, warum die Wachstumsraten des Sozialprodukts nicht eingetroffen waren, die sie bei der jährlichen Festsetzung ihres Geldmengenziels (in der Regel in Übereinstimmung mit der Zielprojektion der Bundesregierung) erwartet hatte. Wie viel besser wäre es uns gegangen, wenn die erwarteten Wachstumsraten jeweils eingetroffen wären! Hoch waren sie doch gar nicht! War und ist in aller Zukunft bei Rückführung der Inflationsraten eine Rezession unvermeidlich? Milton Friedman schreibt 1980⁴

Wir kennen kein Beispiel in der Geschichte, dass die Inflation ohne Zwischenphase eines langsamen ökonomischen Wachstums und einer höheren Arbeitslosigkeit beendet worden wäre. Das ist die wesentliche Erfahrung für unsere Beurteilung, dass es keine Möglichkeit gibt, Nebeneffekte bei der Anti-Inflationspolitik zu vermeiden. Es ist jedoch möglich, diese Nebenwirkungen abzuschwächen, sie abzumildern. Die wichtigste Überlegung bei dem Versuch, die Nebenwirkungen abzumildern, ist, dass man eine Inflationsrate stufenweise, aber gleichmäßig abbaut und dass man diese Politik vorher ankündigt und sich auch daran hält, so dass diese Politik glaubwürdig erscheint.

Der Grund für das stufenweise Vorgehen und für die Vorankündigung ist, dass man den Leuten Zeit gibt, sich an die veränderte Situation anzupassen und sie auch dazu anregt, diese Anpassung vorzunehmen. Viele Leute haben langfristige Verträge abgeschlossen, Arbeitsverträge, Kreditverträge, Verträge für eine Mitarbeit an einer Produktion oder an einer Konstruktion, und zwar auf der Basis ihrer Inflationserwartungen. Diese langfristigen Verträge können nur sehr schwer schnell geändert oder gelöst werden. Wenn man versucht, sie rasch zu ändern, dann wird das für viele Leute sehr teuer. Wenn man den Leuten jedoch Zeit lässt, diese Verträge zu erfüllen, zu ändern oder zu erneuern, dann können sie sich an die neue Situation anpassen.

Eine andere Überlegung hat sich als sehr wirkungsvoll erwiesen, die Nebenwirkungen der Anti-Inflationspolitik abzuschwächen: wenn man eine automatische Anpassung an die Inflation in langfristige Verträge einbezieht; man nennt das eine Indexklausel oder man kann es auch eine »gleitende Preisklausel« nennen. Die bekannteste ist die Lohnangleichung an den Lebenshaltungsindex, ...

Milton Friedman bringt dann eine Reihe weiterer treffender Beispiele für Indexklauseln aus allen Lebens- und Wirtschaftsbereichen.⁵ Er erläutert sie

⁴ Milton & Rose Friedman, Chancen, die ich meine, Ullstein-Sachbuch Nr. 34152, Seite 294/95

⁵ Vergleiche zur Praxis und rechtlichen Zulässigkeit von Indexklauseln auch den Aufsatz von Fritz Andres »Die Anpassung des Erbbauzinses« in FRAGEN DER FREIHEIT, Heft 213, Seite 32 bis 38 (in diesem Heft, Red.).

aber nur unter Gerechtigkeitsgesichtspunkten. Man vermisst Betrachtungen zur Wirkung auf den volkswirtschaftlichen Kreislauf, also zu der Frage, ob bei allgemeiner Verbreitung von Indexklauseln bei der Verringerung der Inflationsraten die Rezession unterbleibt. Offenbar ist für Friedman die Unvermeidlichkeit der konjunkturbremsenden Nebenwirkung so selbstverständlich, dass er ihre Entstehung überhaupt nicht erklärt. Die Unvermeidlichkeit der Nebenwirkung steht für ihn fest; sie kann seiner Meinung nach nur gemildert werden. Ich habe mich in den vorangehenden Teilen dieses Aufsatzes bemüht zu erklären, warum es zur Rezession kommt. Daraus ergeben sich auch mögliche Vermeidungsstrategien. Ich möchte im Folgenden zeigen, dass die konjunkturbremsenden Nebenwirkungen der Inflationsbekämpfung durch die verbreitete Anwendung von Indexklauseln volkswirtschaftlich praktisch ganz vermieden werden könnten.

