

Filc, Wolfgang

Article — Digitized Version

Die marktmäßige Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits: Die Fehleinschätzung der Deutschen Bundesbank

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Filc, Wolfgang (1981) : Die marktmäßige Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits: Die Fehleinschätzung der Deutschen Bundesbank, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 61, Iss. 6, pp. 285-289

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135568>

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.

Die marktmäßige Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits

Die Fehleinschätzung der Deutschen Bundesbank

Wolfgang Filc, Hannover

Die Deutsche Bundesbank begründet seit einiger Zeit ihre Hochzinspolitik mit dem Zwang zur marktmäßigen Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits. Verspricht dieses Konzept einen dauerhaften Erfolg? Ist der Deutschen Bundesbank hierbei eine Fehleinschätzung unterlaufen?

Der neuerliche Zinsruck vom Februar 1981, nach der Suspendierung der Zentralbankgeldversorgung der Banken zu einem festen Lombardsatz und der Einführung eines täglich neu zur Disposition stehenden Sonderlombards zu einem fallweise festlegbaren Zinssatz, wird auf die mit Beginn des Jahres 1981 wieder zunehmende D-Mark-Schwäche an den Devisenmärkten und auf verstärkte Abflüsse zentraler Währungsreserven zurückgeführt. Die Erfolge dieser erneuten Verschärfung der monetären Restriktion, gemessen an der Bewertung der D-Mark und am Auslandsgeschäft der Bundesbank, sind – zumindest bis Ende April, vor dem neuerlichen Zinsauftrieb in den USA – nicht zu übersehen. Die Frage ist, ob eine Hochzinspolitik in Deutschland zur marktmäßigen Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits dauerhaften Erfolg verspricht.

Der Zusammenhang zwischen der Kursentwicklung des Dollars und Zinsdifferenzen zwischen den USA und der Bundesrepublik war seit dem Frühjahr 1980 lehrbuchhaft. Bei einer Vergrößerung des Zinsgefälles zugunsten von Dollaranlagen wurde die D-Mark schwächer bewertet. Umgekehrt ging eine Verringerung des Zinsgefälles mit einer Festigung des D-Mark-Kurses einher. Die Bundesbank scheint darauf zu bauen, daß wie in den vergangenen Monaten auch künftig die Kursentwicklung an den Devisenmärkten dem internationalen Zinsgefälle folgt. Das heißt, sie setzt auf die Zinsparitätentheorie¹.

Die Zinsparitätentheorie begründet, daß bei isolierter Zinsanhebung in einem Land die internationale Zinsarbitrage eine verstärkte Nachfrage nach dieser Währung am Devisenkassamarkt entfaltet und ein gleich großes

zusätzliches Angebot am Devisenterminmarkt. Im internationalen Zinsgleichgewicht entspricht der Swapsatz – die Differenz zwischen Terminkurs und Kassakurs als Prozentsatz des Kassakurses – der Zinsdifferenz zwischen zwei Währungsgebieten. Bei einem höheren Zinssatz im Ausland als im Inland wird am inländischen Devisenmarkt die Auslandswährung am Terminmarkt niedriger bewertet als am Kassamarkt, die Devisen werden also mit einem Terminabschlag, einem Deport, gehandelt. Wird nun der Inlandszinssatz auf ein neues Niveau heraufgesetzt, so ist das internationale Zinsgleichgewicht gestört, der Deport ist höher als das Bruttozinsgefälle zwischen beiden Währungsgebieten. Das löst kursgesicherte Zuflüsse von Auslandsgeld aus: Die Inlandswährung wird am Devisenkassamarkt stärker gesucht, und zur Kurssicherung der Auslandsgeldanlagen im Inland werden für den Zeitpunkt ihrer Fälligkeit am Devisenterminmarkt zusätzliche Beträge an Inlandswährung angeboten. Kassakurse und Terminkurse werden dadurch einem entgegengesetzten Änderungsdruck ausgesetzt: Die Inlandswährung festigt sich am Kassamarkt, und sie wird am Terminmarkt schwächer als zuvor bewertet. Internationale Zinsarbitragegeschäfte kommen zum Stillstand, wenn der Swapsatz sich der nun kleineren internationalen Zinsdifferenz angepaßt hat².

