

DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

WOCHENBERICHT 13/84

Berlin

29. März 1984

51. Jahrgang

Muß der deutsche Zins im Schlepptau Amerikas bleiben?

Vor elf Jahren brach das System von Bretton-Woods endgültig zusammen. Von der Freigabe des Dollarkurses versprachen sich viele eine weitgehende Unabhängigkeit der deutschen (und der europäischen) Geld- und Kapitalmärkte von den amerikanischen Finanzmärkten. Die Entwicklung in den letzten Jahren scheint jedoch den Skeptikern recht zu geben: Obwohl in der Bundesrepublik Deutschland die fundamentalen ökonomischen Faktoren (Leistungsbilanzüberschüsse, sinkende Inflationsrate bei allmählicher konjunktureller Erholung) für eine anhaltende, kräftige Ermäßigung des Zinsniveaus sprachen, kam unter dem Einfluß der hohen Zinssätze in den USA die Zinssenkung bei uns weniger voran, als es zur finanziellen Fundierung eines dauerhaften Investitionswachstums notwendig gewesen wäre. Erst mit dem Rückschlag des Dollarkurses in jüngster Zeit scheint sich der deutsche Kapitalmarktzins etwas aus dem Bannkreis der US-Zinsen gelöst zu haben.

Aus den Erfahrungen in den letzten Jahren ein Verdikt über das System freier Wechselkurse abzuleiten, wäre jedoch verfehlt. Es gibt kein Wechselkurssystem, das die Binnenwirtschaft völlig von den Vorgängen im Ausland abschotten kann. Jedes System hat lediglich relative Vorzüge. Diese können allerdings nur dann zur Geltung kommen, wenn sich alle an die Spielregeln des jeweiligen Systems halten. Vieles spricht dafür, daß manche Fehlentwicklung in der letzten Zeit zum Teil auch auf eine Verletzung dieser Spielregeln zurückzuführen ist.

Grundsätze des Systems freier Wechselkurse

Das System von Bretton-Woods beruhte auf plausiblen Überlegungen: Den am grenzüberschreitenden

Waren-, Dienstleistungs- und Kapitalverkehr beteiligten Unternehmen, Banken und Haushalten soll neben den ohnehin beträchtlichen Risiken, die mit unvorhersehbaren Änderungen von Absatz, Preisen und Zinsen im Inland und im Ausland verbunden sind, nicht auch noch das Risiko von Wechselkursänderungen aufgebürdet werden. Voraussetzung ist allerdings, daß die Vorstellungen über die tolerierbare Inflation sowie die Grundrichtung der Geld-, Finanz- und Lohnpolitik in den verschiedenen Ländern nicht allzu sehr voneinander abweichen. Gegen diese Prinzipien wurde schon in den 60er Jahren verstoßen. Die Bundesrepublik Deutschland strebte einen härteren Stabilitätskurs als die meisten Nachbarländer an, so daß es immer wieder zu Geldimporten kam, die den Stabilitätskurs der Bundesbank erschwerten und schließlich, Ende 1969, eine Aufwertung der D-Mark erzwangen. Geseitert ist das Bretton-Woods-System allerdings erst, als die Vereinigten Staaten in eklatanter Weise gegen die Spielregeln dieses Systems verstießen. Schon Ende der 60er Jahre verfolgten sie ohne Rücksicht auf ihre Zahlungsbilanz einen monetären Inflationkurs, der die übrige Welt mit Dollar überschwemmte. Rettungsversuche — Dollarabwertungen, vorübergehendes Floaten der D-Mark, Kapitalverkehrsbeschränkungen auch in der Bundesrepublik — blieben erfolglos¹. Im März 1973 wurde mit dem Übergang zum gemeinsamen „Floaten“ einer Gruppe europäischer Länder gegenüber dem Dollar der Schlußstrich unter eine betrübliche weltwährungspolitische Bilanz gezogen: Die weltweite Inflation war beträchtlich angeheizt worden, der freie internationa-

¹ Vgl. Tabelle „Wichtige währungspolitische Ereignisse“ im Anhang.

le Güter- und Kapitalverkehr war gefährdet, und von Wechselkursstabilität war in den vorangegangenen Jahren nur noch in offiziellen Deklarationen die Rede gewesen.

Schon lange vorher hatten einflußreiche Wirtschaftswissenschaftler die Einführung freier Wechselkurse empfohlen. Manche weckten allerdings übertriebene Hoffnungen. Denn nicht allen war erkennbar, daß sie nur Idealmodelle propagierten, mit denen lediglich wichtige Prinzipien und Spielregeln des Systems freier Wechselkurse demonstriert wurden. Die relativen Vorzüge dieses Systems werden bei uns oft am Beispiel einer Geldpolitik dargestellt, die preisstabilitäts- und wachstumsorientiert ist, wobei vorausgesetzt wird, daß diese Politik von einer entsprechenden Finanz- und Lohnpolitik unterstützt wird: Die Notenbank betreibt eine ausschließlich binnenwirtschaftlich orientierte Geldpolitik; sie weitet das Angebot an Zentralbankgeld und damit, indirekt, auch die Geldbestände der inländischen Unternehmen und Haushalte gerade so stark aus, daß eine inflationsfreie Ausschöpfung der gesamtwirtschaftlichen Produktionsmöglichkeiten von der monetären Seite her ermöglicht wird. Bei der Versorgung der Volkswirtschaft mit Zentralbankgeld wird die Notenbank nicht durch die Devisenbilanz „gestört“; denn sie kauft und verkauft keine fremden Währungen, sondern überläßt den Wechselkurs dem Markt. Unter diesen Bedingungen und unter der extremen Annahme, daß die „Realzinsen“ für Geldanlagen oder Kredite in allen Ländern mittelfristig gleich sind, müssen sich rein theoretisch folgende Tendenzen herausbilden: Der reale Außenwert der eigenen Währung bleibt konstant, d.h. der nominale Außenwert der eigenen Währung steigt in dem Maße, wie die (erwartete) Inflationsrate im eigenen Lande hinter der (erwarteten) durchschnittlichen Inflationsrate im Ausland zurückbleibt. Das Niveau der nominalen Zinssätze setzt sich aus dem Realzins für Geldanlagen oder Kredite und der erwarteten Inflationsrate zusammen. Es wird im Inland um das erwartete Inflationsgefälle gegenüber dem Ausland niedriger sein als in den anderen Ländern. Dieser Differenz entsprechen auch die Kurssicherungskosten (Swapsatz) bei finanziellen Transaktionen zwischen verschiedenen Währungsgebieten. Werden keine Kurssicherungsgeschäfte abgeschlossen, so entspricht die Zinsdifferenz dem „bewerteten“ Risiko von Wechselkursänderungen.

