

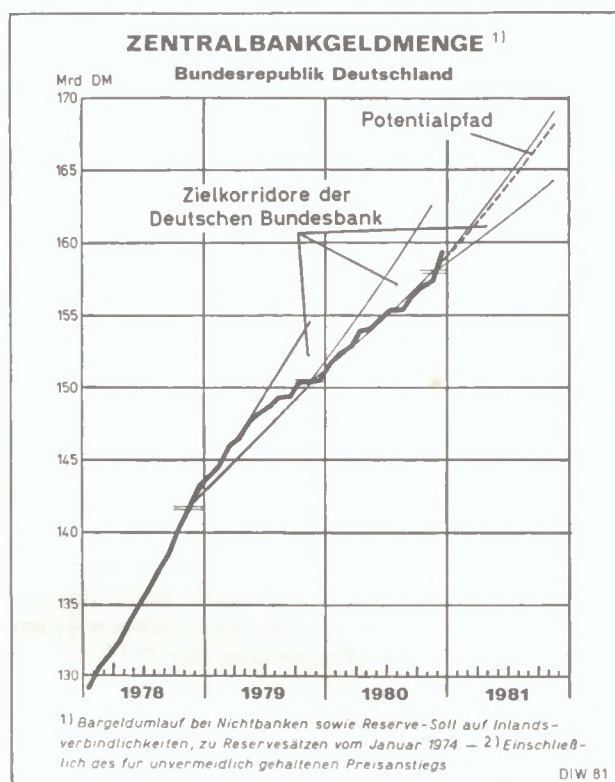
DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG WOCHENBERICHT 7/81

Berlin

12. Februar 1981

48. Jahrgang

Zahlungsbilanzorientierte Geldpolitik verschärft Rezession



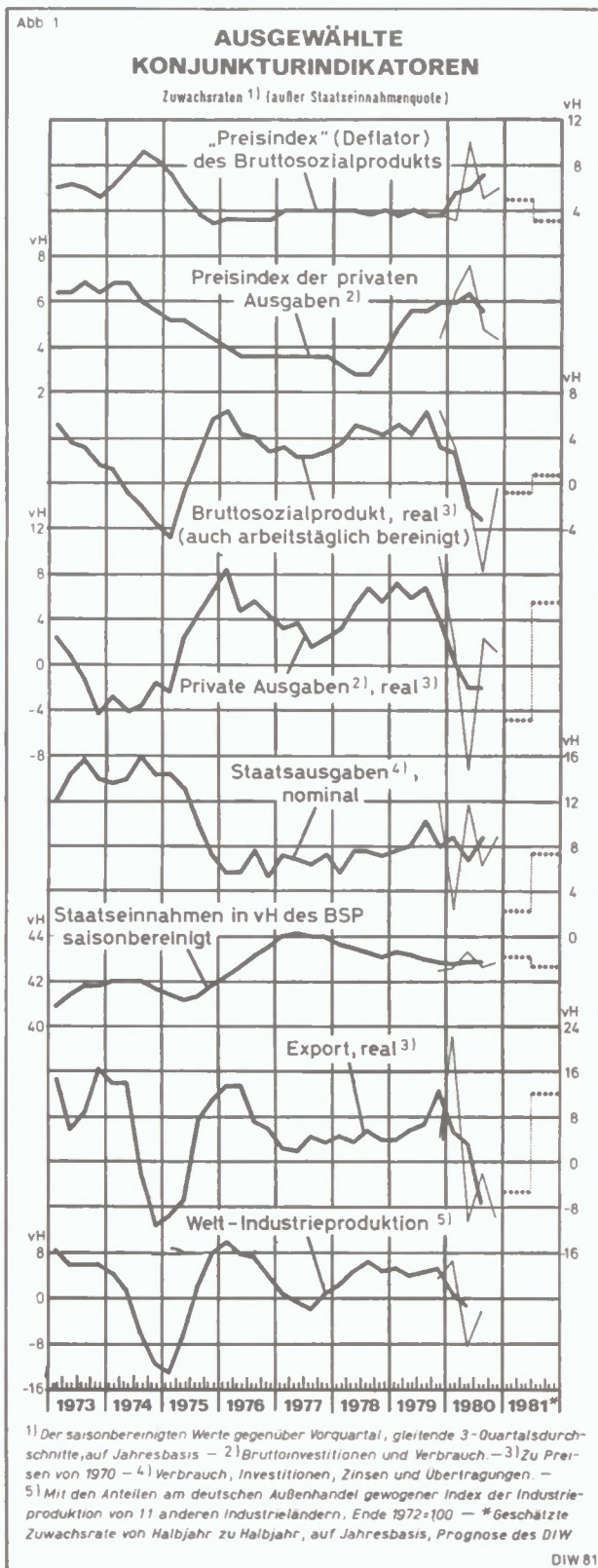
Seit Frühjahr 1980 befindet sich die Wirtschaft der Bundesrepublik Deutschland im konjunkturellen Abschwung, der zuletzt rezessiven Charakter annahm. Sozialprodukt und Beschäftigung schrumpfen. Im Januar 1981 war die Zahl der Arbeitslosen und die der Kurzarbeiter um jeweils 300 000 größer als ein Jahr zuvor. Dies ist zum Teil die Folge mehr-