Die Zinsparitätentheorie läßt zwei Fragen unbeantwortet. Erstens, ob Swapsatzanpassungen an ein geändertes internationales Zinsgefälle hauptsächlich durch Änderungen von Kassakursen oder von Terminkursen vorgenommen werden und ob auch bei Berücksichtigung von Änderungen der Wechselkurserwartungen

Dr. Wolfgang Filc, 37, ist Privatdozent und Oberassistent am Seminar für Volkswirtschaftslehre der Universität Hannover (TH). Er befaßt sich hauptsächlich mit monetären Fragestellungen unter Berücksichtigung außenwirtschaftlicher Beziehungen.

¹ Vgl. Pöhl: Bundesbank bleibt „eisern“; Internationale Zinssenkungsaktion unrealistisch, in: Börsen-Zeitung vom 9. April 1981, wiederabgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 32, 10. April 1981, S. 2; Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, März 1981, S. 22 f.; Telefoninterview mit Bundesbankvizepräsident Dr. Helmut Schlesinger im Deutschlandfunk am 26. Februar 1981, abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 18, 26. Februar 1981, S. 1 f.

² Zur Zinsparitätentheorie vgl. W. Filc: Zinsarbitrage und Währungsspekulation, Berlin 1975, S. 46 ff.

Zinserhöhungen eines Landes zu einer Festigung seiner Währung am Kassamarkt führen. Zweitens, ob ein einmaliger Zinsanstieg ausreichend ist, um länger andauernde Nettokapitalimporte zu erzeugen, die erforderlich sind, um Leistungsbilanzdefizite unter Schonung zentraler Währungsreserven zu finanzieren.

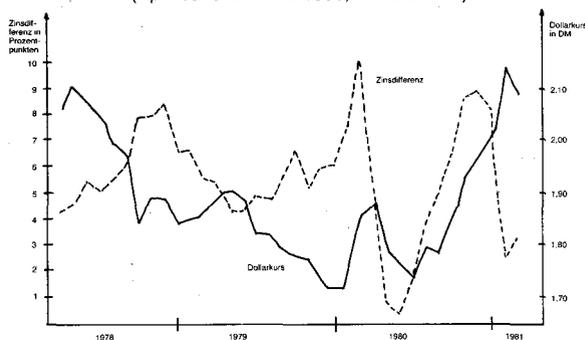
Selten zeigten in der Vergangenheit Änderungen des internationalen Zinsgefälles einen derart klaren Einfluß auf die Wechselkursentwicklung wie nach der Zinserhöhung in Deutschland im Februar 1981. Das zeigt die Gegenüberstellung von Zinsdifferenzen am Euro-Geldmarkt zwischen Dollar und D-Mark und den Dollarkursen (vgl. Abb.). Der mit der Zinsparitätentheorie im Einklang stehende Zusammenhang besteht allerdings erst seit dem Frühjahr 1980, also seit Beginn der abrupten Zinsänderungen in den USA. In den Vorjahren war dagegen die Entwicklung von Dollarkursen und von Zinsdifferenzen meist gegenläufig, so daß eine Erhöhung des Zinsgefälles zugunsten des Dollars mit seiner Abwertung einherging.

Wie in den USA, so war auch in der Vergangenheit in anderen Ländern eine wechselkursorientierte Zinspolitik meist unfähig, einen Wechselkursänderungstrend umzukehren. So vermochte 1976 die Heraufsetzung der „minimum lending rate“ durch die Bank of England um 6 Prozentpunkte auf den damaligen Rekordwert von 15 % die Abwertung des Pfund Sterling nicht aufzuhalten. Auch die außenwirtschaftlich orientierte Zinssenkung in der Schweiz war 1978 nicht geeignet, den Nachfragesog nach Schweizer Franken zu bremsen.

Die Änderungen des Zinsgefälles zwischen den USA und Deutschland waren seit 1980 abrupter und wechselhafter als in den vorgenannten Phasen. Eine befriedigende Erklärung für den weitgehenden Gleichlauf von Änderungen internationaler Zinsdifferenzen und der

Zinsdifferenzen zwischen Euro-Dollar und Euro-DM für Dreimonatsgeld und Dollarkurse am deutschen Devisenkassamarkt

(April 1978 bis März 1981; Monatswerte)



Quelle: Morgan Guaranty Trust Company of New York, Deutsche Bundesbank.

