

Pohl, Rüdiger

Article — Digitized Version

Die Geldpolitik bleibt weiterhin gefordert

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Pohl, Rüdiger (1982) : Die Geldpolitik bleibt weiterhin gefordert, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 62, Iss. 9, pp. 453-456

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135720>

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 Geldpolitik bleibt weiterhin gefordert

Rüdiger Pohl, Hagen

Die gegenwärtige desolate Wirtschaftslage wird auf einen Mangel an Investitionen zurückgeführt. Mit dem Hinweis auf die vielfältigen Ursachen der Investitionsschwäche wird häufig behauptet, die Geldpolitik könne zur nötigen Wiederbelebung der Investitionen eigentlich nicht sehr viel beitragen. Ist die Geldpolitik nebensächlich geworden?

In die Wirtschaftsanalysen der letzten Zeit fließen häufig Thesen der sogenannten „angebotsorientierten“ Wirtschaftspolitik ein. Die desolate Wirtschaftslage wird auf einen Mangel an Investitionen zurückgeführt, und hierfür werden viele Gründe genannt: zu geringe Gewinne, eine zunehmende Neigung in der Gesellschaft zum Konsumieren, eine nachlassende Risikobereitschaft der Investoren, administrative Investitionshemmnisse u. a. Die Gültigkeit dieser Symptome wird wohl kaum umstritten sein. Unterschiedliche Meinungen gibt es aber darüber, wie es zu diesen Symptomen kommen konnte.

Mit dem Hinweis auf die vielfältigen Ursachen der Investitionsschwäche wird vielfach implizit oder gar explizit behauptet, die Geldpolitik könne zur nötigen Wiederbelebung der Investitionen eigentlich nicht sehr viel beitragen. Wenn damit gemeint ist, daß die Geldpolitik allein nicht den Schlüssel zu einer befriedigenden Wirtschaftsentwicklung in der Hand halte, so ist dem mit aller Deutlichkeit zuzustimmen. Aber ebenso klar ist die Sichtweise abzulehnen, die Geldpolitik sei sozusagen nebensächlich geworden, wenn es um die Investitionen geht.

Wenn heute über die rückläufige und „zu niedrige“ Investitionsquote geklagt wird, so übersieht man meistens, daß sich hinter dieser Größe zwei gegenläufige Entwicklungen vollziehen: Die Quote der Ausrüstungsinvestitionen, also der Maschinen, ist höher als früher und tendenziell sogar noch steigend. Die Quote der

Bauinvestitionen ist jedoch niedriger als früher und trendmäßig fallend (vgl. Tabelle 1).

Wenn Investitionen gefordert werden, um technischen Fortschritt zu realisieren und die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft zu erhalten, dann sind Ausrüstungsinvestitionen gemeint. Die Bundesrepublik investiert heute einen größeren Anteil ihres Bruttosozialprodukts in Ausrüstungen als in den sechziger Jahren. Von einer generellen Investitionsflaute in diesem Bereich reden zu wollen, entbehrt der Grundlage. Daß eine restriktive Wirtschaftspolitik im Verbund mit konjunktureller Schwäche auch die Investitionsbereitschaft bei den Ausrüstungen trifft, zeigen die Jahre 1974/75/76, in denen die Ausrüstungsinvestitionsquote auf 8,7 % gesunken war. Sie stieg dann jedoch wieder an; erst in den letzten beiden Jahren schrumpft sie konjunkturbedingt wieder.

Rückläufige Bauinvestitionen

Im Gegensatz zu den Ausrüstungen ist jedoch die Quote der Bauinvestitionen nach wie vor rückläufig. Da die Bauinvestitionen (noch) das größere Gewicht besitzen, ist auch die gesamte Investitionsquote reduziert. Nicht unter einer Investitionsschwäche generell leidet die Bundesrepublik daher in erster Linie, sondern unter einer Schwäche der Bauinvestitionen. Und hier ist die Geldpolitik mit gefordert.

