

Filc, Wolfgang

Article — Digitized Version

## Dollarkursorientierung: Eine erfolglose Konzeption der Bundesbank

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Filc, Wolfgang (1984) : Dollarkursorientierung: Eine erfolglose Konzeption der Bundesbank, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 64, Iss. 9, pp. 442-447

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135960>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Dollarkursorientierung: Eine erfolglose Konzeption der Bundesbank

Wolfgang Filc, Trier

**Seit 1983 werden die geldpolitischen Maßnahmen der Bundesbank wieder zunehmend von der Dollarkursentwicklung beeinflusst. Professor Wolfgang Filc plädiert dafür, die Geldpolitik aus dem Bann des Dollars zu lösen. Notwendig sei statt dessen eine Rückbesinnung auf ihren Beitrag zur Verringerung der binnenwirtschaftlichen Fehlentwicklungen.**

---

Ende Juni 1984 beschloß der Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank die Anhebung des Diskontsatzes um einen halben Prozentpunkt auf 4,5 % und die Ausweitung der Rediskontkontingente um 8 Mrd. DM. Die Erhöhung des Diskontsatzes wird von der Bundesbank nicht als Eingriff interpretiert, der zu einem weiteren Zinsauftrieb Anlaß gibt. Vielmehr soll nach Einschätzung der Bundesbank dadurch eine „Subventionierung“ der Zentralbankgeldbereitstellung im Vergleich zu den Zinssätzen am Geldmarkt gesenkt werden<sup>1</sup>.

Abgesehen davon, daß der Terminus „Subvention“ den Zusammenhang nicht trifft – Subventionen dienen dazu, Differenzen zwischen Kosten und erzielbaren Marktpreisen zu vermindern –, sind die geldpolitischen Maßnahmen vom Juni unzureichend, um die Geldmarktzinsen vom Lombardsatz zu lösen und stärker an den Diskontsatz heranzuführen. Dazu wäre eine weit stärkere Ausweitung der Rediskontkontingente erforderlich, etwa in der Größenordnung von 12 bis 15 Mrd. DM. Dazu aber sah sich die Bundesbank nicht bereit. Die Begründung: „Solange die DM relativ schwach und der Dollar so stark sind, wäre es eine unsinnige Politik, wenn wir jetzt hergingen und soviel Liquidität zur Verfügung stellten, daß der Geldmarktsatz unter den Lombardsatz auf 4 Prozent zustrebt“<sup>2</sup>.

Unter dem Strich wirken die geldpolitischen Beschlüsse vom Juni also restriktiv. Die Diskontsatanhebung erhöht die Refinanzierungskosten der Banken um

rund 350 Mill. DM im Jahr. Es ist nicht anzunehmen, daß die Banken diese Ertragseinbuße hinnehmen werden. Im Regelfall werden die steigenden Refinanzierungskosten der Banken an die Kunden weitergereicht. Zunächst steigt der Zinssatz für kurzfristige Bankkredite, und später wirkt sich ein Heraufsetzen der Bankraten auf alle Segmente der Finanzmärkte aus<sup>3</sup>.

## Dollarkurs und Geldpolitik

Die Diskontsaterhöhung wurde in einer Situation vorgenommen, die gekennzeichnet ist von schwacher monetärer Expansion, steigenden Zinssätzen, Preisniveaustabilität, drückend hoher Arbeitslosigkeit, Reallohnkürzungen, einem Rückschlag in der konjunkturellen Aufwärtsbewegung, der Fortführung der Konsolidierung öffentlicher Haushalte und einem Überschuß in der Leistungsbilanz. Das ist eine Konstellation, die früher von der Bundesbank als Vorbedingung für monetäre Anregung genannt worden ist. Nur eines paßt nicht in das Bild: der steigende Dollarkurs. Der außenstehende Beobachter muß aus alledem folgern, daß die Bundesbank wieder einmal – und wohl auch diesmal wieder einmal vergeblich – versucht, durch geldpolitische Verhärtung den Abwärtstrend der D-Mark gegenüber dem Dollar aufzuhalten.

---

<sup>1</sup> Vgl. „Schlesinger präzisiert Bundesbank-Beschlüsse: Subvention über Diskontsatz abgebaut“, in: Börsen-Zeitung vom 4. Juli 1984, wiederabgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 54, 4. Juli 1984, S. 1. In gleichem Sinne äußerte sich bereits im Mai Bundesbankpräsident Pöhl. Vgl. „Ein struktureller Mangel an Flexibilität, Bundesbankpräsident Pöhl im Gespräch mit dem Handelsblatt: Beachtliche Abweichungen gegenüber einem theoretisch wünschenswerten Konzept“, in: Handelsblatt vom 16. Mai 1984, wiederabgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 41, 18. Mai 1984.