Wechselkurse seit 1980 im Gegensatz zum entgegengesetzten Verlauf zuvor ist das aber nicht.

Wechselkursänderungserwartungen

Diese im Zeitverlauf sehr unerschiedlichen Zusammenhänge zwischen Veränderungen des internationalen Zinsgefälles und der Bewertung der Währungen am Devisenmarkt sind vor allem auf unterschiedliche Wechselkursänderungserwartungen zurückzuführen, die von Zinssatzvariationen ausgelöst werden können. Der Terminkurs einer Währung ist Abbild des erwarteten Kassakurses bei Fälligkeit der Terminkontrakte. Bewirkt eine Zinserhöhung keine Änderung der Wechselkurserwartung, so wird die Anpassung des Swapsatzes an das geänderte Zinsgefälle allein am Kassamarkt vollzogen. Der Deport einer Auslandswährung sinkt oder ihr Report steigt allein durch die Abschwächung des Kassakurses, also bei unverändertem Terminkurs. Bestehen dagegen Wechselkursänderungserwartungen oder werden sie von Zinserhöhungen ausgelöst, so kann die Anpassung des Swapsatzes entweder vollständig oder teilweise am Devisenterminmarkt vollzogen werden.

Es sind vier mögliche Bewegungsmuster der Wechselkurse am Kassa- und Terminmarkt bei einer isolierten Zinserhöhung in einem Land zu unterscheiden.

Erstens können die Terminkurse unverändert bleiben und allein die Kassakurse nachgeben. Wechselkurserwartungen bleiben dann von der Zinsanhebung unberührt. Das war, in Annäherung, die Reaktion der Devisenmärkte auf den jüngsten Zinsanstieg in Deutschland.

Zweitens können bei unveränderten Kassakursen allein die Terminkurse anzulehen. Das deutet darauf hin, daß die Zinsanhebung mit einer erwarteten Schwächerbewertung der Währung dieses Landes einhergeht. Auslösend für diese Abwertungserwartung kann sein, daß in dem Zinsauftrieb keine Erhöhung des Realzinses als Ergebnis monetärer Restriktion gesehen wird, sondern allein ein Aufschlag auf einen unveränderten Realzins als Folge eines erwarteten stärkeren Preisauftriebs.

Drittens ist es denkbar, daß sowohl die Kassakurse als auch die Terminkurse anzulehen. Wie 1976 beim Pfund Sterling ist mit dieser Entwicklung zu rechnen, wenn eine Währung für längere Zeit abgewertet hatte und wenn gleichzeitig Erwartungen hinsichtlich zunehmender Preissteigerungsraten bestehen.

Viertens kann die Zinserhöhung zu sinkenden Kursen am Kassa- und Terminmarkt führen. Dann löst die

Zinssteigerung die Erwartung einer künftig noch stärkeren Währungsaufwertung aus.

Unnötiger Zinsauftrieb

Die Festigung der D-Mark an den Devisenmärkten nach der Zinsanhebung in Deutschland vom Februar ist also kein zwangsläufiger Vorgang, wie das die Zinsparitätentheorie nahelegt, sondern ist vor allem darauf zurückzuführen, daß keine Erwartungen auf eine weitere Abschwächung der D-Mark bestanden. Dann aber wäre die Festigung der D-Mark an den Devisenmärkten im Februar wohl auch ohne den neuerlichen Zinsauftrieb in Deutschland zustande gekommen. Bereits im Januar verringerte sich das Zinsgefälle zwischen Euro-Dollar und Euro-D-Mark (vgl. Abb.), und im Februar gaben die Euro-Dollarsätze weiter nach. Auch bei gegenüber Januar unveränderten Zinssätzen für Euro-D-Mark hätte sich dadurch die Zinsdifferenz zwischen beiden Währungen bis Ende Februar um weitere zwei Prozentpunkte vermindert. Der Mitte Februar eingeleitete Zinsauftrieb in Deutschland war dann aber nicht erforderlich, um die Abwertung der D-Mark aufzuhalten.