Die Strategie der Bundesbank zur Senkung der Inflationsraten muss so angelegt werden, dass die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes in der Konsumgütersphäre nicht unkontrolliert, sondern maßvoll sinkt. Dieser Prozess darf nicht schockartig, kann aber doch rasch ablaufen. Die Öffentlichkeitsarbeit der Bundesbank sollte dazu die Inflationserwartungen wachhalten, genauer gesagt: sie nur etwas, nicht zu sehr dämpfen. Sie darf keinen stabilen Geldwert versprechen, sondern muss die Aufrechterhaltung »unentbehrlicher« Inflationsraten glaubhaft ankündigen und auch durchsetzen. Dann kann sie bei kontrolliert sinkender, aber nicht abstürzender Umlaufgeschwindigkeit die Geldmenge so steuern, dass bei voller Ausschöpfung des Wachstumspotentials die Inflationsrate gedämpft wird. Genauer gesagt: Die von der Bundesbank ausgegebene Geldmenge muss so wachsen, dass

- sich die *unwirksame* Geldmenge im Maße des Rückgangs der Umlaufgeschwindigkeit und dass
- sich die *wirksame* Geldmenge im Maße des Wachstumspotentials

erhöht. Dann werden kraft der Autorität der Ankündigungen der Bundesbank die Inflationserwartungen und damit die Umlaufgeschwindigkeit und folglich auch die Inflationsraten zurückgehen.

Aber damit ist die *zweite* Ursache der Rezession noch nicht überwunden: die Unternehmen, die sich in der inflationsbedingten Hochzinsphase verschuldet haben, kommen infolge der unerwarteten Senkung der Inflationsraten trotz guter Konjunktur in Zahlungsschwierigkeiten. Dies veranlasst andere Wirtschaftsbeteiligte zur Ausweitung ihrer »Vorsichtskassen«; vermehrte Kassenhaltung bedeutet Verringerung der »wirksamen« Geldmenge oder mit anderen Worten sinkende Umlaufgeschwindigkeit.

Die Wirtschaftspolitik kann die verschuldeten Unternehmen mit ihren betriebswirtschaftlichen Problemen alleine lassen und sich auf die volkswirtschaftliche Gegenstrategie verlegen, die »Vorsichtskassen« durch eine weitere zusätzliche Geldvermehrung zu füttern, um so das Absinken der »wirksamen« Geldmenge zu verhindern. Es ist aber nicht leicht, das Volumen einer solchen zusätzlichen Geldvermehrung zutreffend zu bemessen. Die Erhöhung der *unwirksamen* Geldmenge stellt auch stets ein gefährliches Inflationspotential dar, wie die Bundesbank immer wieder sorgenvoll betont, denn sie kann jederzeit ohne ihre unmittelbare Mitwirkung, z. B. durch politische Krisen, mobilisiert werden, also die *wirksame* Geldmenge erhöhen. Es ist außerdem volkswirtschaftlich nicht sinnvoll, Unternehmen, die Waren und Dienstleistungen kostengünstig produzieren und Verbraucherwünsche damit befriedigen, an kaum vorhersehbaren Geldwertschwankungen scheitern zu lassen, die ihre mittel- und langfristigen Finanzierungen durcheinanderbringen.