<sup>2</sup> Vgl. „Ein struktureller Mangel an Flexibilität“, a. a. O., S. 1; vgl. in gleichem Sinne Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juli 1984, S. 6.

---

*Prof. Dr. Wolfgang Filc, 40, lehrt Volkswirtschaftslehre, insbesondere Geld, Kredit, Währung, an der Universität Trier.*

Eine außenwirtschaftliche Orientierung der Deutschen Bundesbank ist nicht neu<sup>4</sup>. So wurde der von der Bundesbank im Februar 1981 ausgelöste Zinsruck ausdrücklich begründet mit dem hohen Leistungsbilanzdefizit der Bundesrepublik und der Abwertung der D-Mark. Danach aber wurden außenwirtschaftliche Begründungen bei geldpolitischen Maßnahmen nicht mehr genannt. Zur Beurteilung möglicher Zusammenhänge geldpolitischer Maßnahmen mit der Dollarkursentwicklung – und nur von daher könnte sich nach der Wiederherstellung des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts im Jahre 1982 eine außenwirtschaftliche Orientierung der Bundesbank ergeben – kann ein Rückblick auf die Jahre seit 1982 nützlich sein.

### Beurteilungskriterien

Bei der Einordnung und Bewertung der geldpolitischen Maßnahmen der Bundesbank in dieser Zeit ergeben sich Probleme. Nach der weitgehenden Beseitigung der freien Liquiditätsreserven der Banken ist der von der Bundesbank beabsichtigte monetäre Expansionsprozeß mit Liquiditätskennziffern schlecht zu messen. Zudem gibt die Konstellation aus Tagesgeldsatz, Diskontsatz und Lombardsatz nicht mehr wie früher Auskunft über das Spannungsverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage am Geldmarkt, weil der Diskontsatz seine Eigenschaft als Leitzins an den Lombardsatz bzw. den Sonderlombardsatz abgetreten hat und der Tagesgeldsatz daran klebt.

Die jeweilige monetäre Entwicklung wird deshalb anhand des Expansionstempos der Zentralbankgeldmenge beurteilt, das zu dem von der Bundesbank anvisierten Zielkorridor in Bezug gesetzt wird<sup>5</sup>. Daneben ist der Zinstrend am Kapitalmarkt zu berücksichtigen. Hinweise auf die von der Bundesbank beabsichtigte künftige monetäre Entwicklung gibt das Spannungsverhältnis zwischen der Zentralbankgeldversorgung und ihrer Absorption durch Ausweitung der Zentralbankgeldmenge im Durchschnitt der beiden vorlaufenden Monate und des Monats der jeweiligen geldpolitischen Maßnahme. Hierbei gilt:

- Eine gleichmäßige Ausdehnung der Zentralbankgeldversorgung und der Zentralbankgeldmenge deutet ebenso wie ein geringer Überschuß (bis 1 Mrd. DM) der Zentralbankgeldversorgung darauf hin, daß die Bundesbank das monetäre Expansionstempo nicht verändern möchte.
- Ein Überschuß der Zentralbankgeldversorgung (über 1 Mrd. DM bis 5 Mrd. DM) im Vergleich zur Expansion der Zentralbankgeldmenge zeigt an, daß die Bundesbank auf eine Verstärkung der monetären Expansion abzielt.

- Ein hoher Überschuß der Zentralbankgeldversorgung (über 5 Mrd. DM) im Vergleich zur Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge weist aus, daß eine kräftige Steigerung des monetären Expansionstempos beabsichtigt ist.

Analog werden Defizite am Markt für Zentralbankgeld, also ein Zurückbleiben der Zentralbankgeldversorgung hinter der Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge, als Absicht der Bundesbank gedeutet, die monetäre Expansion zu drosseln.

Als geldpolitische Instrumente werden Änderungen des Diskontsatzes sowie des Lombard- bzw. Sonderlombardsatzes, der Refinanzierungskontingente und der Mindestreservesätze berücksichtigt. So wirkt eine Ausweitung der Rediskontkontingente für sich genommen expansiv, weil der Lombardkredit durch den billigeren Rediskontkredit ersetzt wird. Expansiv wirkt auch eine Rücknahme der Mindestreservesätze, weil die Bundesbank dadurch für die Kreditinstitute die Notwendigkeit reduziert, zinslose Zentralbankguthaben zu halten.

