

Wagner, Joachim

**Article — Digitized Version**

Wechselkursänderungserwartungen als Restriktion einer expansiven Konjunkturpolitik? Zur Auseinandersetzung mit dem Jahresgutachten 1981/82 des Sachverständigenrates

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Wagner, Joachim (1982) : Wechselkursänderungserwartungen als Restriktion einer expansiven Konjunkturpolitik? Zur Auseinandersetzung mit dem Jahresgutachten 1981/82 des Sachverständigenrates, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 62, Iss. 4, pp. 197-204

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135672>

**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.*

## Wechselkursänderungserwartungen als Restriktion einer expansiven Konjunkturpolitik?

Zur Auseinandersetzung mit dem Jahresgutachten 1981/82 des Sachverständigenrates

Joachim Wagner, Hannover\*

Der SVR vertritt in seinem jüngsten Gutachten<sup>1</sup> u. a. die Auffassung, aus der Integration der Bundesrepublik Deutschland in die Weltwirtschaft ergäben sich Grenzen für eine expansive Konjunkturpolitik mit erhöhten defizitfinanzierten Staatsausgaben sowie niedrigeren Zinsen. Eine zentrale Rolle spielen für den SVR hierbei die von einer solchen Wirtschaftspolitik bei den Anlegern auf den internationalen Finanzmärkten ausgelösten Wechselkursänderungserwartungen und ihre hiervon beeinflussten Anlageentscheidungen. Die hierdurch induzierten Kapitalbewegungen, so befürchtet der SVR, könnten die expansiven Maßnahmen unwirksam werden lassen und sogar in ihr Gegenteil verkehren. Hält diese Argumentation des SVR einer kritischen Überprüfung stand?

Die zentralen Aussagen des SVR zur Problematik von Wechselkursänderungserwartungen als Restriktion einer expansiven Konjunkturpolitik finden sich über die Kapitel 1 und 3 des Gutachtens verteilt. Sammelt man sie, um sie anschließend wie ein „Puzzle“ zusammensetzen, so erhält man folgendes Bild:

□ Das Leistungsbilanzdefizit bewirkte eine Abwertung der DM, die aufgrund des im Ausland stärkeren Preis- und Kostenauftriebs real höher ausfiel als nominal. Als Folge hiervon kam es zu einer verbesserten internationalen Preiswettbewerbsfähigkeit von in der Bundesrepublik produzierten Gütern auf Auslands- und Inlandsmärkten, wodurch das Leistungsbilanzdefizit verringert wurde und eine Aufwertungstendenz eintrat. Die „Kehrseite“ dieses Prozesses war eine Beschleunigung des Preisauftriebs über steigende Preise für importierte Rohstoffe, Zwischenprodukte und Fertigwaren sowie für importkonkurrierende inländische Erzeugnisse. Von den beiden Tendenzen hatten die – negativ einzuschätzenden – Preiseffekte einen zeitlichen Vorlauf gegenüber den – positiv zu bewertenden – Mengeneffekten.

Es kam also durch die Abwertung zu einer Anpassungs-inflation, begleitet von steigenden Inflationserwartungen. Ferner kam es durch die hierbei auftretenden Terms-of-Trade-Verschlechterungen zu Realeinkommenseinbußen. Dies alles führte dazu, daß es keinen exportinduzierten Aufschwung in der Gesamtwirtschaft gab, denn die Unsicherheit über die zukünftige Wechselkursentwicklung ließ die Unternehmer, die von der Entwicklung der internationalen Preiswettbewerbsfähigkeit profitierten, zögern, Investitionen durchzuführen. Das Anpassungsproblem des Leistungsbilanzdefizits bleibt demnach weiter bestehen: „Es geht um eine Veränderung der Struktur der Gesamtnachfrage: mehr Exporte, weniger Importe, geringerer Konsum, gesteuert über veränderte relative Preise.“ (Tz. 202)

□ Die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits konnte durch Kapitalzuflüsse erfolgen, ein Ausgleich der Zahlungsbilanz war ohne Rückgriff auf die Währungsreserven möglich. Hierbei war eine – positiv zu bewertende – Tendenz zu mehr längerfristigen Kapitalimporten zu beobachten, insbesondere auch seitens anlagefähiger OPEC-Überschüsse und durch langfristige Kapitalim-

---

*Joachim Wagner, 27, Dipl.-Ökonom, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hannover.*

\* Für kritische Anregungen aufgrund einer vorläufigen Fassung danke ich insbesondere W. Filc, ferner meinen Kollegen vom Lehrgebiet VWL E.

<sup>1</sup> Jahresgutachten 1981/82 des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Bundestagsdrucksache 9/1061 vom 20. 11. 1981 (im folgenden zitiert als SVR-JG).

porte der öffentlichen Hand. „Was aber weiter Sorge bereitet, ist der hohe Zins, der geboten werden muß, um ausländisches Kapital anzuziehen.“ (Tz. 186)

□ Zur Bekämpfung der abwertungsbedingten Anpassungs-inflation war die Bundesbank zu einer restriktiven Geldpolitik gezwungen. Die damit verbundenen hohen Zinsen haben dazu beigetragen, den Rezessionsdruck zu verschärfen: „Die hohen Zinsen haben schließlich die Investitionsdynamik versanden lassen.“ (Tz. 332) Ist die Abwertung somit mit Abstand der Hauptschuldige? Nein, eine solche Betrachtung verkennt, „daß sich hinter der Abwertung nicht zuletzt wiederum binnenwirtschaftlich zu vertretende Ursachen verbergen“ (Tz. 146).