Die Wirtschaftspolitik sollte daher Indexklauseln zulassen, die zuverlässig verhindern, dass sich die ökonomische Last der Zins- und Tilgungsverpflichtungen – vom Schuldner unerwartet – erhöht. Wenn die Absenkung der Inflationsraten die fremdfinanzierten Unternehmungen dank Indexklauseln nicht mehr in Schwierigkeiten bringt, dann wird das Sinken der Inflationsraten auch nicht mehr zu der oben geschilderten Verlangsamung der Umlaufgeschwindigkeit aus Gründen konjunktureller Liquiditätsvorsorge (»Vorsorgekassen«) führen, deren Ausmaß von der Bundesbank schwer kalkulierbar und daher kaum zutreffend ausgleichbar ist. Ebenso überflüssig werden auf Seiten der Kapitalanleger Spekulationskassen zur Nutzung von Geldwertschwankungen und Vorsorgekassen, um allfällige Spekulationsverluste verkraften zu können.

Im Sinne der Verbesserung der Angebotsbedingungen besteht wirtschaftspolitisch ein erhebliches Interesse an Indexklauseln. Langfristige vertragliche Bindungen, wie sie im Zusammenhang von großen Bauvorhaben zwischen Investor und Baufirmen einerseits und Investor und Geldgebern andererseits notwendig sind, werden durch Indexklauseln von den Kalkulationsrisiken unvorhersehbarer Geldwertveränderungen befreit. Es kann nicht bestritten werden, dass heute viele Investitionen unterbleiben müssen, weil die Geldwertrisiken für langfristige Investitions- und Finanzierungsentscheidungen allzu gravierend sind. Insbesondere in der Erwartung sinkender Inflationsraten ist es aus den weiter oben geschilderten Gründen falsch, sich langfristig zu verschulden – es sei denn mit Indexklauseln. Aber ohne Verschuldungsbereitschaft der Unternehmen gibt es kein Wachstum der Investitionsgüternachfrage, also kein Wachstum des »Produktionspotentials«. Deshalb wirken glaubwürdige Ankündigungen der

Bundesbank, sie werde die Inflationsraten senken, bisher so massiv konjunkturschädlich.

In absehbarer Zeit sollten zwei Probleme gelöst werden:

1. Das Problem schwankender Inflationsraten wird solange bestehen, bis die Bundesbank vom utopischen Ziel der Geldwertstabilität ablässt und den Weg einer Verstetigung der Inflationsraten auf dem unentbehrlichen Niveau einschlägt.⁶
2. Die Zurückführung ausnahmsweise einmal überhöhter Inflationsraten auf ein unentbehrliches Normalmaß wird auch dann noch hin und wieder erforderlich sein. Vorsorglich muss die Bundesbank für die weitestmögliche Anwendung wirkungsvoller Indexklauseln werben.

Die Zulassung – ja die Förderung – von Indexklauseln ist unausweichlich geboten, wenn die Verringerung von Inflationsraten gelingen soll, ohne Unternehmenszusammenbrüche und Arbeitslosigkeit zu bewirken. Es gibt keinen anderen Schutz vor *schwankenden* Inflationsraten als Indexklauseln.

Indexklauseln sind nur bei offen angestrebten, langfristig *konstanten* Inflationsraten entbehrlich. Die Vertragspartner werden von alleine auf sie verzichten, wenn sie nur noch mit gleichbleibenden Inflationsraten rechnen.

Die normale Wirkung von mäßigen Inflationsraten, nämlich die Beschleunigung des Geldumlaufs bis zur Austrocknung aller »Geldpfützen«, aller *überflüssigen* Kassenhaltung, wird bei allgemeiner Verbreitung von Indexklauseln auch in Zeiten der Verringerung zu hoher Inflationsraten erhalten bleiben. Solange die Inflationsraten schwanken, wird auch die Umlaufgeschwindigkeit, das heißt die Kassenhaltung schwanken. Diese Schwankungen können durch Variationen der ausgegebenen Geldmenge einigermaßen kompensiert werden, solange die Inflationsraten nicht unter das unentbehrliche Niveau sinken, also dafür sorgen, dass die Umlaufgeschwindigkeit »robust stabil« bleibt, das heißt die Kassenhaltung trotz allem nur wenig schwankt.⁷ Die Indexklauseln schützen die Kassenhaltung nicht vor Inflationsschäden; dies wirkt wie eine Steuer auf die Liquiditätshaltung, dämmt also den Hang zur Liquidität milde, aber spürbar ein. Dasselbe gilt für kurzfristige Geldanlagen, weil sich Indexklauseln für diese Art von Schuldverhältnissen kaum allgemein durchsetzen werden; der mit ihnen verbundene Arbeitsaufwand dürfte sich im kurzfristigen Bereich nicht lohnen, zumal Schwankungen der Inflationsraten kurzfristig gut vor-

⁶ Vergleiche die Fußnote auf der ersten Seite dieses Aufsatzes.