### Geldpolitik im Zeitraum 1982-83

Ein Blick auf die Tabelle legt es nahe, die geldpolitischen Maßnahmen des Jahres 1982 als weitgehend unabhängig von der Dollarkursentwicklung zu bewerten. Eine Ausnahme bildet die Rückkehr zum Lombardkredit bei gleichzeitiger Senkung des Lombardsatzes unter den zuvor geltenden Sonderlombardsatz am 6. 5. 1982. In dieser Phase expandierte die Zentralbankgeldmenge an der Obergrenze des Zielkorridors, die Zinssätze sanken, und es bestand ein hoher Überschuß der Zentralbankgeldversorgung im Vergleich zur Ausweitung der Zentralbankgeldmenge. Das Potential für eine künftige monetäre Expansion erschien deshalb als wenig verträglich mit dem Zentralbankgeldmengenziel. Das stützt die Annahme, daß diese weitere geldpolitische Lockerung auch im Zusammenhang mit dem Ziel zu sehen ist, einer zu raschen Dollarkursenkung zu begegnen.

Eine zweite Ausnahme bildet der Beschluß des Zentralbankrats über das Geldmengenziel für 1983 und zur Senkung der Bankraten vom 2. 12. 1982. Die Bundesbank hatte sich für das Jahr 1983 vorgenommen, die

<sup>3</sup> Dagegen bestreitet die Bundesbank neuerdings einen Einfluß von Diskontsatzvariationen auf das Zinsniveau: „Die Heraufsetzung der Konditionen für andere kurzfristige Kredite kann jedenfalls nicht auf die Diskontsatzserhöhung zurückgeführt werden, sondern würde, falls sie erfolgte, andere Gründe haben.“ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juli 1984, S. 7.

<sup>4</sup> Vgl. H.-P. B a s i e r: Wirtschaftspolitische Zielpräferenzen und theoretische Orientierung in der Geldpolitik der Bundesrepublik Deutschland, Tübingen 1979.

<sup>5</sup> Unberücksichtigt bleiben muß hierbei, ob die Zielvorgaben für die Zentralbankgeldmenge geeignet waren, Verfehlungen wirtschaftspolitischer Ziele abzubauen.

konjunkturelle Belebung zu unterstützen. Dafür erschien ihr ein Zielkorridor für die Expansion der Zentralbankgeldmenge von 4 bis 7 % als angemessen. Zudem bestand aber ein Überschuß der Zentralbankgeldversorgung im Vergleich zur Expansion der Zentralbankgeldmenge, und die Zinssätze sanken. Die gleichzeitige Rücknahme der Leitzinssätze läßt deshalb wiederum vermuten, daß auf diese Weise auch einem zu raschen Dollarabschwung begegnet werden sollte. In beiden Ausnahmefällen des Jahres 1982 haben rasche Dollar-

kursenkungen die geldpolitische Lockerung zumindest begünstigt.

**Zunehmende Dollarorientierung**

Die Entwicklung seit 1983 stützt die Einschätzung einer wieder zunehmenden Orientierung der Bundesbank am Dollarkurs. Sowohl die Erhöhung des Lombardsatzes im September als auch das im Dezember 1983 knapp bemessene Zentralbankgeldmengenziel für 1984 deuten darauf hin, daß der Dollarkurs bei geldpoli-

**Geldpolitische Maßnahmen der Deutschen Bundesbank und Dollarkursentwicklung**

(1982 bis Juni 1984)