#### **Vertrauensverlust in die DM**

□ Mit ausschlaggebend (wobei eine Quantifizierung der relativen „Schuld“ nicht möglich ist) für das hohe Zinsniveau war vielmehr die rasch zunehmende Staatsverschuldung, und zwar einerseits über die nochmals in verstärktem Maße erfolgte Beanspruchung der in- und

ausländischen Kreditmärkte und andererseits durch den damit verbundenen „Vertrauensverlust“ der internationalen Geldkapitalbesitzer in die weitere Wechselkursentwicklung der DM. „Die deutschen und die ausländischen Kreditmärkte finanzierten den deutschen Kreditbedarf – den privaten und den öffentlichen – nur bei steigendem Zins und sinkendem Wechselkurs.“ (Tz. 189) Den Grund hierfür sieht der SVR in einem gesunkenen Vertrauen des Auslands in die Fähigkeit der Bundesrepublik zur Lösung ihrer wirtschaftlichen Probleme. „Die Akteure auf den internationalen Finanzmärkten wollten nicht länger auf einen ständig steigenden Kurs der deutschen Währung setzen, wie es für die Aufrechterhaltung einer hohen Zinsdifferenz an den internationalen Kapitalmärkten nötig gewesen wäre. Die hohen Defizite in der Leistungsbilanz und in den öffentlichen Haushalten machen den Vertrauensschwund erklärlich. Nur Sicherheit, daß diese Probleme alsbald am Ursprung geheilt würden, hätte eine Finanzierung der Defizite ohne steigende Zinsen und ohne einen sinkenden Wechselkurs erlaubt. Diese Sicherheit gab es

## **VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG**

**Wolfgang Klenner**

### **DER WANDEL IN DER ENTWICKLUNGSSTRATEGIE DER VR CHINA**

**- Umstrukturierung und Reform der chinesischen Wirtschaft seit 1978 -**

In Anbetracht der bisherigen, häufigen Kehrtwendungen stellt sich die Frage nach den Perspektiven der gegenwärtigen Entwicklungsstrategie in der Volksrepublik China. Mit der vorliegenden Untersuchung wird ein hervorragender Einblick in die chinesischen wirtschaftspolitischen Überlegungen, in die Entwicklungsprobleme, mit denen man sich auseinandersetzen muß, sowie in die möglichen und vorhandenen Lösungsansätze vermittelt.

Großoktav, 124 Seiten, 1981, Preisbrosch. DM 29,50

ISBN 3-87895-214-7

**V E R L A G   W E L T A R C H I V   G M B H   -   H A M B U R G**

nicht.“ (Tz. 182) Hinzu kommt, daß die öffentliche Verschuldung „vermutlich sogar zunächst das zu finanzierende Leistungsbilanzdefizit selbst vergrößert (hat). Denn der Verfall des D-Mark-Kurses, dem eine Vergrößerung des Defizits zunächst folgte, hat mit dem öffentlichen Kreditbedarf zu tun“ (Tz. 189) – nämlich über den induzierten „Vertrauensverlust“ in die DM.

□ Es ist zwar prinzipiell – und die Beispiele Japan und Schweiz belegen dies – möglich, ein international hohes Zinsniveau deutlich zu unterschreiten, aber nur, soweit es die Wechselkursänderungserwartungen der internationalen Geldkapitalanleger zulassen: „Den Tribut, den die Geldkapitalbesitzer in der verunsicherten Welt von heute fordern, brauchen die Länder nicht zu leisten, die verlässliche Anlagemöglichkeiten bieten. Darin liegt auch eine Chance für die Bundesrepublik.“ (Tz. 327) *Zwischenfazit:* „Hohe Zinsen zeigen die Richtung, in der nach Lösungen gesucht werden muß. . . Aus einer so verspannten Situation wie der von heute kann die Geldpolitik nicht herausführen.“ (Tz. 323) „Aber sie müßte die Führungsrolle übernehmen.“ (Tz. 199)

#### Problemlösungsfähigkeit als Schlüsselgröße

□ Den Schlüssel zur Lösung des Problems sieht der SVR in der Finanzpolitik, denn: „Bei freiem internationalen Kapitalverkehr und Unsicherheit hinsichtlich des Außenwerts der Währung ist man nicht frei, die Höhe der Staatsdefizite frei zu wählen, ohne massive negative Rückwirkungen auf die Zinsen und das Preisniveau zu riskieren, selbst in der Rezession nicht.“ (Tz. 342) Wenn die Kreditgeber – wozu sie nach Ansicht des SVR ja auch gute Gründe haben – staatliche Defizite auch in der Rezession als Anzeichen eines „Über-die-Verhältnisse-Leben“ interpretierten (ob zu Recht oder nicht), das in Inflation oder in Restriktionspolitik, verbunden jeweils mit hohen Zinsen, enden wird, so kann man sie nicht zu einer gegenteiligen Auffassung zwingen. „Indem die Anleger ihre Dispositionen möglichst frühzeitig auf diese Erwartung gründen, erzwingen sie eine Beschleunigung dessen, was sonst möglicherweise erheblich langsamer ablaufen würde.“ (Tz. 342) Nur bei entsprechendem „Vertrauen“ ist sogar ein steigendes Staatsdefizit ohne steigende oder sogar bei sinkenden Zinsen möglich.