⁷ Siehe dazu die näheren Ausführungen in meinem Aufsatz »Geldmenge im Stop-and-Go-Umlauf. Inflationserwartungen können den Geldumlauf verstetigen« in FRAGEN DER FREIHEIT, Heft 212, Seiten 21 bis 28, speziell auf S. 25 (in diesem Heft, Red.).

hersehbar und durch Abweichungen der Nominal- von den Realzinsen verhältnismäßig zuverlässig kompensierbar sind.

Sollte die Bundesbank wieder einmal in die Lage kommen, zu hohe Inflationsraten verringern zu müssen, sollte sie zuvor auf die allgemeine Anwendung von Indexklauseln drängen. Es wäre auch angemessen, durch eine gesetzliche Regel die Anpassung, d. h. Verringerung von alten Zinspflichten an abgesenkte Inflationsraten zu verfügen, soweit Indexklauseln früher nicht zugelassen wurden. Investitionskredite sollen schließlich sehr langfristig sein.

Milton Friedman hat in dem oben abgedruckten Text nachdrücklich betont, die Rückführung von zu hohen Inflationsraten solle so langsam erfolgen, dass die Geschäftsleute ihre langfristigen Verträge erfüllen können, ohne durch das Absenken der Inflationsraten geschädigt zu werden. Das kann viele Jahre dauern. Hier wird gezeigt, dass hohe Inflationsraten auch sehr rasch auf das unentbehrliche Maß von 5 % oder vielleicht sogar nur 3 % zurückgeführt werden können, ohne dass die Konjunktur gefährdet wird, sobald es üblich geworden ist, für alle mittel- und längerfristigen Vertragsbeziehungen Indexklauseln vorzusehen. Die Notenbank greift dann durch die Inflationsbekämpfung weder ungerecht in langfristige Verträge ein, noch muss sie befürchten, dass Unternehmen durch die Absenkung von Inflationsraten in Zahlungsschwierigkeiten geraten und deshalb – wegen allgemeiner Erhöhung der Vorsichtskassen – die Umlaufgeschwindigkeit unberechenbar sinken könnte.

Im Gegensatz zu *Milton Friedman* kann also festgestellt werden, dass eine Politik der raschen Reduzierung von Inflationsraten möglich ist, ohne dass Wachstumsverluste und Arbeitslosigkeit in Kauf genommen werden müssten. Er hat den Weg zu einer solchen Politik durch den Hinweis auf Indexklauseln selbst gewiesen. Aber er meinte, damit unvermeidliche Nebenwirkungen nur mildern zu können. Dies ist pragmatisch richtig, wenn man davon ausgeht, dass es nicht zu einer fast lückenlosen Verwendung von Indexklauseln kommen wird, weil sie noch zu unbekannt und natürlich auch sehr umständlich zu handhaben sind. Er sah aber auch nur das Problem der Einzelfallgerechtigkeit und nicht die volkswirtschaftliche Wirkung einer weitgehenden Verwendung von Indexklauseln.

Die Bundesbank ist aufgefordert, ihre restriktive Politik gegenüber Indexklauseln aufzugeben und für ihre Verbreitung zu werben. Sie sind in Zeiten schwankender Inflationsraten nicht nur ein unentbehrliches Instrument der Einzelfallgerechtigkeit, sondern bei notwendiger Inflationsbekämpfung unverzichtbar als volkswirtschaftliches Instrument zur Verhinderung von Konjunkturinbrüchen.