maliger drastischer Ölverteuerungen und der — auch damit zusammenhängenden — Konjunkturabschwächung im Ausland (vgl. „Reale Exporte“ und „Welt-Industrieproduktion“ in Abb. 1). Zu einem erheblichen Teil ist die Rezession aber auch darauf zurückzuführen, daß die Kreditmarktkonditionen schlechter geworden und die Zinsen für Geldanlagen gestiegen sind; dadurch sind die privaten Ausgaben für Investitionen und Konsum nennenswert beeinträchtigt worden. Die Investitionsneigung hat auch deshalb nachgelassen, weil die Kreditlaufzeiten kürzer geworden sind¹⁾; so sank die Laufzeit neu emittierter Rentenwerte von 7 bis 8 Jahren Anfang 1978 auf 4 bis 5 Jahre Ende 1980 (vgl. Abb. 2).

Mit der Zinserhöhung, die schon im Frühjahr 1978 begann, hat sich die Geld- und Kreditexpansion verringert. Besonders rasch und stark reagierte — wegen der großen Zinsempfindlichkeit der Sichteinlagen — die Expansion des Geldvolumens im engeren Sinne (vgl. „Geldmenge M1D in Abb. 3²⁾). Auch die Zu-

¹⁾ Investitionshemmend wirkt dabei die Verkürzung der Pay-off-Periode. Vgl. Eirik Svinland: Inflation, Zins und Kreditlaufzeiten. In: Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, Heft 4/1979.

²⁾ Die hier abgebildete Geldmenge M1D basiert beim Bargeldumlauf auf vier wöchentlichen und bei den reservepflichtigen Sichtverbindlichkeiten auf täglichen oder vier wöchentlichen Angaben. Sie unterliegt weniger Zufallseinflüssen als die zum Monatsende gemessene Geldmenge M1 und weist auch — wie Regressionsanalysen zeigen — einen engeren Zusammenhang mit den realen privaten Ausgaben auf. Ein Nachteil von M1D besteht allerdings darin, daß die reservepflichtigen Sichtverbindlichkeiten eine Größe sind, die von der Mitte des Vormonats bis zur Mitte des jeweiligen Monats erfaßt werden.



nahme der Geldmenge im weiteren Sinne (M3) und der Zentralbankgeldmenge ließ schließlich deutlich nach; die Zentralbankgeldmenge bewegte sich von Mai bis November 1980 sogar unterhalb des von

der Bundesbank festgesetzten Zielkorridors. Am spätesten folgte die Expansion der Bankkredite an Private und Unternehmen – eine Größe, die in der Regel synchron mit der Konjunktur verläuft.

Zinssteigerung und Verkürzung der Kreditlaufzeiten im Jahre 1978 beruhten darauf, daß Zinserhöhungen im Ausland – zeitweilig auch die Befestigung des Dollarkurses – Kapitalexporte induzierten; von Herbst 1978 an waren es auch die wieder wachsenden Inflationserwartungen im Ausland, die zusammen mit der Verbesserung der Konjunktur zu Zinssteigerungen beitrugen. Von Anfang 1979 an wurde dann die Zinsentwicklung, namentlich auf den Geld- und Bankkreditmärkten, immer stärker von der Geldpolitik bestimmt.