□ Wie sieht der Ausweg aus dem Dilemma nach Meinung des SVR aus? „Wie sich die Bewertung von D-Mark-Anlagen auf den internationalen Finanzmärkten entwickelt, läßt sich nicht vorhersagen. Man kann aber schon etwas dafür tun. Das Geld knapp halten, ist die Basis von allem. Hinreichend ist dies jedoch nur auf Dauer. Und Garantien für solche Dauerhaftigkeit gibt es nun einmal nicht. Letztlich ist es die Gesamtvorstellung,

die eine Volkswirtschaft gibt, der das Zinsurteil der Finanzmärkte gilt . . .“ (Tz. 404), und in den Hauptrollen dieser Gesamtvorstellung sieht der SVR die Fähigkeit zur Inflationsbekämpfung, zur Begrenzung der öffentlichen Ausgaben und der Staatsschulden, zur Bereitstellung sicherer Investitionsmöglichkeiten und zur Beschränkung des Konsums auf das, was man sich leisten kann. „Es gibt keine Tricks, mit denen man diesen alten Grundsätzen auf Dauer ausweichen kann.“ (Tz. 404)

Zusammenfassend kann man feststellen, daß die Erwartungen der Akteure auf den internationalen Finanzmärkten hinsichtlich der Problemlösungsfähigkeit einer Volkswirtschaft in der Sicht des SVR die *Schlüsselgröße* darstellen. Denn aus ihnen leiten sich im wesentlichen die Wechselkursänderungserwartungen ab, und diese bestimmen den Rahmen für die Möglichkeiten einer jeden geldpolitischen (den Zins beeinflussenden) und fiskalpolitischen (die Höhe defizitfinanzierter Staatsausgaben betreffenden) Maßnahme, die in einer offenen Volkswirtschaft bei freiem Kapitalverkehr und bei einer Währung, die internationale Anlagewährung ist, durchsetzbar ist, ohne daß sie sofort konterkariert, oder schlimmer, in ihr Gegenteil verkehrt wird. Die Folge davon ist, daß Regierung und Bundesbank sich „völlig eingemauert sahen, und das bei einer äußerst unbefriedigenden Beschäftigungslage“ (Tz. 303). Bei alledem geht es nicht darum, „sich den Geboten einer internationalen Zinsherrschaft zu beugen. Es geht vielmehr darum, das Vertrauen der Kapitalanleger zu erwerben und zu erhalten, damit man deren Geld möglichst billig bekommt“ (Tz. 404). Dies gilt auch dann, wenn sich hierdurch der Rezessionsdruck noch verschärft, denn: „Die Ratio einer Inkaufnahme von Rezessionsdruck heute ist die Vermeidung von größerem Rezessionsdruck morgen.“ (Tz. 200)

#### Auffassung der Deutschen Bundesbank

Die vom SVR vertretenen Auffassungen sind in der aktuellen Diskussion nicht unumstritten. Weitgehend geteilt werden sie von der Deutschen Bundesbank, wie aus zahlreichen öffentlichen Verlautbarungen ihrer führenden Vertreter sowie aus den Monatsberichten deutlich hervorgeht. So wies z. B. Helmut Schlesinger, Vizepräsident der Deutschen Bundesbank, im November 1981<sup>2</sup> darauf hin, daß „jede binnenwirtschaftlich erwünschte weitere Zinssenkung, die nicht einhergeht mit einem Zuwachs an Vertrauen des Auslands in die D-Mark, und damit auch in die Wirtschaft und Politik der Bundesrepublik, . . . Gefahr (läuft), den Wechselkurs der

<sup>2</sup> Vgl. H. Schlesinger: Grundfragen der internationalen Währungsordnung, abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 102 vom 23. 11. 1981, S. 1-6.

eigenen Währung zu schwächen, die Einfuhren zu verteuern und eine abwertungsbedingte Inflationsspirale in Gang zu setzen“<sup>3</sup>.

Deutlicher noch als der SVR vertritt Schlesinger die Auffassung, daß ein Anpassungsprozeß erforderlich sei, der das Leistungsbilanzdefizit abbaue und schließlich sogar wieder zu Überschüssen führe: „Der weltwirtschaftlichen Position der Bundesrepublik würde es ja entsprechen, daß die Bundesrepublik wieder zu Überschüssen kommt und damit zu einem Nettoexporteur von Waren und Kapital wird.“<sup>4</sup>

Im Dezember-Monatsbericht der Deutschen Bundesbank schließlich findet sich die Feststellung, der außenwirtschaftliche Anpassungsprozeß sei noch keineswegs abgeschlossen und müsse entschlossen fortgesetzt werden, wenn die äußeren Hemmnisse der Geldpolitik dauerhaft beseitigt werden sollen. Wenn nicht weltweit die gleiche Zinstendenz herrsche, sei der Zinssenkungsspielraum für die Bundesrepublik klein, denn eine zu starke Zinssenkung im Inland würde, wenn dem nicht gleichzeitig eine ausgeprägte Aufwertungserwartung gegenüberstehe, die DM erneut als Schuldnerwährung attraktiv machen<sup>5</sup>.

### Eine abweichende Position

Eine deutlich hiervon abweichende Position vertritt Werner Glastetter, bis zu seinem Rücktritt im August 1981 Mitglied im SVR, in seinem Minderheitenvotum zum Sondergutachten des SVR vom Juli des vergangenen Jahres<sup>6</sup>. Er wendet sich gegen die positive Würdigung der restriktiven Geldpolitik der Bundesbank und die Forderung nach ihrer (verschärften) Fortsetzung seitens der SVR-Mehrheit: Trotz zinspolitischer Verschärfung im Frühjahr 1981 habe weder eine weitere Abwertungstendenz der DM noch der Inflationsimport verhindert werden können; gleichzeitig seien durch die hohen Zinsen zusätzliche Risiken für die Binnenkonjunktur und zusätzliche Belastungen für die öffentlichen Haushalte ausgegangen. „Insofern erscheint ein geldpolitischer Kurswechsel, der auf liquiditäts- und zinspolitische Lockerung abzielt und den Wechselkurs dann dem Markt überläßt, dringend geboten.“ Die damit verbundenen Risiken schätzt Glastetter geringer ein als die von einem anhaltenden oder gar verschärften Restriktionskurs ausgehenden. Er begründet dies mit zwei Argumenten:

<sup>3</sup> Ebenda, S. 4.