Datum	Geldpolitische Maßnahme	Dollarkurs	Expansionstempo der Zentralbankgeldmenge (ZBGM) bezogen auf den Zielkorridor	Veränderung der ZBGV bezogen auf die Veränderungen der ZBGM <sup>1</sup>	Zinstrend am Kapitalmarkt <sup>2</sup>	Bewertung; Zusammenhang der geldpolitischen Maßnahmen mit der Dollarkursentwicklung?
<b>1982</b>						
21. 1.	Senkung des Sonderlombardsatzes von 10,5 % auf 10 %	Anstieg (2,30 DM)	Untergrenze	Rückführung der ZBGV; Defizit	Senkung	nein
18. 3.	Senkung des Sonderlombardsatzes auf 9,5 %	Schwankungen ohne Trend (2,38 DM)	nahe Obergrenze	Überschuß	Senkung	nein
6. 5.	Rückkehr zum Lombardkredit; Lombardsatz 9 %	rasche Senkung (2,33 DM)	an Obergrenze	hoher Überschuß	Senkung	ja
16. 6.	Ausweitung der Refinanzierungskontingente um 5,5 Mrd. DM	rascher Anstieg (2,46 DM)	oberes Drittel	Defizit	Anstieg	nein
26. 8.	Herabsetzung des Diskontsatzes von 7,5 % auf 7 % u. des Lombardsatzes von 9 % auf 8 %	konstant (2,45 DM)	obere Hälfte	Rückführung der ZBGV; Defizit	Senkung	nein
23. 9.	Senkung der Mindestreservesätze linear um 10 %	konstant (2,51 DM)	obere Hälfte	annähernde Gleichheit	Senkung	nein
22. 10.	Senkung des Diskont- und des Lombardsatzes um jeweils einen Prozentpunkt auf 6 % bzw. 7 %	konstant (2,53 DM)	obere Hälfte	geringer Überschuß	Senkung	nein
2. 12.	Zentralbankgeldmengenziel für 1983: Ausweitung um 4 % bis 7 %; Senkung des Diskont- und des Lombardsatzes um jeweils einen Prozentpunkt auf 5 % bzw. 6 %	rasche Senkung (2,44 DM)	obere Hälfte	Überschuß	Senkung	ja
<b>1983</b>						
20. 1.	Ausweitung der Refinanzierungskontingente um 5,5 Mrd. DM	Anstieg (2,43 DM)	an Obergrenze	hoher Überschuß	Senkung	nein
17. 3.	Senkung des Diskont- und des Lombardsatzes um jeweils einen Prozentpunkt auf 4 % bzw. 5 %; Kürzung der Rediskontkontingente um 5 Mrd. DM	konstant (2,39 DM)	oberhalb Obergrenze	hoher Überschuß	Konstanz	ja
8. 9.	Erhöhung des Lombardsatzes auf 5,5 %	rascher Anstieg (2,67 DM)	oberhalb Obergrenze	Rückführung der ZBGV; Defizit	Anstieg	ja
15. 12.	Zentralbankgeldmengenziel für 1984: Ausweitung um 4 % bis 6 %	rascher Anstieg (2,77 DM)	knapp oberhalb Obergrenze	Überschuß	Anstieg	ja
<b>1984</b>						
28. 6.	Erhöhung des Diskontsatzes auf 4,5 %; Ausweitung der Rediskontkontingente um 8 Mrd. DM	Anstieg (2,78 DM)	unteres Drittel	Rückführung der ZBGV; Defizit (März bis Mai)	Anstieg	ja

<sup>1</sup> ZBGV = Zentralbankgeldversorgung; Mengenmäßiger Effekt von Änderungen der Mindestreservesätze sowie Änderungen der Bankenliquidität infolge von Markteinflüssen und liquiditätspolitischen Maßnahmen der Bundesbank. ZBGM = Zentralbankgeldmenge.

<sup>2</sup> Umlaufrendite aller festverzinslicher Wertpapiere.

Quelle für Grundzahlen: Deutsche Bundesbank; Handelsblatt.

tischen Entscheidungen wieder verstärkt in das Blickfeld rückt, und zwar unter Zurückstellung binnenwirtschaftlicher Erfordernisse. Denn beide geldpolitischen Entscheidungen wurden in Phasen eines raschen Dollarkursauftriebs und steigender Zinssätze am Kapitalmarkt getroffen.

In dieses Bild der wieder zunehmenden Dollarkursorientierung paßt auch der Beschluß des Zentralbankrats vom 28. 6. 1984. Kurz zuvor hatte Bundesbankpräsident Pöhl wieder einmal herausgestellt, daß die Nachteile eines steigenden Dollars für die deutsche Volkswirtschaft überwiegen<sup>6</sup>. Ist der Dollarkurs ein monetäres Ziel der Bundesbank, so ist es verständlich, daß einer Zielverletzung mit geldpolitischen Maßnahmen zu begegnen ist. Und das erfordert in der Sichtweise der Bundesbank, daß eine geldpolitische Verknappung geboten ist, wenn der Dollarkurs steigt.

Eine außenwirtschaftliche Orientierung der Bundesbank ist meist dann erkennbar, wenn der Dollarkurs anzieht. Absicht der Bundesbank ist es, einem Inflationsimport und der Senkung des Realeinkommens durch eine Verschlechterung der Terms of Trade zu begegnen. Steigt der Dollarkurs, so verknappt und verteuert die Bundesbank das Geld. Schwächt sich der Dollarkurs ab, so werden die vorherigen Restriktionsmaßnahmen nur teilweise zurückgenommen. Das Ergebnis ist eine zunehmende Verhärtung der monetären Bedingungen.