Gerade bei den Bauinvestitionen spielt die Zinsbelastung eine erhebliche Rolle. Die Errichtung von Wohngebäuden und Wirtschaftsgebäuden, die Modernisierung und Erhaltung alter Bausubstanzen bindet Kapital auf Jahrzehnte, und hier spielen auch kleine Zinsänderungen eine fühlbare Rolle in der Kostenrechnung. Wohlgemerkt: Nicht die Notenbank allein schafft die

Prof. Dr. Rüdiger Pohl, 37, ist Ordinarius für Volkswirtschaftslehre an der Fernuniversität Hagen. Seine Hauptarbeitsgebiete sind Geld und Währung sowie Konjunkturanalyse.

Tabelle 1
Investitionsquoten
(in %¹)

Zeitraum	Ausrüstungs- investitionen	Bauin- vestitionen	Summe
1961-70	8,7	16,8	25,5
1971-80	9,5	14,1	23,6
1971/72/73	9,9	16,0	25,9
1974/75/76	8,7	13,5	22,2
1977/78/79	9,6	13,0	22,6
1980/81/82	9,9	12,9	22,8

¹ Anteil der Investitionen am Bruttosozialprodukt in Preisen von 1970.

Quelle: Statistisches Bundesamt; eigene Berechnungen.

Wiederbelebung der Wirtschaft. Aber gerade dort, wo der Investitionsmangel sich besonders deutlich zeigt – im Baubereich –, vermag die Notenbank einen deutlichen Beitrag zu leisten.

Eine Gefahr darf jedoch nicht übersehen werden. Eine Belebung im Baubereich kann dort leicht an Kapazitätsgrenzen stoßen und dann Preisauftriebstendenzen verursachen. Doch ist hier deutlich zu sagen, daß dies der Preis ist, den wir nicht zuletzt auch für die Phasen verfehlter Geldpolitik in den siebziger Jahren bis heute zu zahlen haben. Die überhöhten Zinsen in 1973 und in den folgenden Jahren und ab 1980 haben die Bautätigkeit so stark schrumpfen lassen, daß in diesem Bereich nachhaltig Angebotskapazitäten vernichtet wurden. Anders ausgedrückt: Die Angebotsschwäche im Baubereich haben wir der Geldpolitik mit zu verdanken. Die Geldpolitik sollte weitere Voraussetzungen schaffen, daß wieder Angebotskapazitäten in diesem und in anderen Bereichen der Wirtschaft hinzukommen können.

Die Geldpolitik bleibt weiter gefordert. Ihre Verantwortung für die wirtschaftliche Entwicklung wird nicht dadurch geringer, daß die wirtschaftliche Krise auch nicht-monetäre Ursachen hat und daß auch andere Bereiche wie beispielsweise die Fiskalpolitik Beiträge zur wirtschaftlichen Gesundung leisten müssen. Auf eine automatische Wiederbelebung der Konjunktur – angekurbelt etwa durch die Exportentwicklung – ist kein Verlaß, wie die letzten Monate gezeigt haben. Erneut werden die überaus zurückhaltenden Wachstumsprognosen für das laufende Jahr nach unten revidiert, und erneut verschlechtert sich das Geschäftsklima in der Wirtschaft.

Keine Zinslockerung

Sieht man die Zinssenkungen und die geldpolitischen Maßnahmen im Frühjahr und Sommer isoliert, so könnte man meinen, die Deutsche Bundesbank sei auf den von vielen seit langem geforderten Pfad der monetären Versteigung eingeschwenkt. Der Zinsabbau, der schon im Herbst 1981 begann, hat sich wenigstens bis Ende Mai fortgesetzt. Die Bundesbank hat durch einige Maßnahmen – wie die Abschaffung des Sonderlombards zugunsten des billigeren „normalen“ Lombardkredites, durch die Erhöhung der Rediskontkontingente zum 23. Juni und die erneute Senkung der Bankraten vom 26. August – insgesamt die Refinanzierung der Banken billiger gemacht und damit auf die Zinsen Druck ausgeübt.