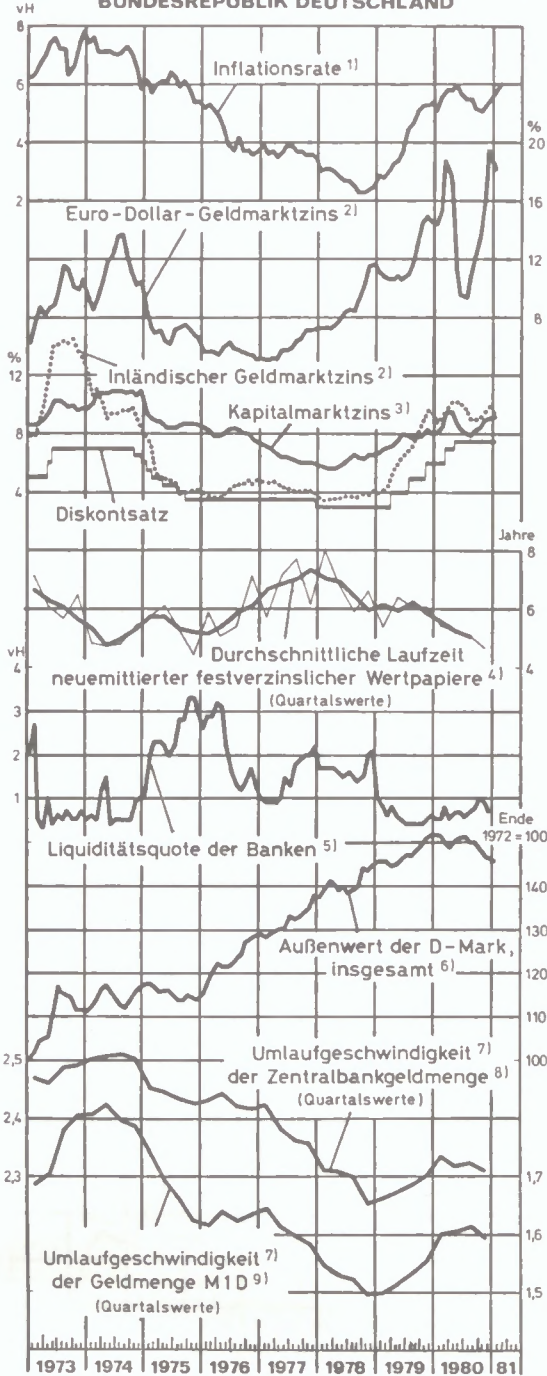
Schon 1978 hatte die Bundesbank versucht, die Bankenliquidität einzudämmen (Abb. 2). Die Ausweitung des Angebots an aktuellem und potentiell Zentralbankgeld – es umfaßt im Unterschied zur „Zentralbankgeldmenge“ auch die Liquiditätsreserven der Banken – begann sich abzuschwächen (Abb. 3). Trotzdem beschleunigte sich die Expansion der Zentralbankgeldmenge bis zum Jahresende und übertraf die von der Bundesbank gesetzte Zielmarke beträchtlich. Deshalb sah sich die Bundesbank zu Beginn des Jahres 1979 zu erheblich schärferen kontraktiven Maßnahmen gezwungen; der Restriktionskurs wurde durch mehrmalige kräftige Erhöhungen der Leitzinsen (Diskont- und Lombardsatz, Abgabesätze für Geldmarktpapiere) akzentuiert. Dieser Kurs konnte bis Herbst 1979 mit den Grundsätzen einer Versteigungsstrategie gerechtfertigt werden; denn es galt, die Zentralbankgeldmenge wieder auf den Potentialpfad zurückzuführen. Danach wäre es aber im Sinne einer potentialorientierten Politik geboten gewesen, die geldpolitischen Zügel allmählich zu lockern, um einer weiteren Abschwächung der monetären Expansion Einhalt zu gebieten. Ansätze hierzu gab es. Die Bundesbank begann, das Angebot an aktuellem und potentiell Zentralbankgeld wieder stärker auszuweiten. Diese Politik blieb jedoch Episode. Schon bald nach der Jahreswende 1979/80 verschärfte die Bundesbank ihren Restriktionskurs wieder – sie erhöhte die Leitzinsen –, um dem Druck auf den Wechselkurs der D-Mark, der von der drastischen Erhöhung der amerikanischen Zinsen und der verstärkten Passivierung der westdeutschen Leistungsbilanz ausging, und dem Abbau der Währungsreserven zu begegnen. Mit dieser Politik, die zunächst weitere Zinssteigerungen und eine sehr schwache monetäre Expansion mit sich brachte, war auch von der monetären Seite her der Weg in eine ausgeprägte Rezession vorgezeichnet.