In der Realität gibt es solch ein Gleichgewicht nicht. Immer wieder gehen vom Ausland Störungen aus, denen sich selbst eine relativ stabile Volkswirtschaft nicht entziehen kann. Unter jedem Wechselkurssystem müssen sich internationale Konjunkturschwankungen, Änderungen der Rohstoffpreise, ein abrupter geld- und finanzpolitischer Kurswechsel in anderen Ländern sowie weltweite politische Krisen

auf die eigene Volkswirtschaft auswirken. Allerdings ist die Art der Übertragung verschieden. Unter dem Regime amtlich fixierter Wechselkurse werden solche Störungen nicht nur über den Waren- und Dienstleistungsverkehr mit dem Ausland, sondern auch dadurch auf die Gesamtwirtschaft übertragen, daß massive Devisenbewegungen eine Änderung des geldpolitischen Kurses und der Zinssätze erzwingen. So werden auch die vom Ausland relativ unabhängigen Bereiche, z.B. der Wohnungsbau, aber auch viele andere Investoren, ziemlich unmittelbar getroffen. Im System freier Wechselkurse ist es die Außenwirtschaft, die unmittelbar berührt wird. Dagegen wird die Fähigkeit (nicht immer die Bereitschaft) der Notenbank, den binnenwirtschaftlich orientierten Kurs zu halten, nicht eingeschränkt. Auch der Einfluß des Auslandes auf die inländischen Zinssätze kann in der Regel in engen Grenzen gehalten werden. Einige Beispiele mögen dies verdeutlichen:

Eine Quelle von Störungen kann ein geldpolitischer Kurswechsel im Ausland sein. Schlägt z.B. die Notenbank eines anderen Landes zur Dämpfung der Inflation einen Restriktionskurs ein, so erhöhen sich dort die Zinssätze. Bei fixierten Wechselkursen würden sofort Kapitalexporte und damit Devisenabflüsse in dieses Land induziert werden. Die inländische Liquidität würde verknappt werden, das Zinsniveau müßte steigen. Auch bei freien Wechselkursen würde ein Anreiz zu Kapitalexporten bestehen, doch dieser käme — jedenfalls im kurzfristigen Bereich — kaum zum Zuge. Denn der Kassakurs der fremden Währung würde umgehend steigen, und zwar so weit, bis die Kurssicherungskosten oder — bei „offenen Positionen“ — das Risiko einer Abwertung der fremden Währung bis zum Ende der Anlagefrist die Vorteile aus der Zinsdifferenz wieder aufgezehrt haben. Während der kurzfristige Geldexport bald versiegt und kaum Zinssteigerungen auslöst, sieht es beim nicht kursgesicherten Export langfristiger Mittel, zum Beispiel dem Kauf von ausländischen Anleihen, etwas anders aus. Sofern die inländischen Anleger ausländische Anleihen längere Zeit halten wollen, werden sie sich zum Kauf entscheiden, wenn sie an einen Erfolg der Stabilitätspolitik im Partnerland glauben: Mit der Inflationsrate werden die Renditen sinken, die Anleihekurse steigen, und auch das Risiko eines Wechselkursverlustes wird für relativ gering gehalten. Dieser Effekt kann — wie noch dargelegt wird — allerdings nur dann eine größere Rolle spielen, wenn auch mehr Unsicherheit bezüglich der politischen und ökonomischen Stabilität im eigenen Land aufkommt.

Als eine weitere Quelle von Störungen gelten anhaltend hohe Salden in der Leistungsbilanz. Denn — so wird oft argumentiert — diese Salden sind gleichbedeutend mit einer Übernachfrage oder einem Überangebot auf dem Devisenmarkt. Ein Leistungsbilanzde-

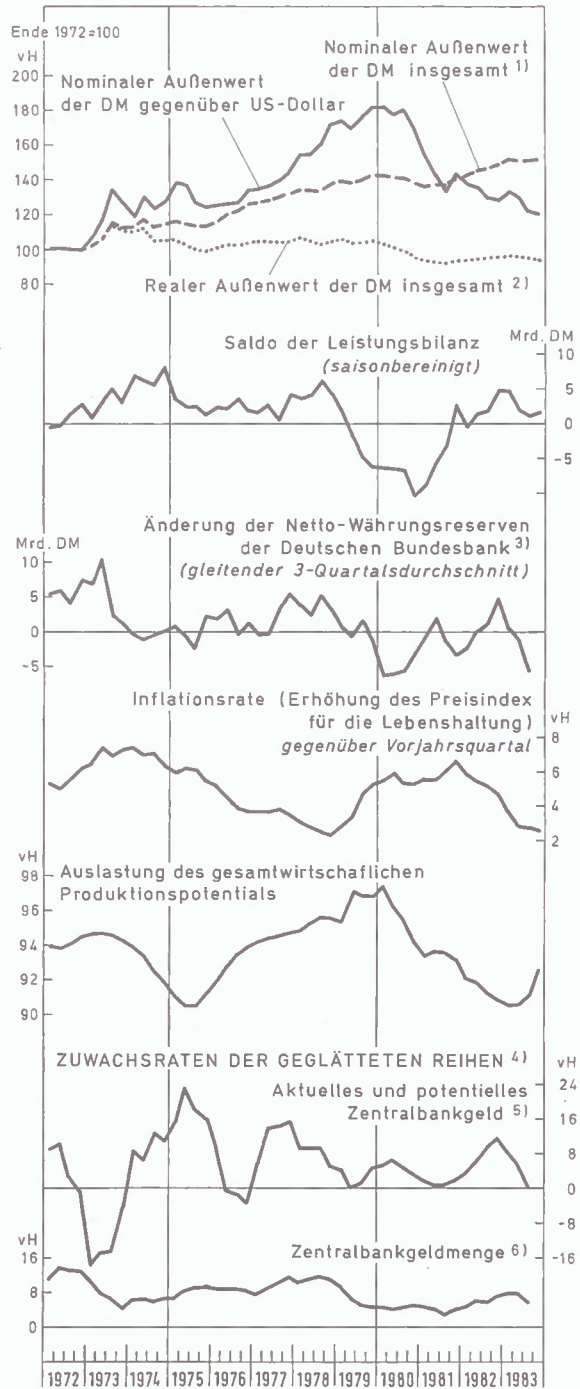
fizit z.B. gehe mit einer Übernachfrage nach Devisen einher, so daß sich der Wechselkurs der eigenen Währung verschlechtere, Inflation importiert und damit eine Zinssteigerung ausgelöst werde.

Diese Argumentation ist nicht stichhaltig. Mit einem Leistungsbilanzdefizit kann nur dann eine Übernachfrage nach Devisen entstehen, wenn der aus der Leistungsbilanz resultierenden Netto-Nachfrage nach Devisen kein entsprechendes Netto-Angebot an Devisen aus der Kapitalbilanz gegenübersteht. Ob ein Ausgleich zu unveränderten Wechselkursen und Zinssätzen erzielt wird, hängt entscheidend davon ab, wie die internationalen Finanz- und die Devisenmärkte das Defizit beurteilen. Bei rationaler Urteilsbildung wird zu Buche schlagen, wie dieses Defizit entstanden ist und voraussichtlich bewältigt wird. Kein Anlaß zur Zurückhaltung der internationalen Kapitalgeber sollte bestehen, wenn das Defizit lediglich auf vorübergehende Unterschiede zwischen der Konjunktur im Inland und der im Ausland zurückzuführen ist. Ist die Ursache des Defizits ein kräftiges Wachstum der Investitionen, so wird dies sogar mehr Beteiligungskapital anlocken. Doch selbst eine drastische Verteuerung von Rohstoffen ist per se kein Grund zur Sorge, wenn zu erwarten ist, daß die Volkswirtschaft genügend robust und flexibel ist, um mit dem Leistungsbilanzdefizit fertigzuwerden. Erst wenn Zweifel an der Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaft wach werden, wird das Netto-Angebot an Auslandskapital schrumpfen. Aber auch eine kräftige Abwertung ist kein Grund zur Dramatisierung der Lage: Sie löst über eine Verteuerung der Einfuhr und eine Verbilligung der Exporte Tendenzen zu einem Abbau des Leistungsbilanzdefizits aus. Die Notenbank sollte nicht versuchen, durch Interventionen auf den Devisenmärkten die Abwertung zu bremsen. Sie kann damit nur die Korrektur der Leistungsbilanz über die Änderung der relativen Preise verschleppen, wobei sie überdies durch eine vorübergehende Hemmung der Wechselkursbewegung der Spekulation auf eine dann folgende, umso stärkere Abwertung nur unnötige Chancen eröffnet. Solche Interventionen sind gewiß verständlich, da immer das Risiko besteht, daß aus einer Abwertung ein kumulativer Prozeß von sich gegenseitig treibenden Inflationsschüben und Abwertungen erwächst. Dieses Risiko kann jedoch minimiert werden, wenn die Notenbank diesen Prozeß nicht monetär alimentiert, sondern, gemeinsam mit der Finanzpolitik und der Lohnpolitik, einen wachstums- und stabilitätsorientierten Kurs verfolgt.