Änderungen des internationalen Zinsgefälles werden schnell von Anpassungen des Swapsatzes kompensiert. Zinsarbitragegeschäfte zwischen Ländern sind dann bei Kurssicherung von Fremdwährungspositionen am Devisenterminmarkt nicht mehr lohnend, weil kein Nettozinsgefälle mehr besteht. Ein andauernder Nettokapitalimport verlangt deshalb den Verzicht auf Kurssicherung. Die Erträge dieser spekulativen Kapitalbewegungen sind aber mit der Unsicherheit über die künftige Kursentwicklung an den Devisenmärkten behaftet. Kapitalanleger in Fremdwährungen haben deshalb neben der Zinsdifferenz die von ihnen erwartete Kursentwicklung an den Devisenmärkten zu berücksichtigen.

Grenzen des Konzepts

Bestehen bei einer Zinsanhebung in einem Land und einer davon ausgelösten Aufwertung seiner Währung zusätzlich Aufwertungserwartungen, so werden Geldzuflüsse ohne Kurssicherung der Anlagen am Devisenterminmarkt einsetzen, weil Ausländer außer von nun höheren Zinserträgen von einer künftigen Aufwertung zu profitieren annehmen. Der nicht kursgesicherte Kapitalimport drückt allein auf die Kassakurse, zieht also die Terminkurse nicht nach oben, weil keine zusätzliche Termindisvisennachfrage entsteht. Je stärker die Währung dieses Landes nun aufwertet, desto geringer wird die Erwartung ihrer weiteren Aufwertung. Schließlich ist der Punkt erreicht, an dem die erwartete Wechselkursänderungsrate dem internationalen Zinsgefälle entspricht. Internationale Kapitalbewegungen, soweit

sie Anlagen in Finanzaktiva darstellen, kommen zum Erliegen, und die Kursbewegungen an den Devisenmärkten kommen zum Stillstand, wenn die Anpassungen der Währungsstruktur von Geldvermögensbeständen an die geänderten Ertragsrelationen unter Berücksichtigung von Währungsrisiken vollzogen worden sind.

Unabhängig davon, welches Ausmaß einmalige Zinserhöhungen annehmen, kann deshalb nicht damit gerechnet werden, daß Ausländer dauerhaft zusätzliche Mittel in Finanzaktiva dieses Landes anlegen werden. Die einmalige Anhebung des Zinsniveaus eines Landes kann dazu beitragen, einen Nettokapitalexport zu stoppen und für kurze Zeit in einen Nettokapitalimport umzukehren. Sie ist aber nicht geeignet, dauerhafte Auslandsgeldzuflüsse zu bewirken, um Leistungsbilanzdefizite für längere Zeit marktmäßig zu finanzieren. Dazu ist vielmehr ein ständiger Zinsauftrieb im Defizitland erforderlich, also zunehmende Zinsdifferenzen zugunsten einer Anlage in Finanzaktiva des Inlands, um das Risiko einer künftigen Währungsabwertung auszugleichen.

Daraus wird deutlich, daß der marktmäßigen Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten durch zinspolitische Maßnahmen der Zentralbank Grenzen gesetzt sind, sieht sie sich auch binnenwirtschaftlichen Zielen verpflichtet. Ein dauerhaft tragfähiges Konzept kann die marktmäßige Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten durch zinspolitische Maßnahmen nicht sein.

Zusammenspiel der Ertragsraten

Die außenwirtschaftlich orientierte Zinspolitik einer Zentralbank stößt an eine weitere Grenze, die von dem Zusammenspiel der Ertragsraten für Finanzaktiva und für Sachaktiva gezogen wird. Zentralbanken können die Kosten der Zentralbankgeldversorgung der Banken steuern und somit den Geldmarktzins. Der Einfluß der Zentralbanken auf die Zinsentwicklung an anderen monetären Märkten, insbesondere am Kapitalmarkt, ist geringer. Auf die Zinsbildung am Kapitalmarkt wirken vor allem erwartete Preissteigerungsraten und die erwartete Rendite aus Sachkapital.