<sup>4</sup> Ders.: Ungelöste Probleme des Anpassungsprozesses, abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 108 vom 11. 12. 1981, S. 1-3, hier: S. 1.

<sup>5</sup> Vgl. Die Wirtschaftslage in der Bundesrepublik Deutschland im Herbst 1981, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 33. Jg. (1981), Nr. 12, S. 5-39, hier: S. 7.

□ „Abgesehen davon, daß eine kurzfristige Abwertung einen nicht unerheblichen Beitrag zur Leistungsbilanzverbesserung leisten könnte (zwar mit Verzögerung, aber Tendenzen hierzu zeichnen sich bereits ab), wäre bei einer zunächst nicht auszuschließenden Abwertung eher die Chance zu sehen, daß sich rascher als beim bestehenden restriktiven geldpolitischen Kurs Aufwertungserwartungen herausbilden, die das Zinsgefälle überkompensieren. Diese Erwartung erscheint um so mehr begründet, als der angelegte Trend zur Leistungsbilanzverbesserung, in Verbindung mit dem Gefälle in den Veränderungsraten bei den Preisen und den Lohnstückkosten zugunsten der Bundesrepublik, hierfür eine gute Basis böte.“

□ Das Risiko einer abwertungsbedingten Anschlußinflation über Importverteuerungen und daran anknüpfende Lohnforderungen ist nach Glastetters Meinung auch nicht sehr hoch zu veranschlagen. „Zunächst muß man sehen, daß über eine Zinssenkung direkt und indirekt über die dadurch bewirkte Nachfragestimulierung, die ihrerseits zu einer besseren Kapazitätsauslastung und damit Produktivitätssteigerung führt, auch Kosten- und damit Preisentlastungseffekte entstehen.“ Ferner meint er unterstellen zu können, daß die Gewerkschaften importbedingte Preiseffekte, „sofern sie Folge einer beschäftigungssichernden Geldpolitik sind“, als eine Einschränkung des Verteilungsspielraums anerkennen würden.

Abschließend verweist er bei der Wahl der Geldpolitik auf die Notwendigkeit einer „Güterabwägung“ zwischen Währungssicherung einerseits und gravierenden Belastungen der Investitionsneigung und daraus folgenden zusätzlichen Arbeitsmarktrisiken andererseits.

Glastetter sieht demnach durchaus einen Spielraum für die von ihm aus beschäftigungspolitischen Gründen für erforderlich gehaltene expansive Geldpolitik. Dieser – der Position des SVR und der Bundesbank diametral entgegengesetzten – Auffassung liegt ein „*Erwartungsbildungsmuster*“ zugrunde, das man wie folgt skizzieren kann: Eine Zinssenkung, die „den Wechselkurs dann dem Markt überläßt“, d. h. eine (vorübergehende) Abwertung bewußt in Kauf nimmt, erzeugt eine Aufwertungserwartung (und nicht eine weitere Abwertungserwartung), und zwar aufgrund der verbesserten Leistungsbilanz und der durch positive Kosten- und damit Preisentlastungseffekte sowie gewerkschaftliche „Lohnzurückhaltung“ vermiedenen Anpassungs-inflation. Von den Geldkapitalbesitzern auf den internationalen Finanzmärkten wären dann keine Maßnahmen zu erwarten, die die expansive Geldpolitik in ihrer stimu-

<sup>6</sup> Das Sondergutachten ist abgedruckt im SVR-JG 1981/82, S. 206-221. Vgl. zur folgenden Argumentation ebenda, Ziffer 44.

renden Wirkung auf Produktion und Beschäftigung aufheben oder umkehren. Im Gegenteil: verstärkte Anlagen in DM bei steigendem Wechselkurs und niedrigerem Zins wären die Folge.

### Ein portfoliotheoretisches Modell

Wichtige Überlegungen für den hier zur Diskussion stehenden Fragenkomplex finden sich in einem kürzlich veröffentlichten Artikel von Wolfgang Filc und Hans-Joachim Heinemann<sup>7</sup>. Die Autoren zeigen anhand eines portfoliotheoretischen Modells<sup>8</sup>, daß es gegenwärtig plausible Gründe für ein Interesse seitens der OPEC-Länder gibt, an dauerhaften Leistungs- und Kapitalbilanzüberschüssen interessiert zu sein, um durch die damit verbundene Bildung von Auslandsforderungen ihr bislang nahezu ausschließlich aus Ölreserven (im Boden) bestehendes Vermögen zu diversifizieren und damit das Ertragsrisiko ihres Gesamtvermögens zu mindern.

Von zentraler Bedeutung sind dabei – wie in allen portfoliotheoretischen Modellen – die für den Diversifikationsgrad des Vermögens entscheidenden Korrelationen der erwarteten Ertragsraten der verschiedenen Aktiva, hier von Ölvorräten (Substitutionsrisiko!) und Auslandsforderungen (Zinsänderungs-, Realwert sicherheits- und (Rück-)Transferrisiko). Schätzen die OPEC-Länder – wovon Filc und Heinemann glauben ausgehen zu können – die Risiken erwarteter Erträge aus Ölvorräten und Auslandsvermögen als unabhängig oder gar gegenläufig ein, „... dann ... werden Ölländer auf eine Fortdauer von Leistungsbilanzüberschüssen bestehen, bis in ihrer Sicht eine ausgewogene Mischung des Vermögens aus Realaktiva und aus Finanzaktiva erreicht ist“<sup>9</sup>.

Unter diesen Voraussetzungen kann ein dauerhafter Abbau der Defizite der Industrieländer weder gelingen – die Preissetzungsmacht der OPEC-Länder und die bestehende Ölimportabhängigkeit der Industrieländer erlaubt ein Konterkarieren entsprechender Bestrebungen seitens der Defizitländer –, noch werden die Defizite dauerhaft sein, da die optimale Mischung des Vermögens einmal erreicht sein wird.