Die Empfehlung der Befürworter freier Wechselkurse an die wirtschaftspolitischen Instanzen lautet also: Auf Zinserhöhungen im Ausland, auf Leistungsbilanzdefizite und auf eine Verschlechterung des Außenwertes der eigenen Währung sollte die Wirtschaftspolitik nicht mit Restriktionen reagieren. Sie

Abb. 1

INDIKATOREN FÜR DIE GELDPOLITIK



1) Gegenüber 12 anderen Industrieländern.—2) Nominaler Außenwert gegenüber 12 anderen Industrieländern bereinigt um das Konsumenten-„Preisgefälle“.—3) Bereinigt um Bewertungsänderungen.—4) Gegenüber Vorquartal auf Jahresbasis. Gleitende 3-Quartalsdurchschnitte durch die saisonbereinigten Werte (Berliner Verfahren).—5) Bargeldumlauf außerhalb der Bundesbank sowie Ist-Reserve der Kreditinstitute (bereinigt um den Effekt von Mindestreservesatzänderungen), liquide Geldanlagen, unausgenutzte Redis-kontingente sowie —bis Mai 1973— freier Lombardspielraum.—6) Bargeldumlauf bei Nichtbanken sowie Reserve-Soll auf Inlandsverbindlichkeiten, zu Reservesätzen vom Januar 1974.

kann zwar auf diese Weise zu einem Abbau des Defizits in der Leistungsbilanz beitragen, muß aber wirtschaftliche und soziale Verluste in Kauf nehmen: Die Produktion und die Beschäftigung werden übermäßig beeinträchtigt, und die Dämpfung der Investitionen führt zu einer Verminderung des Produktionspotentials und der Wettbewerbsfähigkeit auf den Weltmärkten.

Auf die Erwartungsbildung hat dieser defensive Weg durchaus ambivalente Wirkungen. Auf der einen Seite mag sich die Notenbank davon, daß sie noch größere Entschlossenheit zu einem Stabilitätskurs dokumentiert, positive Wirkungen auf den Außenwert der eigenen Währung erhoffen. Auf der anderen Seite gibt es aber negative Spätwirkungen: Wenn die Akteure auf den Finanz- und Devisenmärkten erst einmal gelernt haben, daß die Notenbank auf außenwirtschaftliche Störungen mit restriktiven Maßnahmen antwortet, werden sie die geldpolitischen Reaktionen immer mehr antizipieren; solche außenwirtschaftlichen Ereignisse provozieren selbst dann Zinssteigerungen, wenn die Notenbank inzwischen Zinssenkungen herbeiführen möchte.

Diese Nebeneffekte können vermieden werden, wenn die Notenbank von vornherein einen sowohl stabilitäts- als auch wachstumsgerechten Kurs fährt. Sie kann damit zwar die vom Ausland ausgehenden negativen Effekte auf Preise, Investitionen und Beschäftigung nicht völlig abwehren, aber doch in engeren Grenzen halten als bei einer Restriktionspolitik. Im übrigen ist nicht einzusehen, daß ein solcher Kurs mehr Unsicherheit auf den Finanz- und Devisenmärkten erzeugen sollte als eine defensive, restriktive Politik. Im Gegenteil! Das Vertrauen in die eigene Währung wird am ehesten durch eine die Wettbewerbsfähigkeit stärkende Wachstumspolitik gefördert.

Warum hat sich die Abhängigkeit des Inlandzinses vom Ausland vergrößert?

Die ersten Jahre nach der Freigabe des Dollarkurses im März 1973 standen unter schlechten Vorzeichen. Die Bundesbank schwenkte auf einen scharfen Restriktionskurs ein, um die Inflationserwartungen zu brechen. 1973/74 wurden die Rohölpreise von der OPEC drastisch heraufgesetzt. 1974/75 kam es zu einer weltweiten Rezession, welche die westdeutsche Wirtschaft erheblich belastete. Außerdem divergierten auch innerhalb Europas die Inflationsraten weiterhin erheblich, so daß die Chancen des Europäischen Wechselkursverbundes („Gruppenfloating“ oder „Währungsschlange“) oft skeptisch beurteilt wurden; so hat sich denn auch später gezeigt, daß es in der „Währungsschlange“ und dem im März 1979 errichteten Europäischen Währungssystem immer wieder Spannungen gab, die häufig verspätete, manchmal

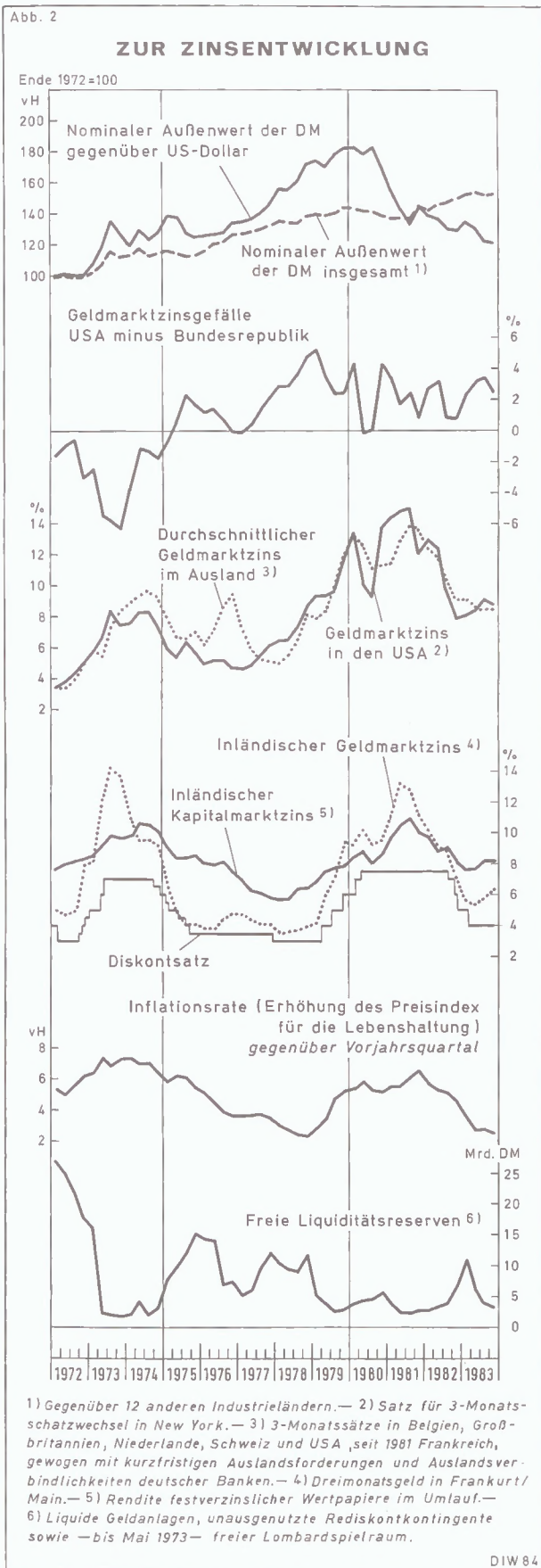
auch überzogene Wechselkurskorrekturen zur Folge hatten. Schließlich wurde die Unsicherheit auf den Finanz- und Devisenmärkten dadurch vergrößert, daß sich die Bundesbank um eine Revision ihres geldpolitischen Konzepts bemühte; diese Unsicherheit ließ nach, als sich die Bundesbank zu den Grundsätzen einer relativ stetigen, am gesamtwirtschaftlichen Wachstumspotential orientierten Geldmengenpolitik bekannte und dies von Ende 1974 an auch durch die Ankündigung von jährlichen Geldmengenzielen unterstrich.