### Kurz- und langfristige Effekte

Zinserhöhende geldpolitische Maßnahmen bei einer Währungsschwäche entsprechen der Handlungsanweisung des Finanzmarktansatzes des Wechselkurses<sup>7</sup>. In der Sichtweise dieser seit etwa einem Jahrzehnt dominierenden Theorie des Wechselkurses herrscht Gleichgewicht an den Finanzmärkten der Länder und am Devisenmarkt, wenn ein internationales Zinsgefälle von einer erwarteten Wechselkursänderungsrate ausgeglichen wird. Ein niedrigeres Zinsniveau im Inland als im Ausland erfordert deshalb eine entsprechende Aufwertungserwartung für die Inlandswährung. Monetäre Verknappung vermag die Abwertung einer Währung aufzuhalten, weil geldpolitische Maßnahmen nicht allein auf das Zinsniveau einwirken, sondern gleichzeitig auch auf den Wechselkurs<sup>8</sup>.

Diese dollarkursorientierte Geldpolitik der Bundesbank geht jedoch seit vier Jahren mit fortlaufenden Aufwärtsschüben des Dollars gegenüber der D-Mark einher. Der Grund dafür ist, daß die kurz- und langfristigen Wechselkurswirkungen der restriktiven Geldpolitik gegenläufig sein können. Der Finanzmarktansatz des Wechselkurses ist beschränkt auf „the short run impli-

cations of monetary policy changes on exchange rate movements“<sup>9</sup>. Die kurze Frist wird von der Zeitspanne begrenzt, die geldpolitische Impulse benötigen, um von den Finanzmärkten und vom Devisenmarkt ausgehend den güterwirtschaftlichen Bereich zu beeinflussen.

Geldpolitische Verknappung erhöht die Zinssätze, und sie bewirkt zunächst eine Festigung der Währung dieses Landes an den Devisenmärkten, wenn dem nicht eine stärkere Zinserhöhung im Ausland oder eine überkompensierende Aufwertungserwartung für die Auslandswährung entgegensteht. Wirkt sich aber der Zinsauftrieb auf den güterwirtschaftlichen Bereich aus, sinken Nachfrage, Produktion und Einkommen, so geht das zu Lasten der Marktbewertung des vorhandenen Sachkapitals. Das schlägt sich z. B. in sinkenden Aktienkursen nieder. Sinkt die Marktbewertung des Sachkapitals rascher, als die Absatz- und Erlöserwartungen zurückgehen, so steigt aber die erwartete Rendite des vorhandenen Sachkapitals. Neue Investitionen werden unterlassen, wenn ihre erwartete Ertragsrate unter jene des bereits vorhandenen Sachkapitals absinkt<sup>10</sup>.

### Wirkungen auf die Devisenmärkte

Das aber hat auch Auswirkungen auf die Devisenmärkte. Kapital geht dorthin, wo es eine produktive Verwendung findet. Das erfordert Produktion und Investitionen. Dämpft eine geldpolitische Verknappung im Inland aber die Nachfrage, die Produktion und die Investitionen, während im Ausland das Einkommen weit stärker expandiert, so schätzen Anleger die Ertragsaussichten von Vermögenswerten, die auf Auslandswährung lauten, höher ein. Die Direktinvestitionen im Ausland nehmen zu, und die Nachfrage nach ausländischen Finanzaktiva steigt wieder. Daraus ergibt sich am Devisenmarkt eine Überschufnachfrage nach Auslandswährung, und die nur kurzzeitig unterbrochene Abwertung der Inlandswährung setzt sich fort<sup>11</sup>.

Diese Einschätzung wird von empirischen Untersuchungen gestützt. So zeigt sich ein fester Zusammen-

<sup>6</sup> Vgl. „Aktuelle Fragen der Währungspolitik“, Ansprache von Karl Otto Pöhl, Präsident der Deutschen Bundesbank, anläßlich des Verbandstages 1984 des Bundesverbandes der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken am 22. Mai 1984, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge auf Presseartikeln, Nr. 42, 22. Mai 1984, S. 2.

<sup>7</sup> Eine vorzügliche Darstellung des Finanzmarktansatzes des Wechselkurses findet sich bei D. B e n d e r : Finanzmarkttheorie des Wechselkurses, in: Handbuch der Wirtschaftswissenschaften, Bd. 9, Stuttgart, New York u. a. 1982, S. 748 ff.

<sup>8</sup> Vgl. R. D o r n b u s c h : The Overvalued Dollar, in: Lloyds Bank Review, April 1984, No. 152, S. 1 ff.