In seinen „Grundlinien der Wirtschaftsentwicklung 1981“³ erwartet das DIW, daß sich die Rezession

³ In: Wochenbericht des DIW, Nr. 1-2/81.

Abb. 2

INFLATIONSRATE, ZINSSÄTZE UND ANDERE MONETÄRE INDIKATOREN BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND



¹⁾ Erhöhung des Preisindex für die Lebenshaltung aller privaten Haushalte in vH gegenüber Vorjahrswert — ²⁾ Satz für Dreimonatsgeld — ³⁾ Rendite inländischer festverzinslicher Wertpapiere im Umlauf — ⁴⁾ Grundlage sind die in der Wertpapierstatistik der Bundesbank veröffentlichten Daten über die verschiedenen Restlaufzeiten beim Brutto-Absatz inländischer gesamt-fälliger Schuldverschreibungen, saisonbereinigt — ⁵⁾ Freie Liquiditätsreserven in vH der reservspflichtigen Verbindlichkeiten — ⁶⁾ Gegenüber 23 wichtigen Handelspartnern der Bundesrepublik Deutschland. — ⁷⁾ Nominales Bruttosozialprodukt dividiert durch jeweilige Geldmenge, saisonbereinigt — ⁸⁾ Originalwert der Zentralbankgeldmenge (Bargeld von Nichtbanken plus Reserve-Soll auf Inlandsverbindlichkeiten zu Sätzen vom Januar 1974) vom DIW geschätzt — ⁹⁾ Bargeldumlauf außerhalb der Bundesbank (4 Wochenstichtage) und reservpflichtige Sichtverbindlichkeiten der Kreditinstitute gegenüber Inländern

zunächst fortsetzen werde. Es wird jedoch damit gerechnet, daß sich die wirtschaftliche Entwicklung im Verlauf des Jahres 1981 allmählich bessert. Angesichts des seit Frühjahr 1980 anhaltenden Produktionsrückgangs kann jedoch noch längst nicht von einer Rückkehr auf den Wachstumspfad von 1979 gesprochen werden, und selbst diese Prognose steht keineswegs auf sicheren Füßen: Der Staat, der noch 1980 konjunkturstützend gewirkt hat, will 1981 den Zuwachs seiner Ausgaben fühlbar reduzieren. Anregungen werden zwar von der Weltkonjunktur erwartet; ungewiß sind allerdings Zeitpunkt und Intensität der konjunkturellen Erholung im Ausland. Ungewiß ist aber auch das Verhalten der Geldpolitik.

Im Sommerhalbjahr 1980 gaben die Zinssätze in den Vereinigten Staaten kräftig nach (Abb. 2). Dies griff in der Bundesrepublik Deutschland auf die Zinssätze für Geldmarktanlagen, Bankkredite und Bank-einlagen über. Die monetäre Expansion wurde wieder angeregt, zunächst bei der Geldmenge im engeren Sinne (M1D), im späteren Verlauf des Jahres auch bei der Zentralbankgeldmenge und beim Geld-volumen in der Abgrenzung von M3. Dieser Prozeß sollte sich zunächst fortsetzen. Abbildung 3 gibt eine Vorstellung von den Größenordnungen der monetären Expansion, die erforderlich ist, damit das in den „Grundlinien“ vorgezeichnete, keineswegs opti-mistische Konjunkturbild im Jahre 1981 Wirklichkeit wird. Im ersten Halbjahr 1981 müßten die Expansion des Angebots an aktuellem und potentiellm Zen-tralbankgeld und die Expansion der Geldmenge M1D stärker sein als im zweiten Halbjahr 1980. Die Zuwachsrate der Zentralbankgeldmenge müßte im oberen Bereich des Zielkorridors liegen, der vom vierten Quartal 1980 bis zum vierten Quartal 1981 eine Ausweitung um 4 bis 7 vH vorsieht; dies ent-spräche der auf der „Herbstdiagnose“ erhobenen Forderung der Forschungsinstitute, die Geldmenge möglichst rasch auf den Potentialpfad (6 1/2 vH) zu führen. Mit der Annäherung der Geldmenge an den Potentialpfad müßten allerdings die Zuwachsraten wieder verringert werden, damit es nicht — wie es der gewohnten „antizyklischen“ Politik entspricht — erneut zu einer Übertreibung der monetären Ent-wicklung nach oben kommt.