Immerhin dauerte die Unruhe auf den Devisenmärkten rund zweieinhalb Jahre. Besonders unmittelbar nach der Freigabe des Dollarkurses, aber auch noch danach war der Außenwert der D-Mark gegenüber dem Dollar erheblichen Schwankungen ausgesetzt (vgl. Abb. 1). Im Herbst 1975 setzte allerdings eine relativ stetige Aufwärtsentwicklung dieses Außenwertes ein, die bis Ende 1979 anhielt. Die Entwicklung des DM-Außenwertes gegenüber einer Gruppe anderer Währungen entsprach in dieser Zeit sogar weitgehend der Entwicklung der Kaufkraftparität: Der Index des realen, d.h. um den Index des Konsumentenpreisgefälles gegenüber dem Ausland bereinigten Außenwertes schwankte von Mitte 1976 bis Ende 1979 nur wenig.

Offensichtlich hatten sich in dieser Periode die fundamentalen Faktoren durchgesetzt. Die Inflationsrate, die ohnehin niedriger war als in vielen anderen Ländern, sank anhaltend. Trotz der drastischen Ölverteuerung 1973/74 schloß die Leistungsbilanz weiterhin, bis Anfang 1979, mit Überschüssen ab. Beides wurde als Indiz für eine hohe Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft und für stabile Verhältnisse in der Bundesrepublik gewertet, so daß hier Auslandskapital gut und sicher angelegt zu sein schien.

In den Jahren 1976 bis 1978 ließ es die Währungspolitik zu, daß sogar etwas Auslandskapital (1 Mrd. DM) hereinströmte, obwohl der Leistungsbilanzüberschuß (38 Mrd. DM) einen Nettokapitalexport erforderte. Denn die Bundesbank sah sich veranlaßt, zur Stützung anderer Währungen in der Währungsschlange und — was zum Teil damit zusammenhing — zur Stützung des Dollarkurses, Devisen in Höhe von 39 Mrd. DM zu kaufen. Es ist sehr fraglich, ob hierdurch der Anstieg des DM-Außenwertes mehr als nur vorübergehend gebremst worden ist. Wahrscheinlich ist dagegen, daß die Aufwertungserwartungen noch verstärkt worden sind und das „Überangebot“ an Auslandskapital das inländische Zinsniveau zusätzlich gedrückt hat.

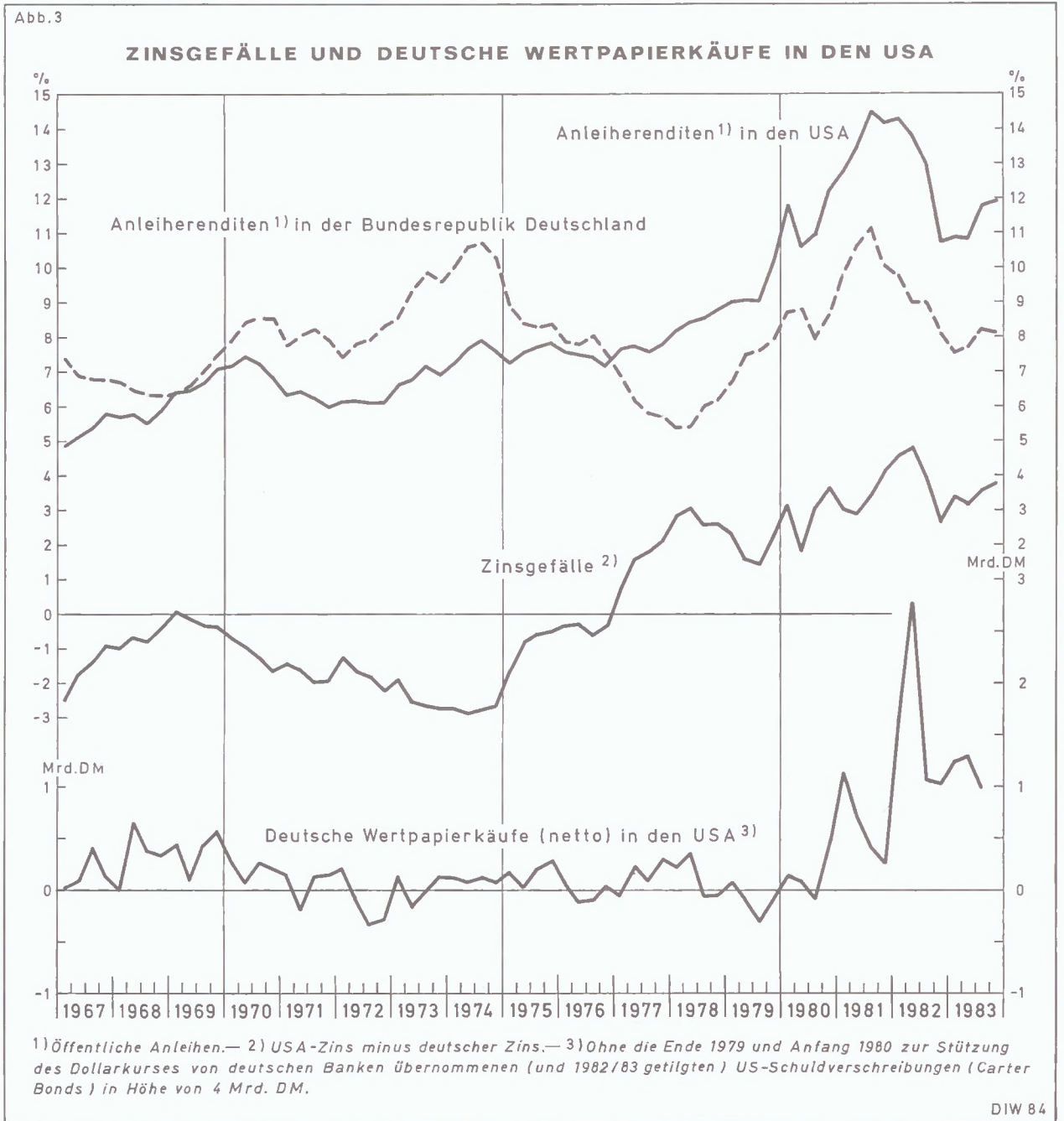
In dieser Zeit hatte sich das inländische Zinsniveau völlig von den Zinssätzen in den USA gelöst. Während der inländische Geldmarktsatz Anfang 1979 um knapp einen Prozentpunkt niedriger war als Ende 1976, stieg der Geldmarktsatz in den USA um reichlich 4 Prozent-