<sup>9</sup> Ebenda, S. 4.

<sup>10</sup> Vgl. J. T o b i n : A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, in: Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 1, 1969, S. 15 ff.; K-H. K e t t e r e r : Monetäre Aspekte der Staatsverschuldung, Berlin 1984, S. 42 ff.

hang zwischen der relativen Einkommensexpansion der Länder und der Wechselkursentwicklung: Ein stärkeres Einkommenswachstum im Inland als im Ausland geht mit einer Aufwertung der Inlandswährung einher<sup>12</sup>. Ferner korrespondiert der Dollarkurstrend am deutschen Devisenmarkt mit dem Abstand des relativen Marktwerts des Sachkapitals zwischen den USA und der Bundesrepublik als Maßstab der Vorteilhaftigkeit von Investitionen in beiden Ländern: Der Dollarkurs steigt, wenn sich der relative Marktwert des Sachkapitals in den USA günstiger entwickelt als in der Bundesrepublik<sup>13</sup>.

Eine Zentralbank, die sich unter Zurückstellung binnenwirtschaftlicher Erfordernisse an der Stabilisierung des Dollarkurses orientiert und bei einem Dollarkursauftrieb zins erhöhende Maßnahmen ergreift, riskiert, dadurch einen Treibsatz für später um so schneller steigende Dollarkurse zu legen. Das wird der Fall sein, wenn der Zinsauftrieb im Inland die Expansion des Einkommens hemmt und den relativen Marktwert des Sachkapitals drückt, während im Ausland die Gesamtnachfrage steigt und sich die Gewinnerwartungen fortlaufend verbessern.

#### Selbst auferlegter Teufelskreis

Eine Geldpolitik, die diese Zusammenhänge vernachlässigt, weil sie ihren Einfluß auf Produktion und Beschäftigung unterschätzt und versucht, den Aufwertungs trend des Dollars durch Zinssteigerungen aufzuhalten, verfängt sich in einem selbst auferlegten Teufelskreis. Wird bei steigenden Dollarkursen in Europa die geldpolitische Restriktion verschärft und werden dadurch die Zinsen heraufgesetzt, so kann das geeignet sein, zunächst Dollarkurserhöhungen abzuschwächen. Doch dadurch wird auch das Konjunkturgefälle gegenüber den USA ausgeweitet, ebenso wie der Abstand der Ertragserwartungen aus Beteiligungen und Forderungen zugunsten von auf Dollar lautenden Vermögenswerten. Das stärkt den Dollar. Nimmt die Geldpolitik in Europa das zum Anlaß, die monetären Bedingungen weiter zu verhärten, so wird ein Keim gelegt für eine erneute Dollaraufwertung, weil sich im Gefolge der monetären Verhärtung der Konjunkturgraben zwischen den USA und Europa unter Umständen noch ausweitet.

<sup>11</sup> Vgl. W. Filc: Monetäre Wechselkursstheorie, makroökonomische Portfoliotheorie und wechselkursorientierte Geldpolitik, in: W. Ehrlicher, D. B. Simmert (Hrsg.): Geld- und Währungspolitik in der Bundesrepublik Deutschland, Beihefte zu Kredit und Kapital, Heft 7, Berlin 1982, S. 499 ff.

<sup>12</sup> Vgl. W. Khan, T. D. Willeit: The Monetary Approach to Exchange Rates: A Review of Recent Empirical Studies, in: Kredit und Kapital, 17. Jg., Heft 2/1984, S. 199 ff.

<sup>13</sup> Vgl. W. Filc: Monetäre Wechselkursstheorie . . . , a.a.O., S. 515 ff.

Geldpolitische Verknappung ist dann ungeeignet, europäische Währungen gegenüber dem Dollar dauerhaft zu festigen<sup>14</sup>.

Die fortdauernde Aufwertung des Dollars gegenüber allen europäischen Währungen läßt sich seit einiger Zeit auf die – im Gegensatz zu den USA und Japan – in Europa noch nicht überwundene Konjunktur- und Wachstumsschwäche zurückführen. Auch der neuerliche Kursauftrieb des Dollars seit dem Frühjahr 1984 zieht seine Kraft nicht aus dem vergrößerten Zinsgefälle, sondern der Zinsanstieg in den USA ist ebenso wie der Dollarkurs Ausdruck des Wachstumsvorsprungs der USA und des damit einhergehenden Gefälles der Sachkapitalrenditen. Die Stabilisierung des Dollarkurses gegenüber europäischen Währungen verlangt deshalb keine Zinssteigerungen in Europa durch geldpolitische Verknappung, sondern erforderlich ist eine Verringerung des Konjunkturgefälles gegenüber den USA. Mit anderen Worten: „ . . . the currency of the country that is relatively more expansionary will appreciate“<sup>15</sup>.