Seit einigen Monaten gehen allerdings von den Auslandskreditmärkten wieder zinssteigernde Ein-flüsse aus, die auch die monetäre Expansion zu dämpfen drohen. Die Bundesbank könnte zwar ver-suchen, dieser — auch von ihr selber als binnenwirt-schaftlich unerwünscht bezeichneten — Entwicklung mit liquiditätspolitischen Mitteln und mit einer kräfti-gen Senkung ihrer Leitzinsen entgegenzustemmen. Hierzu ist sie aber mit Rücksicht auf Zahlungsbilanz und Wechselkurse vorerst offensichtlich nicht bereit. Dabei ist freilich darauf hinzuweisen, daß die zur Begründung dieser Politik angegebenen Ziele im

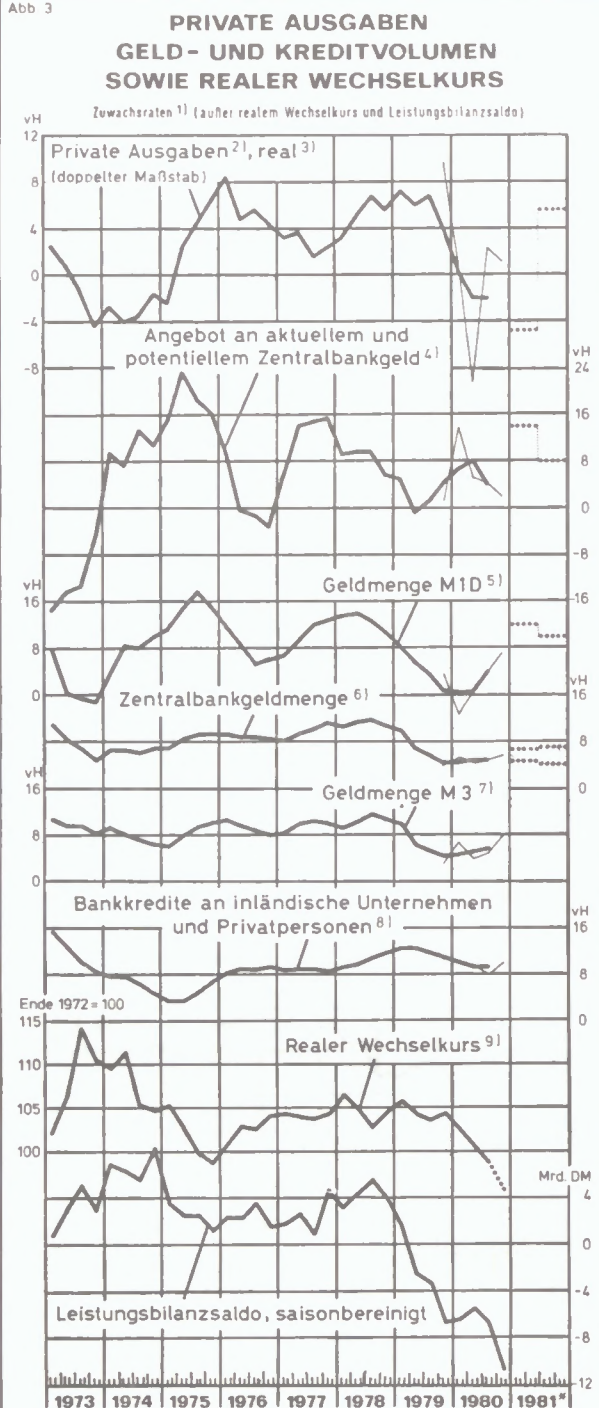
Laufe des letzten halben Jahres nicht erreicht worden sind. Es ist nicht gelungen, eine Abwertung größeren Umfangs und damit eine Abwehr des Inflationsimports zu vermeiden. Vielmehr hat die Abwertung der D-Mark gegenüber dem Dollar ein Ausmaß erreicht, das in der Entwicklung der letzten Jahre ohne Beispiel ist. Angesichts dieser Entwicklung ist es nicht weiter verwunderlich, daß auch in einer sehr schlechten Konjunktursituation sich die Inflationsrate zunächst beschleunigte und tendenziell 6 Prozent annäherte.