Anders als aus der Sicht des SVR und der Bundesbank erscheinen Leistungsbilanzdefizite so als Resultat ökonomischer Entscheidungen der OPEC-Länder, die für die Bundesrepublik keine sofort zu lösenden Anpassungsprobleme schaffen. Sie ermöglichen vielmehr ei-

ne Aufrechterhaltung der Güterverwendung vor der Ölpreisanhebung und – wichtiger – eine über die Inlandsersparnis hinausgehende Investition, die zur Verminderung der Ölabhängigkeit gerade erforderlich sei. „Wirtschaftspolitische Restriktion als Antwort auf Leistungsbilanzdefizite, soweit sie auf den Handel mit Ölförderländern zurückzuführen sind, würde weltwirtschaftliche Probleme nur verschärfen, und sie müßte zwangsläufig die Arbeitslosigkeit erhöhen. Leistungsbilanzdefizite sind dann kein Anpassungsproblem, sondern eine Frage der marktmäßigen Finanzierung.“<sup>10</sup>

### Hohes Maß an Unsicherheit

Die Stellung der Autoren zur zentralen Problematik des Zusammenwirkens von Zinsänderungen und Wechselkursänderungserwartungen soll anhand eines längeren Zitats verdeutlicht werden<sup>11</sup>: „Unsicher ist, ob Zinssatzanhebungen in einem Land die marktmäßige Finanzierung seines Leistungsbilanzdefizits erleichtern oder ob statt dessen Nettokapitalexporte auftreten. Eine entscheidende Rolle spielen Wechselkursänderungserwartungen, die von Zinssatzänderungen ausgelöst werden können. So kann die Zinsanhebung in einem Land einhergehen mit einer erwarteten Schwächerbewertung seiner Währung. Auslösend für diese Abwertungserwartung kann sein, daß in dem Zinsauftrieb keine Realzinserhöhung als Ergebnis monetärer Restriktion gesehen wird, sondern allein ein Aufschlag auf einen unveränderten Realzins als Folge eines erwarteten stärkeren Preisauftriebs. Zinserhöhungen können deshalb Nettokapitalexporte noch bestärken, nämlich dann, wenn Abwertungserwartungen ausgelöst werden und wenn die erwartete Abwertungsrate größer ist als der Zinsvorteil bei der Anlage von Mitteln in Finanzaktiva, die auf diese Währung lauten. Internationale Zinsdifferenzen und Wechselkursänderungserwartungen können rasch umschlagen, wenn in verschiedenen Ländern durch die Wirtschaftspolitik unterschiedliche und widersprüchliche Impulse auf Erwartungen wirtschaftlicher Akteure ausgelöst werden. Erwartungsbestimmte internationale Kapitalbewegungen können die marktmäßige Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten in einem Land erleichtern, in einem anderen Land erschweren. Nicht in erster Linie internationale (Real-)Zinsdifferenzen bestimmen dann die Richtung des internationalen Kapitalverkehrs, sondern Erwartungen.“

Hier wird das hohe Maß an Unsicherheit deutlich, mit dem jede Argumentation über mögliche Auswirkungen von Zinsänderungen auf Wechselkursänderungserwartungen, spekulative Kapitalbewegungen, Devisenkurs

<sup>7</sup> Vgl. W. Filc, H.-J. Heinemann: Leistungsbilanzdefizite in der Bundesrepublik Deutschland: Ein Problem der Anpassung oder der Finanzierung?, in: Konjunkturpolitik, 27. Jg. (1981), S. 129-155.

<sup>8</sup> Vgl. ebenda, S. 144-148.

<sup>9</sup> Ebenda, S. 147.

<sup>10</sup> Ebenda, S. 148.

<sup>11</sup> Ebenda, S. 152 f.; Hervorhebung durch mich, J. W.

und inländisches Preisniveau sowie die wirtschaftliche Entwicklung insgesamt behaftet ist. Diese Unsicherheit führt zu der Forderung nach einer verstärkten Koordination wirtschaftspolitischer Maßnahmen der Industrieländer, wobei die Autoren eine „überhöhte“ Abwertung und dadurch (Aufwertungserwartungen!) induzierte Kapitalimporte, also die Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten durch spekulative internationale Kapitalbewegungen, als eine Form finanzieller „beggar-my-neighbor-policy“ gegenüber anderen Defizitländern zurückweisen<sup>12</sup>.

### Kritische Würdigung

Die Tragfähigkeit der Argumentation des SVR hinsichtlich der Restriktionen für eine expansive Fiskal- und Geldpolitik, die durch das Verhalten der Akteure auf den internationalen Finanzmärkten für die Bundesregierung und die Bundesbank gesetzt werden, ist nur sehr schwer einzuschätzen. Die Hauptschwierigkeit liegt darin, daß über die Bildung von Wechselkursänderungserwartungen – deren zentrale Rolle als ein Bestimmungsgrund internationaler Kapitalströme und damit als Faktor im Prozeß der notwendigen marktmäßigen Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits sowie der Verhinderung einer abwertungsbedingten Anpassungsinflation nicht geleugnet werden kann – und insbesondere über die ihnen zugrunde liegenden modellhaften Vorstellungen des Zusammenwirkens von wirtschaftspolitischen Maßnahmen, wirtschaftlicher Entwicklung und Kursentwicklung am Devisenmarkt wohl kaum sichere Aussagen möglich sind. Haben die Akteure ein solches „Modell“ tatsächlich im Kopf, und liegt es ihren Anlageentscheidungen zugrunde? Arbeiten sie alle mit einem identischen Modelltyp? Wie kann gegebenenfalls das Modell bzw. die davon abgeleiteten Vorstellungen beeinflußt werden? Welche Rolle spielen exogene Faktoren, Zufälle?