Vermindern sich bei unveränderten Preissteigerungserwartungen die erwarteten Ertragsraten des vorhandenen Sachkapitals nachhaltig, während die Zinssätze für Geldvermögen zunächst unverändert hoch bleiben, so werden Umschichtungsvorgänge von Sachkapital in Finanzaktiva ausgelöst. Zwischen verschiedenartigen Aktiva in den Vermögensbilanzen der Wirtschaftseinheiten bestehen Substitutionsbeziehungen. Wird z. B. damit gerechnet, daß infolge schrumpfender

Güternachfrage und sinkender Auslastung der Produktionskapazitäten die Aktienrendite zurückgeht, so sinkt die Nachfrage nach umlaufenden Aktien und damit nach bestehendem Sachkapital in gleichem Maße, wie die Nachfrage nach Finanzaktiva, die eine höhere Ertragsrate aufweisen, zunimmt. Die sinkende Nachfrage nach Sachkapital senkt dessen Marktwert schließlich unter die Beschaffungskosten neuen Sachkapitals für Investitionen. Dadurch werden Investitionen unterdrückt³. Freiwerdende Mittel aus Beteiligungswerten drängen in monetäre Forderungen – in Einlagen bei Kreditinstituten und in festverzinsliche Wertpapiere. Die Wertpapierkurse werden dadurch nach oben gezogen. Folglich werden Zinssenkungen am Kapitalmarkt um sich greifen, ungeachtet des Bemühens der Zentralbank, über hohe Geldmarktsätze auch das Zinsniveau am Kapitalmarkt hoch zu halten. Setzen sich aber Zinssenkungen am Kapitalmarkt durch, so werden die internationalen Kapitalströme abrupt umgedreht. Zugleich wird die Währung an den Devisenmärkten dann wieder schwächer bewertet.

Verlust an monetärem Einfluß

Der kurzfristige Erfolg einer Zentralbank, durch Zinsabhebung am Geldmarkt die marktmäßige Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten zu erleichtern, kann sich also später in das Gegenteil verkehren. Der monetären Restriktion folgen später Zinssenkungen am Kapitalmarkt und Nettokapitalexporte, wenn sie den güterwirtschaftlichen Bereich erreicht, die Ertragsaussichten aus Sachkapital dämpft, Investitionen unterdrückt und wenn Umschichtungsvorgänge von Sachaktiva zu Finanzaktiva stattfinden. Die Zentralbank verliert durch ihr Beharren auf hohen Zinssätzen dann auch ihren Einfluß auf die Zinsentwicklung an den monetären Märkten. Sie wird gezwungen, die Leitzinssätze den niedrigeren Marktsätzen anzupassen.

Nichts spricht dagegen, daß die seit dem Frühjahr 1980 ständig verschärfte Restriktion der Deutschen Bundesbank dämpfend auf die Gesamtnachfrage und auf die Ertragsaussichten von Sachkapital gewirkt hat. Dafür zeugen die fortlaufenden Verschlechterungen der Werte konjunktureller Indikatoren, wie die Auftragsgänge in der Industrie, die Reichweite von Auftragsbeständen, die Kapazitätsauslastung in der Industrie und die Situation am Arbeitsmarkt. Kurioserweise stellt sich der Bundesbank deshalb eine Alternative, die eigentlich keine sein sollte. Jetzt Zinssenkungen an den monetären Märkten durch geldpolitische Erleichterung

einzuweisen oder später Zinssenkungen als Ergebnis einer beschleunigten Schrumpfung der Realeinkommen, der Produktion und der Beschäftigung hinnehmen zu müssen.

Vorteile einer monetären Anregung

Der Weg, die Zinssenkungen jetzt durch monetäre Anregung einzuleiten, bietet Vorteile. Die Abhängigkeit der binnenwirtschaftlichen Entwicklung von der Leistungsbilanz muß nicht das gegenwärtige Ausmaß annehmen. Ein Leistungsbilanzdefizit von 20 oder 30 Mrd. DM muß nicht mit einer Schrumpfung der Realeinkommen um 10 oder 15 Mrd. DM einhergehen. Würde durch eine vorsichtige Wende in der Geldpolitik auch eine Umkehr in der Einschätzung der künftigen konjunkturellen Entwicklung erreicht, die Gesamtnachfrage erhöht und die Auslastung der Produktionskapazitäten steigen, so würden auch die Ertragsersparnisse für Sachkapital wieder verbessert werden. Ein Zinsrutsch an den monetären Märkten könnte dann im Vergleich zu einem Verlauf gemindert werden, der den Weg einer weiteren Dämpfung der wirtschaftlichen Aktivität und einer zunehmenden Verschlechterung der Kapazitätsauslastung beschreitet. Auf etwas längere Sicht kann monetäre Anregung dazu beitragen, den Pessimismus hinsichtlich der künftigen wirtschaftlichen Entwicklung zu überwinden, und der Bewertung der Leistungsfähigkeit der deutschen Volkswirtschaft und der Einschätzung der Bonität der Bundesrepublik als Schuldnerland bei Leistungsbilanzdefiziten nur zugute kommen.