Argumente für und gegen eine geldpolitische Lockerung

Ein häufig genanntes, *grundsätzliches Argument* gegen eine „weichere“ Geldpolitik ist die These, die Volkswirtschaft müsse zur Anpassung an die neuen außenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen gezwungen werden: Die rapide gestiegenen Leistungsbilanzdefizite müßten zwar kurzfristig mit Kapitalimporten und — in Grenzen — auch mit Hilfe der Währungsreserven gedeckt werden. Auf mittlere und längere Sicht komme es aber darauf an, das Leistungsbilanzdefizit selber zu reduzieren — unabhängig davon, ob dieses durch das Ausland (Ölverteuerung, relativ schwache Auslandskonjunktur) bedingt oder „selbstverschuldet“ sei (z. B. stark steigende Ausgaben für Auslandsreisen). Eine Verringerung des Leistungsbilanzdefizits setze voraus, daß die Geldpolitik die privaten Konsumausgaben zurückdränge (und der Staat unproduktiven Staatsverbrauch und Subventionen kürze). Denn damit werde nicht nur die Einfuhr gebremst, sondern auch Raum geschaffen für produktive Investitionen, mit denen die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft gestärkt und die Abhängigkeit von ausländischen Rohstoffen vermindert werden könne.

Dieses Argument enthält einen richtigen Kern. Es krankt aber daran, daß der Zeitpunkt für eine solche Therapie falsch gewählt ist: Eine — auch geldpolitisch verursachte — Rezession ist kein sinnvolles Instrument zur Lösung des außenwirtschaftlichen Anpassungsproblems. Sachkapazitäten und Menschen, die nicht beschäftigt werden, tragen nichts zur außenwirtschaftlich erforderlichen Umstellung der Volkswirtschaft bei. Durch hohe Arbeitslosigkeit mag zwar hier und dort die „Mobilität“ von Arbeitskräften vergrößert werden, doch wäre dies ein volkswirtschaftlich und sozialpolitisch zu hoher Preis. Ferner führt die rezessionsbedingte Verschlechterung der Gewinnlage dazu, daß auch Investitionen zur Verbesserung der Energiesituation, die von der laufenden Nachfrage weniger abhängig sind, in Mitleidenschaft gezogen werden. Schließlich sollte nicht übersehen werden, daß mit einer rezessionsbedingten Verminderung des Leistungsbilanzdefizits das Zahlungsbilanzproblem auf andere Länder — nicht zuletzt Ent-

Abb 3



¹⁾ Der saisonbereinigten Werte gegenüber Vorquartal, gleitende 3-Quartals durchschnitt, auf Jahresbasis — ²⁾ Bruttoinvestitionen und Verbrauch — ³⁾ Zu Preisen von 1970 — ⁴⁾ Bargeldumlauf außerhalb der Bundesbank sowie 1st-Reserve der Kreditinstitute (bereinigt um den Effekt von Mindestreservesatzänderungen), liquide Geldanlagen, unausgenutzte Rediskontkontingente sowie — bis Mai 1973 — freier Lombardspielraum — ⁵⁾ Bargeldumlauf außerhalb der Bundesbank (4 Wochenstichtage) und reservepflichtige Sichtverbindlichkeiten der Kreditinstitute gegenüber Inländern — ⁶⁾ Bargeldumlauf bei Nichtbanken sowie Reserve — Soll auf Inlandsverbindlichkeiten, zu Reservesätzen vom Januar 1974 — ⁷⁾ Bargeldhaltung, Sichteinlagen, mittelfristige Termingelder sowie Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist inländischer Nichtbanken — ⁸⁾ Ohne Schatzwechselkredite und Wertpapierbestände — ⁹⁾ Nominaler Außenwert, bereinigt um das Konsumenten-„Preisgefälle“ gegenüber 12 anderen Industrieländern — * Geschätzte Zuwachsraten von Halbjahr zu Halbjahr auf Jahresbasis Zielkorridor der Bundesbank bzw. Prognose und Zielprojektion des DIW

wicklungsländer — abgewälzt werden würde; dies müßte über Importbeschränkungen der betroffenen Länder schließlich aber auf die deutsche Volkswirtschaft zurückschlagen.