Claus Köhler, Mitglied des Direktoriums der Deutschen Bundesbank und sowohl als Theoretiker als auch als Praktiker jemand, dessen Urteil in dieser Frage Gewicht hat, schrieb kürzlich zur Frage der Wechselkursänderungserwartungen<sup>13</sup>: „Diese Erwartungen sind alles andere als rational; vielmehr bildet sich häufig eine Meinung über die zukünftige Wechselkursentwicklung, die wirtschaftlich nicht fundiert ist. Erratische Schwankungen und ein Overshooting über den von den Differenzen der Preissteigerungsraten zu erwartenden Kursrendement gehören dann zum Alltag der Devisenkursentwicklung.“

In dieser „irrationalen Komponente“ der Wechselkursänderungserwartungen, die angesichts der bestehenden Unsicherheiten in bezug auf die zukünftige wirt-

schaftliche Entwicklung jedes Landes berechtigt ist, kann man eine Ursache dafür sehen, daß empirische Untersuchungen über die Tragfähigkeit der verschiedenen theoretischen Erwartungsbildungsmuster bisher keine genügend fundierte Entscheidung zugunsten dieses oder jenes Ansatzes der Erklärung der Bildung von Wechselkursänderungserwartungen ausreichend zu stützen vermögen<sup>14</sup>.

### Deus ex machina

Der SVR hingegen scheint sich seiner Sache ziemlich sicher zu sein, wie man z. B. bei der Darstellung der Auswirkungen hoher öffentlicher Defizite auf Wechselkursänderungserwartungen erkennen kann. Glastetter wiederum argumentiert mit einem Erwartungsbildungsmuster, dem ein gänzlich anderes „Modell“ zugrunde zu liegen scheint. Filc und Heinemann schließlich sind am vorsichtigsten, indem sie die Unsicherheit betonen, die für Theoretiker in diesem Zusammenhang besteht, und auf die unterschiedlichen Möglichkeiten verweisen, die die Auswirkung einer Zinsvariation auf die Wechselkursänderungserwartungen haben kann.

In einer solchen Situation droht die Gefahr, daß die Wechselkursänderungserwartungen zum „deus ex machina“ werden: Sie können zur Rechtfertigung jeder Politikmaßnahme bzw. ihrer Unterlassung verwendet (krasser formuliert: mißbraucht) werden.

Eines zumindest scheint mir jedoch festzustehen: Wie auch immer man die Auswirkungen wirtschaftspolitischer Maßnahmen auf die Entwicklung des Wechselkurses und insbesondere der Wechselkursänderungserwartungen und des von diesen beeinflussten Anlageverhaltens der Akteure auf den internationalen Finanzmärkten einschätzt, man muß diese Einschätzung offenlegen und das ihr zugrunde liegende „Modell“ explizit machen. Tut man dies nicht, dann läßt man einen Faktor außer acht, der – auch wenn man ihm in der „Realität“ keine große Bedeutung zumessen sollte – in der Argumentation des SVR (und der Bundesbank) eine zentrale Rolle spielt und der *allein dadurch* in der augen-

<sup>12</sup> Vgl. ebenda, S. 153.

<sup>13</sup> C. Köhler: Die Zinspolitik der Deutschen Bundesbank, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 1/1982 (zitiert nach dem Abdruck in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 2 vom 5. 1. 1982, S. 2-4, hier: S. 3; Hervorhebung durch mich, J. W.).

<sup>14</sup> Auf eine vertiefte Behandlung dieser Frage muß hier verzichtet werden. Vgl. zu Hypothesen zur Bildung von Wechselkursänderungserwartungen und Versuchen ihrer empirischen Überprüfung W. Filc: Devisenmarkt und Geldpolitik, Berlin 1981, S. 236-281; allgemein zur Problematik der Erwartungsbildung bei Unsicherheit vgl. J. Tobin: Vermögensakkumulation und wirtschaftliche Aktivität, München, Wien 1981, S. 28-39, sowie K. W. Rothschild: Einführung in die Ungleichgewichtstheorie, Berlin usw. 1981, S. 122-130. Von Rothschild wird die Meinung vertreten, die Frage, wie sich Erwartungen und Entscheidungen bei Unsicherheit bilden, sei letzten Endes von Psychologen zu behandeln und könne derzeit nicht zufriedenstellend und „theoriegerecht“ beantwortet werden (vgl. ebenda, S. 124).

blicklichen wirtschaftspolitischen Auseinandersetzung eine hohe Relevanz erlangt hat<sup>15</sup>. Hajo Riese spricht vom „... schwierige(n) Geschäft jeder Wirtschaftspolitik, der nachfrageorientierten wie der angebotsorientierten, die Ertragserwartungen stabilisieren zu müssen, bevor sich die laufenden Erträge stabilisieren können“<sup>16</sup>.

### Schwieriges Problem

Nach den hier vorgebrachten Überlegungen scheint es, daß Kritiker der Position des SVR und der Bundesbank vor einem ähnlich schwierigen Problem stehen: Sie müssen plausibel machen, wie es bei einer expansiven Konjunkturpolitik zum augenblicklichen Zeitpunkt zu Wechselkursänderungserwartungen in Richtung einer Aufwertung kommen kann, bevor noch tatsächlich eine Aufwertung eintreten kann, z. B. durch weitere Verbesserungen der Leistungsbilanz, kostensenkende Effekte gesunkener Zinsen, Energieeinsparung durch ölstütende Investitionen, Exporterfolge durch technologische Neuerungen, die mit im Aufschwung installierten neuen Maschinen produziert werden, und Kapitalimporte, die durch das Vertrauen in die Leistungsfähigkeit einer sich im Aufschwung befindlichen Wirtschaft induziert werden.