punkte; das Zinsgefälle weitete sich also um 5 Prozentpunkte aus (Abb. 2). Auch der inländische Kapitalmarktzins erwies sich als ziemlich unabhängig von der Zinsentwicklung in den USA. Dort blieb der Zins für öffentliche Anleihen von Mitte 1974 bis zum Frühjahr 1978 tendenziell bei 8 %. In der Bundesrepublik dagegen sank der Zins für öffentliche Anleihen von fast 11 % auf 5 1/2 %. Das Zinsgefälle kehrte sich also um, und der „Swing“ betrug fast 6 Prozentpunkte. Wie der Abbildung 3 zu entnehmen ist, gibt es einen Zusammenhang zwischen dem Zinsgefälle auf dem Anleihemarkt und den deutschen Nettokäufen von amerikanischen Wertpapieren (überwiegend sind dies Rentenwerte). Allerdings war die Zinselastizität zumindest bis Anfang der 80er Jahre gering, und quantitativ fielen die Netto-Käufe amerikanischer Rentenwerte nicht ins Gewicht: In den Jahren 1979 bis 1981 kauften private Haushalte, Unternehmen, der Staat und die Finanzierungsinstitute für 163 Mrd. DM festverzinsliche Wertpapiere. In dieser Zahl sind die „Carter-Bonds“ (vgl. Abb. 3, Anmerkung 3) nicht enthalten. Die Netto-Käufe amerikanischer Rentenwerte (ohne Carter-Bonds) betragen nur 3 Mrd. DM; dem deutschen Anleihemarkt wurden dadurch also nur 2 vH „entzogen“.

Nach der exzessiven Ölpreiserhöhung 1978/79 wandelte sich allerdings das Bild gravierend. Die deutsche Leistungsbilanz geriet in den Jahren 1979 bis 1981 in eine beträchtliche Defizitposition. Anfang 1980 begann der DM-Außenwert gegenüber dem Dollar, aber auch gegenüber vielen anderen Währungen zu sinken, und auch der reale Außenwert der D-Mark verminderte sich beträchtlich. Außerdem gelangten die Finanz- und Devisenmärkte immer mehr in den Sog der amerikanischen Geldpolitik. In den USA wurde zunächst die Restriktionspolitik zur Dämpfung der Inflation verschärft; die Zinsen stiegen kräftig. Im Herbst 1981 wurden die geldpolitischen Zügel zur Anregung der amerikanischen Konjunktur gelockert; die Zinsen gaben nach. Doch schon im Laufe von 1983 kam es wieder zu einer Versteifung des geldpolitischen Kurses; die immer noch sehr hohen Zinssätze auf den amerikanischen Geld- und Kapitalmärkten zogen wieder an.

Damals gab es Stimmen, die zur Besonnenheit mahnten: Ein durch Ölpreiserhöhungen bedingtes Leistungsbilanzdefizit sei kein Indiz für eine Verschlechterung der Wettbewerbsposition der Bundesrepublik. Es stelle zwar eine große Herausforderung zur Anpassung der Volkswirtschaft dar. Diese Anpassung sollte aber nicht durch Restriktionen, sondern durch eine stabilitäts- und wachstumsorientierte Politik erreicht werden. Im Rahmen einer solchen Politik könne auch eine Abwertung in Grenzen gehalten werden und damit ihre Funktion wahrnehmen, zum Abbau des Defizits beizutragen. Ein Grund, Kapital aus der



Bundesrepublik abzuziehen, bestünde dann keineswegs.

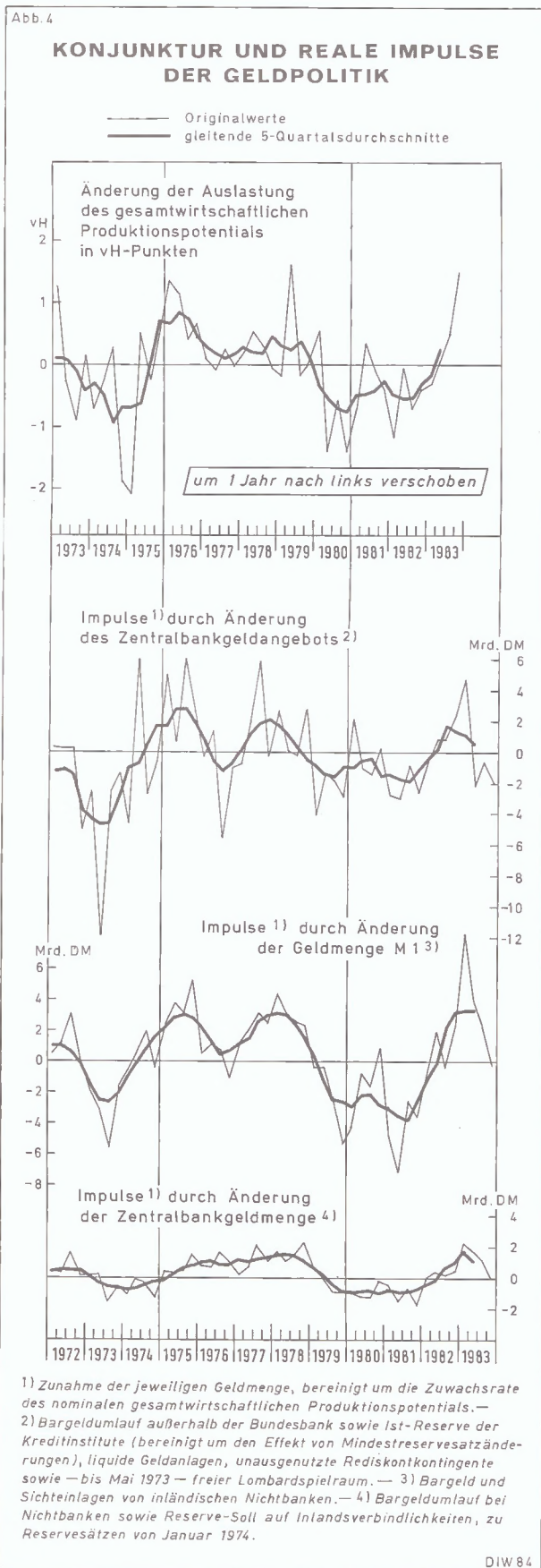
Diese Stimmen gingen jedoch im Chor der Pessimisten unter: Zu stark war offenbar der dadurch ausgelöste Schock, daß ein Land, das auf Leistungs- und Devisenbilanzüberschüsse abonniert zu sein schien, plötzlich zu einem Land geworden war, das Defizite hinnehmen und damit Schulden machen mußte. Zweifel an der Leistungskraft und an der Wettbewerbsfähigkeit kamen auf. Überdies wurde befürchtet, aus der ölpreisbedingten Erhöhung des inländischen Preisniveaus könnte sich eine — durch weitere Ab-

wertungen geförderte — Inflationsspirale entwickeln. Aus dieser Sicht gab es nur einen Weg: Dem Verfall des DM-Außenwertes mußte zum Teil durch Devisenverkäufe, zum überwiegenden Teil aber dadurch begegnet werden, daß ausländisches Kapital angezogen, aber auch die inländische Güternachfrage und die Preisauftriebstendenzen gedämpft würden. Dies gelte umso mehr, je stärker der von der amerikanischen Hochzinspolitik auf die Kapitalströme ausgehende Sog sei.