Ein weiteres Argument bezieht sich auf das Wechselkursproblem: Seit etwa einem Jahr befinde sich die Bundesbank insoweit in einem Dilemma, als die Schwäche der D-Mark auf den Devisenmärkten im Widerspruch zu den von der Kaufkraftparitätentheorie behaupteten „fundamentalen“ Bedingungen stehe. Der nominale Außenwert ist — nach einem vorübergehenden Anstieg im Jahre 1979 — bis Ende 1980 wieder auf den Stand von Ende 1978 gesunken (Abb. 2). Das „Preisgefälle“ gegenüber dem stark inflationierenden Ausland hat sich in dieser Zeit aber beträchtlich vergrößert; bei den Großhandelspreisen nahm es um fast 8 vH, bei den Konsumentenpreisen sogar um mehr als 10 vH zu. So gesehen sei die D-Mark also mehr als „aufwertungsverdächtig“. Tatsache sei jedoch, daß sich zumindest auf kürzere Sicht die Devisenmärkte an politischen Ereignissen, an den hohen Zinsen im Ausland, aber auch an der Entwicklung der Leistungsbilanz orientiert haben (vgl. „Realer Außenwert der D-Mark“ und „Leistungsbilanzsaldo“ in Abb. 3). Reservewährungen wie die D-Mark erwiesen sich außerdem gegenüber politischen Ereignissen als besonders empfindlich. In einer solchen widersprüchlichen Situation sei es die Aufgabe der Notenbank, die Abweichungen des Wechselkurses der D-Mark von ihrem echten, durch den Stabilitätsvorsprung der Bundesrepublik Deutschland begründeten, Außenwert in Grenzen zu halten. Hierzu bedürfe es einer nachdrücklichen Stabilitätspolitik. Denn eine mit Rücksicht auf die schwache Binnenkonjunktur nachgiebige Geldpolitik, verbunden mit mehr Flexibilität im Europäischen Währungssystem (EWS) oder gar einer Freigabe des D-Mark-Kurses, würde über einen rapide sinkenden Wechselkurs der D-Mark zu einer Anpassungs-inflation führen, die das Inflationsgefälle eibebnen und damit schließlich die auf einen sinkenden D-Mark-Kurs gerichteten Erwartungen der Devisenmärkte rechtfertigen würde. Kein Ausweg wäre es, wenn die Bundesbank ihre binnenwirtschaftlich orientierte Politik mit Interventionen am Devisenmarkt zur Verteidigung der D-Mark absichern wollte; denn in diesem Falle würden — wie die Erfahrung mit dem System von Bretton-Woods lehre — bei weiterhin hohen Zinsen im Ausland Devisen- und damit Liquiditätsabflüsse ins Ausland provoziert werden, die den binnenwirtschaftlich orientierten geldpolitischen Kurs konterkarieren würden.

Auf die Furcht vor einer wechselkursbedingten Anpassungs-inflation trifft zu, was schon gegen das erste Argument einzuwenden ist: Inwieweit sie berechtigt ist, hängt auch von den jeweiligen institutionellen und konjunkturellen Bedingungen ab.

Daß die D-Mark innerhalb des EWS zur Schwäche neigt, liegt sicherlich auch daran, daß die übrigen Partnerländer an festen Wechselkursen innerhalb des EWS interessiert sind; Länder mit hohen Inflationsraten und entsprechend hohen Nominalzinsen ziehen deshalb Gelder aus Ländern mit niedriger Inflationsrate und relativ niedrigen Nominalzinsen an. Gewiß ist es theoretisch möglich, daß infolge eines Wechsels der D-Mark aus der schwachen in eine starke Position Kursverluste für Geldanleger in ausländischer Währung entstehen, die den Zinsgewinn aufzehren. Das subjektive Wechselkursrisiko der Geldanleger ist aber angesichts des tatsächlichen Verhaltens der am EWS beteiligten Länder recht gering; und allein hierauf kommt es bei den Devisenmarktdispositionen an. Daraus folgt: Eine einmalige Abwertung der D-Mark im EWS würde an den Ursachen, auf denen die Schwäche der D-Mark beruht, nichts ändern, wenn damit zu rechnen wäre, daß abermals eine lange Periode starrer Wechselkurse folgte. Das gleiche gilt für eine mäßige Erweiterung der Bandbreiten.

Mit dieser Kritik an der tatsächlichen Wechselkurspolitik des EWS ist natürlich nichts darüber gesagt, was geschähe, wenn die D-Mark aus dem Wechselkursverbund ausschiede, damit die Bundesbank einen potentialorientierten geldpolitischen Kurs verfolgen könnte. Hierüber gibt es nur Vermutungen. Denkbar ist, daß der D-Mark-Kurs zwar noch einmal fiele, aber bald einen unteren Wendepunkt erreichte, bei dem Aufwertungserwartungen einsetzten, die den Kurs wieder nach oben brächten. Möglich ist aber auch, daß sich der D-Mark-Kurs auf einem niedrigeren Niveau nicht so rasch erholte. Er übernehme dann die Funktion, über eine Verbilligung der Ausfuhren (in ausländischer Währung) und eine Verteuerung der Einfuhren das Leistungsbilanzdefizit zu vermindern.