In der u. a. von W. Filc und H.-J. Heinemann nahegelegten Zinssenkung bei internationaler Koordination der Geldpolitik könnte ein Schlüssel zur Lösung des Problems liegen. Denn es wird immer wieder z. B. auch von der Bundesbank herausgestellt, welche Bedeutung eine „weltweite Zinssenkungstendenz“ für ihren Spielraum hat<sup>17</sup>. Die Frage ist hier jedoch, wie diese erforderliche internationale Koordination institutionell so gestaltet werden kann, daß sich an ihr die wichtigen Zentral-

banken beteiligen können, ohne eine zu starke Einschränkung ihrer Autonomie befürchten zu müssen. Fraglich ist allerdings auch, ob eine Koordination überhaupt institutionell erfolgen muß, d. h. sich nicht vielmehr „über den Markt“ herstellt, weil jeder nur gewartet hat, daß der andere den ersten Schritt tut. Die Erfahrungen nach der vorsichtigen Lockerung der Geldpolitik seitens der Bundesbank Anfang Dezember 1981 zeigen<sup>18</sup>, daß auch die Bundesbank sich nicht zwangsläufig am herrschenden weltweiten Zinstrend orientieren muß, sondern diesen vielmehr mitbestimmen kann. In eine ähnliche Richtung deuten auch die Erfahrungen im Anschluß an die Verschärfung der monetären Restriktionen im Februar 1981<sup>19</sup>. Und die Sonderlombardsatzsenkung der Bundesbank vom 21. 1. 1982 wird zumindest als „Auftakt in einer konzertierten Aktion der Europäer“ interpretiert<sup>20</sup>.

### Schlußfolgerungen

Versuchen wir ein Fazit zu ziehen und gehen wir hierbei zunächst von der Annahme aus, daß die Argumentation des SVR (und der Bundesbank) im Hinblick auf die Wechselkursänderungserwartungen und die ihrer Bildung zugrunde liegenden modellhaften Vorstellungen der ökonomischen Folgen expansiver Fiskal- und Geldpolitik die Einstellungen und Erwartungen der Anleger auf den internationalen Kapitalmärkten – mögen diese „rational“ im Sinne einer fundierten und korrekten theoretischen Erklärung des Wirtschaftsablaufs oder „irrational“ sein – im wesentlichen richtig wiedergibt. Was würde daraus folgen?

Bei den gegebenen institutionellen Rahmenbedingungen – die Bundesrepublik ist eine marktwirtschaftlich verfaßte, offene Volkswirtschaft mit einer Währung, die bei freiem internationalen Kapitalverkehr als Anlagengewährung fungiert – ist die Wirtschaftspolitik dann im Bereich dessen, was „machbar“ ist, an die von den Anlegern auf den internationalen Finanzmärkten erwarteten Folgen ihrer Investitionen gekoppelt. Definiert man „Macht“ in der Terminologie der mikroökonomischen Theorie als „Relation zwischen Menschen derart, daß einer die Kosten des anderen für die Wahl zwischen Alternativen erhöhen kann“<sup>21</sup>, so kann man immer dann von bestehender „Macht des internationalen Finanzkapitals“ sprechen, wenn die Anleger auf den Finanzmärkten die Kosten der wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger in der Bundesrepublik bei der Wahl zwischen Alternativen (hier: im Hinblick auf die Staatsverschuldungs- und Zinsentwicklung) erhöhen können, so daß die betroffenen Instanzen die verteuerten Alternativen in einem geringeren Maße oder gar nicht wählen können – oder ihnen keine Wahl bleibt.

<sup>15</sup> Vgl. SVR-JG 1981/82 (Tz. 342 und Tz. 404).

<sup>16</sup> H. Riese: Wirtschaftspolitik unter dem Regime der Stagnation, in: Konjunkturpolitik, 27. Jg. (1981), S. 227-246, hier: S. 245.

<sup>17</sup> Vgl. z. B. die Äußerung im Monatsbericht Dezember 1981.

<sup>18</sup> Vgl. hierzu „Weltweite Zinssignale: Kreditverbilligungstrend“, in: Handelsblatt, 7. 12. 1981, S. 1.

<sup>19</sup> Vgl. hierzu W. Filc: Die marktmäßige Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits. Die Fehleinschätzung der Deutschen Bundesbank, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 61. Jg. (1981), H. 6, S. 285-289, hier: S. 289.

<sup>20</sup> Vgl. „Mit einer Zinssenkung entlastet Bundesbank die Konjunkturdebatte“, in: Handelsblatt, 22./23. 1. 1982, S. 1. Zu beachten sind jedoch die spezifischen Risiken, die sich aus der Tatsache ergeben, daß die DM die einzige internationale Reservewährung im EWS ist (vgl. hierzu W. Filc: Die marktmäßige Finanzierung... a. a. O., S. 289, sowie ausführlich die Beiträge in G. Brun, H. Häuser (Hrsg.): Probleme des Kapitalmarkts, Kolloquien-Beiträge, Bd. 23, Die Deutsche Mark als internationale Anlage- und Reservewährung – Folgen für den Kapitalmarkt –, Frankfurt am Main 1981), sowie unkalkulierbare Ereignisse und Risiken wie z. B. in jüngster Zeit die Tatsache, daß (wie zur Jahreswende geschehen) wegen der Ereignisse in Polen die DM als Währung eines „Frontstaates“ eingeschätzt wurde, woraus ein Abwertungsdruck folgen könnte.

<sup>21</sup> P. Weise u. a.: Neue Mikroökonomie, Würzburg, Wien 1979, S. 60.