Die Bundesbank hat diesen Weg beschritten. Zunächst versuchte sie, den Rückgang des Wechselkur-

ses der D-Mark durch Devisenverkäufe zu mildern. Das in den Jahren 1979 bis 1981 entstandene Leistungsbilanzdefizit von 54 Mrd. DM wurde zum großen Teil (35 Mrd. DM) durch Devisenabgaben finanziert. Außerdem verknappte die Bundesbank das Angebot an Zentralbankgeld und erhöhte die Notenbankzinsen beträchtlich, so daß die Geldmarktzinsen im Inland tendenziell noch stärker stiegen als in den USA. Auch die Umkehr dieser Politik war zum großen Teil außenwirtschaftlich bedingt. Erst im Herbst 1981, als die Leistungsbilanz sich wieder deutlich erholt hatte und die Zinssätze in den USA zu sinken begannen, lockerte die Bundesbank die geldpolitischen Zügel. Auf den Geldmärkten hielt die Zinssenkungstendenz bis zum Frühjahr 1983 an; sie war allerdings nicht stärker als in den USA. Auch die monetäre Entwicklung im Jahre 1983 war durch außenwirtschaftliche Faktoren überschattet. Im ersten Quartal wurden Bankenliquidität und Geldmenge dadurch aufgebläht, daß die Spekulation auf eine DM-Aufwertung im EWS zu einem Devisenangebot führte, das von der Bundesbank aufgenommen werden mußte. Nach der Wechselkurskorrektur im März flossen diese Devisen allmählich wieder ab, so daß der Geldmarktzins etwas zu steigen begann. Er zog erst stärker an, als auch Zinssteigerungen in den USA vermehrte Geldexporte induzierten. Die Bundesbank nahm dies hin, weil sie die zu Jahresbeginn über das Ziel hinausgegangene Zentralbankgeldmenge wieder in den Zieltrichter zurückführen wollte. Trotzdem haben diese außenwirtschaftlich bedingten Schwankungen in der Geldversorgung und bei den Geldmarktzinsen — zusammen mit den Erfahrungen in den letzten Jahren — sicherlich dazu beigetragen, daß sich auf den Finanz- und Devisenmärkten der Eindruck verfestigte, die Zinsentwicklung in der Bundesrepublik werde letztlich von den USA „festgelegt“. Deshalb ist die Gefahr größer geworden, daß im Falle von Zinssteigerungen in den USA selbst dann bei uns Zinssteigerungen ausgelöst werden, wenn die Bundesbank eine auf Zinssenkung gerichtete Politik verfolgen will.

Nach der Ölpreiskrise von 1978/79 war — anders als in den Jahren der starken DM-Aufwertung — eine größere, freilich nicht perfekte, Übereinstimmung zwischen den Änderungen der amerikanischen Anleihezinsen und den Änderungen der deutschen Anleihezinsen zu beobachten; und zwar gilt dies nicht nur für die Tendenz, sondern auch bei kurzfristigen Bewegungen (Abb. 3). Es war dies die Zeit, in der viele deutsche Kapitalmarktanleger den amerikanischen Rentenmarkt „entdeckten“, als die amerikanischen Anleihezinsen Rekordhöhe erreichten und das Zinsgefälle sich exzessiv ausweitete. Viele dieser Anleger planten, ihr Wertpapiervermögen durch rentable Auslandsanlagen zu diversifizieren, wobei wegen der Länge der geplanten Anlageperiode das Risiko eines späteren Rückgangs des Dollarkurses offenbar nicht sehr



ins Gewicht fiel. Auf diese Weise funktionierte der Übertragungsmechanismus auf den Anleihemärkten ähnlich wie im System relativ fester Wechselkurse: Wenn der Auslandszins im Vergleich zum Inlandszins steigt, werden inländische Anleihen verkauft und dafür ausländische Anleihen gekauft, so daß der dadurch erzeugte inländische „Kapitalmangel“ zu einer Zinssteigerung auf dem inländischen Rentenmarkt führt, et vice versa.

Diese Erklärung für die im Vergleich zu den Jahren 1974 bis 1978 größere Übereinstimmung zwischen der Bewegung der ausländischen und der Bewegung der inländischen Anleihezinsen reicht aber wohl nicht aus. Denn die auch kurzfristig auf Änderungen des Zinsgefälles sensibel reagierenden Wertpapiertransaktionen dürften nach wie vor eine quantitativ zu geringe Bedeutung für den inländischen Rentenmarkt gehabt haben. Die Gründe müssen deshalb woanders gesucht werden. So ist es wahrscheinlich in vielen Fällen die Anpassung der inländischen Geldpolitik an die Änderung der Auslandszinsen gewesen, die zur Änderung der inländischen Kapitalmarktzinsen beigetragen hat — ein gewisser Einfluß der Geldmarktpolitik auf den Kapitalzins ist nicht zu leugnen, auch wenn man das Gewicht der anderen Einflußfaktoren, namentlich der Inflationserwartungen und des staatlichen und privaten Bedarfs an Kapitalmarktmitteln für dominierend hält. Manchmal kommt es allerdings selbst dann zu einer annähernd parallelen Entwicklung von Auslands- und Inlandszinsen, wenn die Geldpolitik keine besonderen Maßnahmen ergreift. In diesen Fällen dürften die Erwartungen ins Spiel kommen: Die inländischen Kapitalmarktanleger erwarten bei einer Zinsänderung im Ausland eine baldige Anpassung der inländischen Geldpolitik an diese Zinsänderung; sie reagieren deshalb schon vorher mit einer Verminderung oder Verstärkung ihrer Anlagen auf dem Rentenmarkt und tragen damit schon vorzeitig zu einer Änderung der inländischen Zinssätze bei.

Im ersten Viertel dieses Jahres ist der deutsche Kapitalmarktzins um etwa einen halben Prozentpunkt gesunken. Diese Bewegung ist durch den relativ starken Rückgang des Dollarkurses ausgelöst worden. In der Erwartung von Dollarkursverlusten hat eine Reihe von Anlegern ihre Wertpapieranlagen in den USA aufgelöst und den Gegenwert hier angelegt. Doch ausschlaggebend für den Zinsrückgang dürfte die Erwartung der Geldanleger gewesen sein, die Bundesbank

werde bei einer weiteren DM-Aufwertung — diese bremst die Preissteigerungen und erschwert den Export — eher geneigt sein, eine auf weitere Zinssenkungen gerichtete Politik zu verfolgen.