Die Deutsche Bundesbank sperrt sich nicht nur gegen monetäre Anregung, sondern schon gegen eine Tempoverminderung ihres verschärften Restriktionskurses. Sie befürchtet bei solch einer Politik einen beschleunigten Preisauftrieb, einen weiteren Kursverfall der D-Mark an den Devisenmärkten und eine Schrumpfung der zentralen Währungsreserven. Sicher kann monetäre Expansion eine Quelle zunehmenden Preisauftriebs an den Gütermärkten werden. Aber auch eine überzogene geldpolitische Restriktion kann das, nämlich durch eine zunehmende Zinskostenbelastung der kreditfinanzierten Ausgaben und durch einen steigenden Fixkostenanteil an den Produktionskosten bei sinkender Kapazitätsauslastung. Keineswegs eindeutig ist es, ob der von der gegenwärtigen Politik der Deutschen Bundesbank ausgehende Impuls in Richtung einer Erhöhung der Stückkosten für die Preisentwicklung geringer zu veranschlagen ist als ein möglicher Preiseffekt bei geldpolitischer Lockerung und wieder zunehmender Nachfrage. Überzeugender ist das Argument gegen eine monetäre Erleichterung, daß sie nicht nur die Stabilisierung des Dollarkurses am deutschen Devisenmarkt erneut gefährden, sondern die D-Mark auch wieder an

³ Zum Zusammenspiel von Ertragsraten aus Sachaktiva und aus Finanzaktiva vgl. J. T o b i n : Grundsätze der Geld- und Staatsschuldenpolitik, Baden-Baden 1978, S. 29 ff.

das Ende des Kursgefüges im Europäischen Währungssystem (EWS) zurückwerfen und Devisenabgaben der Bundesbank erzwingen könnte, wenn zinsinduzierte Geldexporte einsetzen.

Notwendigkeit europäischer Kooperation

Ein Abrücken von der monetären Restriktion kann deshalb zur Zeit kaum im nationalen Alleingang vollzogen werden. Für die im EWS zu festen Wechselkursen ihrer Währung verbundenen Länder folgt daraus zweierlei: Erstens müßten sich die Länder zu einer gemeinsamen monetären Lockerung entschließen. Zweitens müssen Wege zu einer gemeinschaftlichen Politik gegenüber dem Dollar beschritten werden, die über eine unverbindliche Koordinierung hinausgehen.

Die Deutsche Bundesbank bezweifelt die Durchsetzbarkeit einer gemeinsamen Zinssenkung in Europa. Dagegen spricht, daß die überraschende Verschärfung der monetären Restriktion in Deutschland vom Februar dieses Jahres in anderen Ländern nachfolgende Zinsanhebungen bewirkte, und zwar zum Teil entgegen deren eigene wirtschaftspolitische Vorstellungen⁴. Warum sollten derzeit in Europa allein Zinsanhebungen möglich sein, die von Entscheidungen der Zentralbank des dominierenden Landes erzwungen werden, gemeinsame, vorher abgestimmte Zinssenkungen dagegen nicht?