Gerade diesen Möglichkeiten zur „Machtausübung“ räumen der SVR und die Bundesbank, wie wir gesehen haben, einen hohen Stellenwert in ihrer Argumentation ein. Für wie gerechtfertigt auch immer man die Haltung des SVR und der Bundesbank ansieht, die Konsequenzen der (je nach Standpunkt tatsächlich vorhandenen oder nur angenommenen, jedenfalls aber handlungsbestimmenden) „Macht des internationalen Finanzkapitals“ zeigen sich in der realen Wirtschaftspolitik.

In einer solchen Situation liegt die Forderung nach einer Abkopplung der Zinsentwicklung im Inland durch Maßnahmen der Kapitalverkehrskontrolle nahe. Hierbei muß man sich jedoch sowohl der Risiken als auch der vielfältigen Umgehungsmaßnahmen bewußt sein: Einerseits ist die Bundesrepublik nicht zuletzt wegen ihres Leistungsbilanzdefizits auf Kapitalimporte (und damit auf einen freien internationalen Kapitalverkehr) angewiesen, andererseits zeigen die jüngsten Erfahrungen mit der „Kapitalflucht“ aus Frankreich, wie gering die Möglichkeiten einer effektiven Kontrolle der Kapitalausfuhr tatsächlich sind<sup>22</sup>.

#### Handlungsverhindernde Argumentation

Schließt man Eingriffe in den freien internationalen Kapitalverkehr aus, dann führt kein Weg an der alten Erkenntnis vorbei, daß internationale Arbeitsteilung und überhaupt jede Form der Integration in die Weltmärkte neben Vorteilen auch Abhängigkeiten mit sich bringen kann. Dies bleibt auch dann gültig, wenn man die vom SVR und der Bundesbank vertretene Position als unhaltbar, da auf Ad-hoc-Argumentation statt auf gründlichen wissenschaftlichen Analysen basierend, zurückweist. Selbst wenn man meint, eine als Begleiterscheinung einer expansiven Wirtschaftspolitik auftretende

<sup>22</sup> Es wird geschätzt, daß nach dem Regierungswechsel vom Mai/Juni bereits bis November 1981 gut 30 Mrd. französische Franc illegal aus Frankreich herausgeschafft wurden. Vgl. „Mit Spitzeln gegen Kapitalschmuggel“, in: Handelsblatt, 29. 1. 1982, S. 10.

Abwertung der DM sei kein Grund für eine besorgte Einstellung im Hinblick auf die marktmäßige Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits oder die Preisstabilität, da sie nur vorübergehend in Erscheinung trete und bald von einer Aufwertungserwartung sowie schließlich einer Aufwertung abgelöst werde, muß man sich auch dann über den handlungsbestimmenden (oder besser: handlungsverhindernden) Charakter der gegenteiligen Vorstellungen vom SVR und der Bundesbank im klaren sein.

Die Frage nach der Angemessenheit oder Unangemessenheit der Argumentation des SVR kann wegen der zentralen Rolle des Arguments der Wechselkursänderungserwartung nicht theoretisch entschieden werden. Die Betonung, die die Bedeutung nicht überprüfbarer Auswirkungen wirtschaftspolitischer Maßnahmen auf un beobachtbare Erwartungen für die Handlungen der Akteure auf den internationalen Finanzmärkten erfährt, wirkt im Hinblick auf eine wissenschaftliche Auseinandersetzung mit dem SVR lähmend, denn sie immunisiert. Was bleibt, ist die Möglichkeit einer Konfrontation mit anderen Konzepten und Ideen, wie sie hier vorgenommen wurde. Ein Urteil läßt sie jedoch nicht zu.

Die wirtschaftliche Lage gebietet eine Überprüfung der Thesen des SVR und der Bundesbank zu den weltwirtschaftsinduzierten Restriktionen einer expansiven Konjunkturpolitik in der Praxis: Die Durchführung einer expansiven Geldpolitik – abgesichert durch eine enge Kooperation im Rahmen des EWS und eventuell ergänzt durch Maßnahmen im Hinblick auf die internationalen Kapitalbewegungen, wobei letzteres allerdings nur nach sorgfältiger Prüfung erfolgen sollte – und einer expansiven Fiskalpolitik mit einer zumindest kurzfristigen Zunahme der Staatsverschuldung, und zwar *trotz* der vom SVR und der Bundesbank angeführten Befürchtungen und in der Hoffnung, daß diese sich als unangebracht erweisen.

**HERAUSGEBER:** HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg (Prof. Dr. Armin Gutowski, Prof. Dr. Hans-Jürgen Schmahl)

**REDAKTION:**

Dr. Otto G. Mayer (Chefredakteur), Dr. Klaus Kwasniewski (Stellvertreter), Dipl.-Vw. Claus Hamann, Helga Lange, Helga Wenke, Dipl.-Vw. Irene Wilson, M.A., Dipl.-Vw. Klauspeter Zanzig

**Anschrift der Redaktion:** Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 35 62 306/307

Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages Weltarchiv GmbH ist es nicht gestattet, die Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) oder auf eine andere Art zu vervielfältigen. Copyright bei Verlag Weltarchiv GmbH.

**VERTRIEB:**

manager magazin Verlagsgesellschaft mbH, Marketingabteilung, Postfach 11 10 60, 2000 Hamburg 11, Tel.: (040) 30 07 624

**Bezugpreise:** Einzelheft: DM 7,50, Jahresabonnement DM 80,- (Studenten: 40,-)

**VERLAG UND HERSTELLUNG:**

Verlag Weltarchiv GmbH, Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 35 62 500

**Anzeigenpreisliste:** Nr. 13 vom 1. 7. 1974

**Erscheinungsweise:** monatlich

**Druck:** Buch- und Offsetdruckerei Wunsch, 8430 Neumarkt/Opf.