Fazit

Im vergangenen Jahrzehnt ist die Deutsche Bundesbank den von ihr Mitte der 70er Jahre als richtig anerkannten Grundsätzen einer am Wachstumspotential orientierten, relativ stetigen Geldpolitik häufig untreu geworden. Allzu oft hat sie de facto eine prozyklische Politik verfolgt. Immer wieder hat sie mit ihren Aktionen auf konjunkturelle Spätindikatoren, vor allem die Inflationsrate und die Auslastung des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials, reagiert, so daß ihre Maßnahmen, die mit einer erheblichen Verzögerung zum Tragen kommen, oft zum falschen Zeitpunkt wirkten (vgl. Abb. 1). Immer wieder hat sie sich — hierzu freilich auch durch währungspolitische Abkommen gezwungen — zu umfangreichen Interventionen auf den Devisenmärkten veranlaßt gesehen. Immer wieder hat sie geldpolitisch auf Änderungen der Leistungsbilanz, der Wechselkurse und der Zinssätze im Ausland reagiert.

Die Behauptung, die Geldpolitik habe häufig zur Unstetigkeit der Wirtschaftsentwicklung und damit oft auch zur Unterauslastung des Produktionspotentials beigetragen, wird durch die Abbildung 4 gestützt, in der die geldpolitischen und andere monetäre Impulse mit der — wegen der Wirkungsverzögerung — um ein Jahr nach links verschobenen Reihe der Änderungen der Auslastung des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials verglichen werden. Dieser Vergleich spricht für die Vermutung, daß eine stetigere und mehr an den mittelfristigen Wachstumsmöglichkeiten ausgerichtete Geldpolitik erfolgreicher gewesen wäre. Sie hätte natürlich nicht die „endogenen“ oder vom Ausland ausgehenden Schwankungen und Störungen abwehren können, aber sie hätte deren negative Effekte deutlich mildern können. Auf jeden Fall hätte sie dazu beigetragen, die Unsicherheit über den mittelfristigen Kurs der Geldpolitik zu verringern. Wahrscheinlich wäre es bei einer derartigen Politik leichter gewesen, sich vom Zinsniveau in den USA abzukoppeln.

Wichtige währungspolitische Ereignisse¹

28.11.1968	Bundestag beschließt „steuerliche Aufwertung“: Entlastung der Einfuhr (vom 11.11. an) um 4 vH (z. T. 2 vH) und Belastung der Ausfuhr (vom 29.11. an) um 4 vH (z. T. 2 vH). Ausnahme: Agrarmarktordnungserzeugnisse.		
27.10.1969	Aufwertung der D-Mark gegenüber dem US-\$ um 9,3 vH.	15.03.1976	Frankreich scheidet erneut aus dem Europäischen Wechselkursverbund aus.
30.10.1969	„Steuerliche Aufwertung“ wird endgültig zurückgenommen, nachdem sie schon vom 11.10. an ausgesetzt worden war.	18.10.1976	Wechselkurskorrektur im Europäischen Wechselkursverbund: Aufwertung der D-Mark gegenüber SZR um 2 vH, Abwertung der dänischen (4 vH), der norwegischen und der schwedischen Krone (je 1 vH). Konstanz von Gulden und belgischem Franc.
10.05.1971	Freigabe des Wechselkurses von D-Mark und Gulden gegenüber dem US-\$. Aufwertung des Schweizer Franken um 7 vH und des österreichischen Schillings um 5 vH.	04.04.1977	Wechselkurskorrektur im Europäischen Wechselkursverbund: Abwertung der schwedischen (6 vH), der dänischen und der norwegischen Krone (je 3 vH).
15.08.1971	Aufhebung der Goldkonvertibilität des US-\$. Die übrigen Mitglieder des IWF brauchen deshalb ihre Kurse gegenüber dem US-\$ nicht mehr in der Bandbreite zu halten.	13.02.1978	Abwertung der norwegischen Krone um 8 vH.
16.08.1971	Devisenbörsen sind bis 20.8. geschlossen.	16.10.1978	Wechselkurskorrektur im Europäischen Wechselkursverbund: Aufwertung der D-Mark um 4 vH, des Gulden und des belgischen Franc um je 2 vH.
21.08.1971	Bis 17.12.1971 freies Floaten der meisten wichtigen Währungen.	12.12.1978	Norwegen scheidet aus dem Wechselkursverbund aus.
17./18.12.1971	Zehnergruppe beschließt Einführung von „Leitkursen“, erweiterte Bandbreiten und Abwertung des US-\$ gegenüber dem Gold um 8 vH.	13.03.1979	Europäisches Währungssystem (EWS) tritt in Kraft.
21.12.1971	Aufwertung der D-Mark um rd. 14 vH gegenüber dem US-\$.	24.09.1979	Wechselkurskorrektur im EWS: Aufwertung der D-Mark um 2 vH, Abwertung der dänischen Krone um rd. 3 vH.
12.02.1973	Abwertung des US-\$ um 10 vH und damit Aufwertung der D-Mark gegenüber dem US-\$ um 11 vH.	23.03.1981	Abwertung der italienischen Lira im EWS um 6 vH.
02.03.1973	Schließung der Devisenbörsen (bis 18.3.)	05.10.1981	Wechselkurskorrektur im EWS: Gegenüber dänischer Krone, belgischem und luxemburgischem Franc und irischem Pfund werden die D-Mark und der Gulden um 5,5 vH aufgewertet und französischer Franc und italienische Lira gegenüber den genannten Währungen um je 3 vH abgewertet.
19.03.1973	Aufwertung der D-Mark um 3 vH. Beginn des „Gruppenfloating“ gegenüber dem US-\$. Teilnehmer am Europäischen Wechselkursverbund sind die Bundesrepublik, Frankreich, die Benelux-Staaten, Dänemark, Norwegen und Schweden. An die Stelle des US-\$ tritt das Sonderziehungsrecht (SZR) als Bezugseinheit.	22.02.1982	Wechselkurskorrektur im EWS: Belgischer und luxemburgischer Franc werden um 8 vH, und die dänische Krone wird um 3 vH gegenüber den anderen Währungen im EWS abgewertet.
29.06.1973	Aufwertung der D-Mark gegenüber SZR um 5,5 vH.	14.06.1982	Wechselkurskorrektur im EWS: Aufwertung der D-Mark gegenüber französischem Franc um rd. 10,5 vH, gegenüber italienischer Lira um rd. 7 vH, gegenüber belgischem und luxemburgischem Franc, dänischer Krone und irischem Pfund um je 4 vH. Relation D-Mark - Gulden bleibt konstant.
21.01.1974	Frankreich scheidet aus dem Europäischen Wechselkursverbund aus.	31.03.1983	Wechselkurskorrektur im EWS: Aufwertung der D-Mark um 5,5 vH, des Gulden um 3,5 vH, der dänischen Krone um 2,5 vH, des belgischen und des luxemburgischen Franc um 1,5 vH; Abwertung des französischen Franc und der italienischen Lira um 2,5 vH und des irischen Pfunds um 3,5 vH.
15./17.11.1975	In Rambouillet vereinbaren die Staats- und Regierungschefs Frankreichs, Großbritanniens, Italiens, Japans, der USA und der Bundesrepublik, gestörten Devisenmarktbedingungen und erratischen Wechselkurschwankungen zu begegnen.		
07./08.01.1976	Auf der Konferenz des IWF in Jamaika wird vereinbart, den offiziellen Goldpreis ab-		

¹Bei Wechselkurskorrekturen wird der Zeitpunkt genannt, zu dem die Korrektur wirksam wurde.