Aber auch gemeinsame Zinssenkungen in den EWS-Ländern können bewirken, daß die Dollarkurse an den verschiedenen europäischen Devisenplätzen unterschiedlich reagieren und daß daraus Kursanspannungen im EWS resultieren. Die Reservewährungseigenschaft der D-Mark als einzige EWS-Währung ist die Ursache dafür, daß Änderungen des Zinsgefälles zwischen Deutschland und den USA meist stärkere Dollarkursänderungen auslösen als gleich hohe Veränderungen des Zinsgefälles zwischen anderen EWS-Ländern und den USA. Denn Änderungen von Zinsdifferenzen zwischen Ländern mit Währungen, die international den Standard eines „store of value“ erreicht haben, lösen in einem höheren Maße Umschichtungen in der Währungskomposition von Geldvermögensbeständen im Inland und im Ausland aus, als wenn sich das Zinsgefälle gegenüber Ländern ändert, deren Valuten nicht als Reservewährungen gehalten werden. Es ist deshalb anzunehmen, daß auch bei einer gemeinsamen

Zinssenkungsrunde in den EWS-Ländern die D-Mark wieder an das Ende des Kursbandes im EWS zurückfällt und daß die Bundesbank erneut Währungsreserven an Länder des Festkursverbundes verliert.

Zentralisierung der Dollarkurspolitik

Die Finanzminister der EG-Länder haben kürzlich Überlegungen hinsichtlich gemeinschaftlicher Maßnahmen bei Kursanspannungen im EWS angestellt, die von unsymmetrischen Bewertungsänderungen des Dollars gegenüber verschiedenen EWS-Währungen ausgelöst werden⁵. Es wurde diskutiert, die bilateralen Swap-Abkommen zwischen den Währungsbehörden der EWS-Länder und der USA in entsprechende Vereinbarungen zwischen dem Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ) und der US Federal Reserve Bank zusammenzufassen. Eine gemeinschaftliche Dollarkurspolitik durch Zentralisierung der Dollarinterventionen könnte die Spannungen an den Devisenmärkten der EWS-Länder künftig verringern und Interventionslasten gleichmäßiger auf die EWS-Länder verteilen. Die Voraussetzungen für gleichgerichtete geldpolitische Maßnahmen in allen Ländern würden dadurch verbessert.

Die Deutsche Bundesbank stellt sich gegen Überlegungen hinsichtlich einer Zentralisierung der Dollarkurspolitik beim EFWZ⁶. Sie stemmt sich auch gegen Zinssenkungen in Europa⁷, obgleich andere Länder darauf drängen. Solange sich die Deutsche Bundesbank gegen Anregungen aus dem Ausland hinsichtlich einer gemeinsamen Erleichterung der Finanzierungsbedingungen der Wirtschaft wendet und Überlegungen zu einer Verbesserung der institutionellen Voraussetzungen der Absicherung der verstärkten Integration der Geldpolitik der EWS-Länder durch eine gemeinschaftliche Dollarkurspolitik zurückweist, muß sie sich fragen lassen, ob ihre Politik mit den wirtschaftspolitischen Erfordernissen in Deutschland und in anderen europäischen Ländern im Einklang steht. Denn das Beharren der Deutschen Bundesbank auf ihre Hochzinspolitik basiert auf einem auf Dauer nicht tragfähigen Konzept. Auf etwas längere Sicht ist monetäre Lockerung in Abstimmung mit anderen EWS-Ländern sowohl im Hinblick auf binnenwirtschaftliche Probleme als auch auf die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits der bessere Weg.

⁴ So wurde im Schlepptau der Bundesbank in *Belgien* in zwei Schritten der Diskontsatz von 12 % auf 16 % heraufgesetzt, der Lombardsatz von 13 % auf 18 %, in *Italien* der Diskontsatz von 16,5 % auf 19 % angehoben, in den *Niederlanden* der Diskontsatz von 8 % auf 9 % erhöht und in der *Schweiz* der Diskontsatz von 3,5 % auf 4 % gesteigert.

⁵ Vgl. Dollarkurspolitik soll koordiniert werden, in: Handelsblatt, Nr. 54, vom 18. 3. 1981, S. 1.

⁶ Bundesbankpräsident Pöhl warnte davor, die europäische Integration durch eine Forcierung im institutionellen Bereich beschleunigen zu wollen, so auch durch Übertragung bisheriger Funktionen nationaler Zentralbanken auf den zu errichtenden Europäischen Währungsfonds. Vgl. Ifo-Tagung: Euro-Währungssystem bleibt gefährdet, in: Handelsblatt, Nr. 71, vom 10./11. 4. 1981, S. 5.

⁷ Vgl. Pöhl: Bundesbank bleibt „eisern“; Internationale Zinssenkungsaktion unrealistisch, a. a. O.