#### US-Leistungsbilanzdefizit

Der überaus kräftige und robuste Konjunkturaufschwung in den USA ist entscheidend für die hohen amerikanischen Zinssätze, für den steigenden Dollarkurs und für die Defizite der amerikanischen Leistungsbilanz. Die expansiven Effekte des strukturellen Defizits des amerikanischen Bundeshaushalts bilden dabei einen wichtigen Bestimmungsgrund. Dennoch ist es vereinfacht, allein in einer Rückführung dieses Defizits den Schlüssel für Zinssenkungen in den USA, für eine geldpolitische Anregung in Europa sowie für eine Stabilisierung des Dollarkurses zu sehen. Nicht übersehen werden sollte, daß die Leistungsbilanzdefizite der USA die Überschüsse anderer Länder sind, vornehmlich der Industrieländer. So hat sich der Saldo des Warenhandels zwischen der Bundesrepublik und den USA in den letzten Jahren spektakulär zugunsten der Bundesrepublik verbessert. Während im langjährigen Durchschnitt die Bundesrepublik im Handel mit den USA Nettoimporteur ist, weist sie für 1983 einen Überschuß von 5,1 Mrd. DM aus; gegenüber 1980 hat sich die Handelsbilanz um 9,3 Mrd. DM aktiviert. Auch andere Länder Europas profitieren vom Leistungsbilanzdefizit der USA. Europäische Forderungen an die Adresse der amerikanischen Regierung auf Rückführung ihres Haushaltsdefizits lassen

<sup>14</sup> "It is hard to think of an empirically important disturbance where the only appropriate response is to sustain exchange rates by expanding money in one country and contracting it abroad . . . . Specifically in the present context, I believe it is a serious error to expand the USA money stock, and to contract it in Germany, to get the dollar down, leaving fiscal policy unchanged." R. Dornbusch: The Overvalued Dollar, a.a.O., S. 9 f.

<sup>15</sup> Ebenda, S. 6.

unberücksichtigt, daß damit eine Stütze für Konjunktur und Beschäftigung in Europa verlorenginge.

### Notwendige Wachstumsimpulse

Wie betont, ist der dauerhafte Dollarkursauftrieb zuallererst das Ergebnis des Hinterherhinkens der Konjunkturerholung in Europa hinter der Entwicklung in den USA. Diesen Abstand vermag eine Konjunkturdrosselung in den USA durch Rückführung des Defizits des amerikanischen Bundeshaushalts allein nicht zu verkleinern. Vorzuziehen ist eine Wirtschaftspolitik, die in Europa die Wachstumskräfte stärkt. „The inability of EC countries to agree on a coordinated strategy is a European failure which cannot be hidden by making the United States the scapegoat of European economic problems.“<sup>16</sup>

Die Finanzpolitik ist in den europäischen Ländern auf die Rückführung der Defizite der öffentlichen Haushalte fixiert, und die Geldpolitik achtet stärker auf den Dollarkurs und auf das Zinsgefälle gegenüber dem Dollarraum als auf binnenwirtschaftliche Notwendigkeiten. Eine Einebnung des Konjunkturgrabens zwischen den USA und Europa kann auf diese Weise nicht gelingen. Erforderlich ist aber eine Wirtschaftspolitik in Europa, die die Konjunktur und die Wachstumskräfte belebt<sup>17</sup>.

Die Geldpolitik sollte sich aus dem Bann der Dollarkursentwicklung lösen und sich auf ihren Beitrag zur Verringerung der binnenwirtschaftlichen Fehlentwicklungen zurückbesinnen<sup>18</sup>. Würden durch monetäre Anregung Wachstumsimpulse erzeugt, die den ins Stokken geratenen Konjunkturaufschwung beleben, so könnten die drückend hohen Arbeitslosenzahlen in Europa gesenkt werden. Zudem würde das zum Abbau

<sup>16</sup> P. De Grauwe, M. Fratianni: U.S. Economic Policies: Are They a Burden on the Rest of the World?, unveröffentlichtes Manuskript, Katholieke Universiteit Te Leuven, Juni 1983, zitiert nach O. Blanchard, R. Dornbusch: U.S. Deficits, the Dollar and Europe, in: Banca Nazionale Del Lavoro, Quarterly Review, No. 148, March 1984, S. 89.