Quelle: Deutsche Bundesbank: Geschäftsberichte (Tabelle „Wirtschaftspolitische Chronik“) und Sonderdruck Nr. 3: „Internationale Organisationen und Abkommen im Bereich von Währung und Wirtschaft“.

Aus den Veröffentlichungen des DIW

Beiträge zur Strukturforchung

Erscheinen seit 1967. Format DIN A 4.

- Heft 59 **Anlagevermögen, Produktion und Beschäftigung der Industrie im Gebiet der DDR von 1936 bis 1978 sowie Schätzung des künftigen Angebotspotentials.** Von Manfred Melzer. 250 S. 1980. DM 124,—.
- Heft 60 **Die Bedeutung des strukturellen Wandels für die Beschäftigung.** Input-Output-Analysen der Beschäftigungswirkungen von Strukturveränderungen der Nachfrage 1962 bis 1976. Von Jochen Schmidt, Reiner Stäglin, Jörg-Peter Weiß und Hans Wessels. 69 S. DM 36,80.
- Heft 61 **Abschwächung der Wachstumsimpulse.** Analyse der strukturellen Entwicklung der deutschen Wirtschaft. Strukturberichterstattung 1980. 288 S. 1981. DM 58,—.
- Heft 62 **Berechnung des industriellen Brutto-Anlagevermögens in den EG-Ländern unter Anwendung einheitlicher Definitionen, Abgrenzungen und Verfahren.** Von Bernhard Seidel unter Mitarbeit von Inge Schweiger. 363 S. 1981. DM 156,80.
- Heft 63 **Triangulation und Blocktriangulation von Input-Output-Tabellen und ihre Bedeutung.** Von Hans Wessels. 124 S. 1981. DM 86,—.
- Heft 64 **Möglichkeiten und Grenzen der Regionalisierung der sektoralen Strukturberichterstattung.** Von Bernd Bartholmai, Herwig Birg, Wolfgang Erfeld, Nikolai Lutzky, Horst Mentrup, Friedhelm Plogmann, Hans Joachim Schalk. Koordination: Wolfgang Kirner und Rainer Thoss. 84 S. 1981. DM 44,60.
- Heft 65 **Wertschöpfungsorientierte Umsatzsteuerpräferenz nach dem Berlinförderungsgesetz (Berlin FG), Erfolgskontrolle und Vorschläge zur Weiterentwicklung.** Von Peter Ring. 276 S. 1981. DM 64,—.
- Heft 66 **Handel mit Entwicklungsländern und Beschäftigung in der Europäischen Gemeinschaft.** Eine vergleichende Analyse für sechs EG-Länder anhand aktueller Import- und Exportströme im Handel mit Industrieprodukten. Von Dieter Schumacher unter Mitarbeit von Karin Hollmann. 84 S. 1981. DM 44,60.
- Heft 67 **Tarifpolitik und europäische Integration.** Von Bernhard Seidel. 176 S. 1981. DM 110,—.
- Heft 68 **Regionale Struktur des Personenverkehrs in der Bundesrepublik Deutschland im Jahre 1975.** Von Henryk Bolik, Dieter Hölsken, Heinz Enderlein, Hartmut Kuhfeld, Norman Treinies, Dieter Wilken. Koordination: Heinz Enderlein und Hartmut Kuhfeld. 226 S. 1981. DM 112,—.
- Heft 69 **Staatliche Einflußnahme auf die Baunachfrage — Eine Analyse für die Jahre 1965 bis 1980.** Von Dieter Vesper. 262 S. 1981. DM 89,60.
- Heft 70 **Analyse und Projektion der Personenverkehrsnachfrage in der Bundesrepublik Deutschland bis zum Jahre 2000.** Von Rainer Hopf, Heilwig Rieke und Ulrich Voigt. 167 S. 1982. DM 98,—.
- Heft 71 **Das Sachvermögen in den Wirtschaftsbereichen der Bundesrepublik Deutschland.** Von Bernd Görzig. 101 S. 1982. DM 38,—.
- Heft 72 **Zur Umstellung des internationalen Warenverzeichnisses für den Außenhandel.** Methode zur Umgruppierung vorhandener Datenbestände von der älteren Systematik der UN (SITC, Revised) auf die neue Systematik (SITC, Revision 2). Von Hans Martin Duseberg. 67 S. 1982. DM 36,—.
- Heft 73 **Zeitlicher Zusammenhang zwischen Hochbaugenehmigungen und Auftragseingängen im Konjunkturverlauf.** Von Bernd Bartholmai unter Mitarbeit von Jochen A. Hübener. 170 S. 1983. DM 98,—.
- Heft 74 **Wohnungsbau und Wohnungsversorgung in beiden deutschen Staaten — ein Vergleich.** Von Manfred Melzer unter Mitarbeit von Wolfgang Steinbeck. 220 S. 1983. DM 142,—.
- Heft 75 **Budgetpolitik Österreichs im internationalen Vergleich.** Von Manfred Teschner und Dieter Vesper. 115 S. 1983. DM 76,—.
- Heft 76 **Forschung und Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe von Berlin (West).** Eine Repräsentativerhebung für die Jahre 1977 — 1981. Von Kurt Hornschild. 161 S. 1983. DM 56,—.
- Heft 77 **Die Entwicklung des Personenverkehrs in den Regionen der Bundesrepublik Deutschland bis zum Jahre 2000.** Von Hartmut Kuhfeld und Joachim Niklas unter Mitarbeit von Jutta Kloas. 156 S. 1983. DM 76,—.
- Heft 78 **Der internationale Handel mit Dienstleistungen aus der Sicht der Bundesrepublik Deutschland — Entwicklung, Handel, Politik —.** Von Hans J. Petersen, Fritz Franzmeyer, Peter Hrubesch, Siegfried Schultz, Dieter Schumacher und Herbert Wilkens. 333 S. 1984. DM 88,—.
- Heft 79 **Erhöhter Handlungsbedarf im Strukturwandel.** Analyse der strukturellen Entwicklung der deutschen Wirtschaft. Strukturberichterstattung 1983. 230 S. 1984. DM 68,—.

Herausgeber: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Königin-Luise-Straße 5, D-1000 Berlin 33
Telefon (0 30) 82 99 10 — Telefax (0 30) 82 99 12 00
BTX-Systemnummer • 880 *

Präsident: Prof. Dr. Hans-Jürgen Krupp
Abteilungsleiterkollegium: Dr. Oskar de la Chevallerie, Dr. Doris Cornelsen, Dr. Fritz Franzmeyer,
Prof. Dr. Wolfgang Kirner, Dr. Jürgen Müller, Dr. Reinhard Pohl, Dr. Horst Seidler,
Dr. Wolfgang Watter, Dr. Hans-Joachim Ziesing.

Präsident und Abteilungsleiter sind gemeinsam für die wissenschaftliche Leitung verantwortlich.
Schriftleitung: Dr. Klaus Henkner

Muß der deutsche Zins im Schlepptau Amerikas bleiben. 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, Oranienburger Str. 170, D-1000 Berlin 26.
Bezugspreis für den Jahrgang DM 100,—, vierteljährlich DM 30,—, Einzelnummer DM 4,—.
Zuzüglich Versandkosten.