Vielfach wird jedoch die Gefahr beschworen, daß es nicht bei einer einmaligen Abwälzung der gestiegenen Einfuhrpreise auf das inländische Preisniveau bliebe, sondern zu einer kumulativen Anpassungs-inflation (Lohn-Preisspirale) kommen werde, die die Volkswirtschaft binnen kurzem um ihren Wettbewerbsvorteil brächte. Diese Gefahr ist nicht von der Hand zu weisen, wie die Beispiele anderer Länder zeigen. Das Risiko einer Anpassungs-inflation besteht allerdings auch beim jetzigen Kurs der Geldpolitik. Groß wäre es nur, wenn die Bundesbank den hier geforderten potentialorientierten Verstetigungskurs verlasse und kumulativen Überwälzungsvorgängen nachgäbe. Hinzu kommt, daß eine ausgeprägte Rezession kein Nährboden für eine beschleunigte Inflation ist. So ist der reale Außenwert der D-Mark vom dritten Quartal 1973 bis zum letzten Quartal 1975 um 15 vH gesunken. Doch obwohl damals die westdeutsche Volkswirtschaft durch eine drastische

Ölverteuerung belastet wurde und die Bundesbank zur Bekämpfung der Rezession wieder auf einen Expansionspfad zurückkehrte, haben sich die „Inflationsrate“ (Abb. 2) und die Steigerung des Preisindex für die privaten Ausgaben (Abb. 1) deutlich verringert.

Sollte die Bundesrepublik also den Versuch wagen, zur Überwindung der Rezession und des außenwirtschaftlichen Problems dadurch beizutragen, daß die Geldpolitik auf den Potentialpfad zurückkehrt und die D-Mark vorübergehend aus dem Wechselkursverbund entlassen wird? Eine Garantie für den Erfolg dieser — ökonomisch am besten begründeten — Strategie gibt es nicht. Doch noch größer ist wohl

das Risiko, das mit einem Festhalten am bisherigen geldpolitischen Bremskurs verbunden ist: Rezession und Arbeitslosigkeit werden verschärft, ohne daß der Inflationsimport vermindert wird; schließlich drohen Überreaktionen der wirtschaftspolitischen Instanzen. Diese wirtschaftspolitische Alternative wäre weniger brisant, wenn es — wie vom DIW angeregt — gelänge, eine internationale konzertierte Zinssenkungsaktion durchzusetzen. Immerhin gibt es durchaus positive Erfahrungen mit Bemühungen, Konjunkturprobleme durch internationale Zusammenarbeit zu mildern. Freilich sollte man hierauf nicht bis zum nächsten Weltwirtschaftsgipfel warten.

Herausgeber: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Königin-Luise-Straße 5, D-1000 Berlin 33
Telefon (030) 8 29 11

Präsident: Prof. Dr. Hans-Jürgen Krupp

Abteilungsleiterkollegium: Dr. Oskar de la Chevallerie, Dr. Doris Cornelsen, Dr. Fritz Franzmeyer,
Prof. Dr. Wolfgang Kirner, Prof. Dr. Rolf Krengel, Dr. Reinhard Pohl, Dr. Horst Seidler, Dr. Wolfgang Watter

Präsident und Abteilungsleiter sind gemeinsam für die wissenschaftliche Leitung verantwortlich

Schriftleitung: Dr. Klaus Henkner.

Zahlungsbilanzorientierte Geldpolitik verschärft Rezession. Bearbeitet von Reinhard Pohl.

Verlag: Duncker & Humblot, Dietrich-Schäfer-Weg 9, D-1000 Berlin 41. Nachdruck und sonstige Verbreitung — auch auszugsweise — nur mit Quellenangabe zulässig. Druck: Zippel-Druck in Firma Büro-Technik Berlin, Muskauer Str. 43, D-1000 Berlin 36.
Bezugspreis für den Jahrgang DM 100,—, vierteljährlich DM 30,—, Einzelnummer DM 4,—.