<sup>17</sup> „Europe has two broad dimensions of choice: Whether to act in coordination with the US and Japan or to act in isolation and whether to expand or sit tight.“ O. Blanchard, R. Dornbusch: U.S. Deficits, the Dollar and Europe, a.a.O., S. 107. Zur Notwendigkeit expansiver wirtschaftspolitischer Impulse in Europa vgl. auch R. Dornbusch: The Overvalued Dollar, a.a.O.; Europe's economic woes, in: Morgan Guaranty Trust Company, World Financial Markets, December 1983, S. 1 ff.; Friedrich-Ebert-Stiftung (Forschungsinstitut): Das Dollarkursproblem: Dimensionen, Ursachen, Lösungsansätze, 20. Juni 1984.

<sup>18</sup> Vgl. R. Pohl: Muß der deutsche Zins im Schlepptau Amerikas bleiben?, in: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Wochenbericht 13/84, 29. März 1984, S. 149 ff.; V. Hölterhoff: Nur eine binnenorientierte deutsche Geldpolitik läßt die Realzinsen sinken, in: Handelsblatt vom 6. September 1983, S. 7; vgl. auch die Empfehlung des Vorstandsvorsitzenden der Bank für Gemeinwirtschaft, Thomas Wegscheider, für eine Leitzinssenkung und eine Ausweitung der Bankenliquidität: Mit einer Leitzinssenkung den Spielraum ausloten, in: Handelsblatt vom 2. Februar 1984, S. 7.

<sup>19</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahressgutachten 1983/84, Ein Schrift voran, Stuttgart und Mainz 1983, Ziff. 212.

des Leistungsbilanzdefizits der USA beitragen. Das gäbe Spielraum für Zinssenkungen in den USA, weil sich der zum Ausgleich der Leistungsbilanz erforderliche Kapitalimport verminderte. Überdies würde bei steigender Gesamtnachfrage und einer dadurch höheren Auslastung des Produktionspotentials in den europäischen Ländern auch der relative Marktwert des Sachkapitals wieder steigen, und der Abstand zum Marktwert des Sachkapitals in den USA würde verkleinert. Das könnte, zumindest auf etwas längere Sicht, den Dollarkurs in Europa stabilisieren.

### Monetäre Erleichterungen

Die Deutsche Bundesbank widersetzt sich wohl deshalb einer monetären Anregung, weil ein weiterer Wertverfall der D-Mark gegenüber dem Dollar befürchtet wird. Die Bundesbank sollte sich fragen, wie groß denn ihre Erfolge waren, mit einer Politik der geldpolitischen Verknappung dem steigenden Dollarkurs zu begegnen. Sie sollte bedenken, ob monetäre Restriktion bei etwas längerfristiger Betrachtung nicht umgekehrt zu einem Treibsatz für neue Dollarrekorde wird, nämlich dann, wenn sich das Konjunktur- und Wachstumsgefälle gegenüber den USA ausweitet.

Es mag sein, daß eine Leitzinssenkung und eine Ausweitung der Bankenliquidität in der Bundesrepublik die D-Mark zunächst noch stärker unter Druck geraten läßt. Aber das ist keineswegs sicher. Denn kurzfristig werden die Wechselkurse sowohl vom internationalen Zinsgefälle als auch von Wechselkursänderungserwartungen bestimmt. Entscheidend für die Wechselkurswirkung einer geldpolitisch initiierten Zinssenkung in der Bundesrepublik ist deshalb die davon ausgelöste Erwartung bezüglich der künftigen Bewertung der D-Mark an den Devisenmärkten. Der Sachverständigenrat nennt die Bedingungen, die für Zinssenkungen erfüllt werden müssen, ohne die D-Mark gegenüber anderen Währungen abgleiten zu lassen: „Ein Land kann bei freiem Kapitalverkehr, zumal wenn seine Währung als internationale Anlagewährung dient, nur dann niedrigere Zinsen haben, wenn es gelingt, in hinreichendem Maße Aufwertungserwartungen für seine Währung zu erzeugen. Dieses gelingt um so eher, je größer der Vorsprung in der Sicherung des Geldwertes ist und je günstiger im übrigen im Vergleich zu anderen Ländern die Bedingungen für Kapitalanleger und Investoren sind.“<sup>19</sup>

Der Vorsprung in der Sicherung des Geldwertes ist da. Auch viele angebotsseitige Bedingungen haben sich für die Investoren verbessert. Was fehlt, ist die Unterstützung dieser verbesserten Bedingungen durch die Nachfrageseite. Und hierzu sind monetäre Erleichterungen notwendig.