So erfreulich dies alles auch ist – bei näherer Analyse zeigt sich schnell, daß sich der Zentralbankrat trotz weiter zunehmender Arbeitslosigkeit und erneut verschlechterter Wachstumsaussichten noch nicht zu einer grundlegenden Abkehr von seiner scharfen mone-

VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

NEUERSCHEINUNG

Gerhard Rübel

DEVISENMARKTOPERATIONEN BEI FLEXIBLEN WECHSELKURSEN

– Eine portfoliotheoretische Untersuchung –

Die vorliegende Arbeit befaßt sich mit dem Problem, welche Wirkungen von Devisenmarktinterventionen auf Zinsen, Wechselkurs, Preisniveau und Beschäftigung ausgehen und wie diese sich von den Wirkungen alternativer Instrumente, zum Beispiel Offenmarktoperationen, unterscheiden. Der Verfasser bedient sich bei dieser Analyse im Rahmen eines Zwei-Länder-Modells eines portfolio-theoretischen Ansatzes und bezieht auch Zusammenhänge des Gütermarktes in die Analyse ein.

Großoktav, 240 Seiten, 1982, Preis brosch. DM 45,-

ISBN 3-87895-219-8

VERLAG WELTARCHIV GMBH – HAMBURG

tären Restriktionspolitik bereitgefunden hat. Was an Zinssenkungen in der letzten Zeit stattfand, verlief weitgehend noch im Gleichschritt mit dem Ausland. Der Zinsvorsprung des Auslands hat sich – wie Tabelle 2 belegt – im ersten Quartal 1982 insgesamt gesehen gar nicht und im zweiten Quartal 1982 nur bescheiden um einen halben Prozentpunkt erhöht¹.

Die Bundesbank bleibt damit auch trotz der jüngsten Maßnahmen ihrer Linie treu, daß die Zinsen in Deutschland nur so schnell sinken sollten wie die im Ausland. Daß dadurch der Zinssenkungsprozeß nicht von den konjunkturpolitischen Erfordernissen in Deutschland bestimmt wird, sondern von den Zinstrends im Ausland diktiert wird, scheint der Zentralbankrat als das kleinere Übel hinzunehmen.

Die außenwirtschaftspolitische Orientierung der deutschen Zinsen mag manchem heute weniger brisant erscheinen als vor Jahresfrist, da doch heute der Zinstrend wenigstens nach unten gerichtet ist – und das tut auch konjunkturpolitisch not. Doch muß auch hier vor Fehleinschätzungen gewarnt werden. Im Ausland wie im Inland haben sich nur die *nominalen* Zinsen zurückentwickelt. Da gleichzeitig auch die Inflationsrate leicht rückläufig war, hat sich an den hohen Realzinsen im Inland wie im Ausland überhaupt nichts geändert (vgl. Tabelle 3).

Man kann es auch so ausdrücken: Die rückläufigen Zinsen haben für die Konjunktur so gut wie nichts eingebracht, da die Realzinsbelastung unverändert hoch ist. Nichts geändert hat sich auch daran, daß der Realzins in Deutschland nach wie vor höher als im Ausland ist.

Verstärkter Kapitalabfluß

Im ersten Halbjahr des Jahres 1982 kam es zu einem relativ starken Kapitalabfluß ins Ausland², und dies war dann auch für manchen Beleg genug, daß der Zinsabbau möglicherweise schon zu weit gegangen sei. Doch liefern die Daten für eine derartige Interpretation kaum einen Hinweis (vgl. Tabelle 4).

Der verstärkte Kapitalabfluß kam vor allem durch beschleunigte Abflüsse bei den privaten Portfolioinvestitionen und den Krediten und Darlehen der Banken zustande. Das geschah bereits im ersten Quartal 1982,

¹ Bei der Berechnung der Zinsdifferenz wird hier das deutsche Zinsniveau mit den durchschnittlichen Zinssätzen in acht Ländern verglichen. Das Zinsgefälle nur gegenüber den USA zu betrachten, ist insofern problematisch, weil damit die Rolle der USA für den deutschen Kapitalverkehr übergewichtet wird. So gingen von den deutschen Kapitalanlagen (Portfolioinvestitionen, Kredite und Darlehen) des Jahres 1981 in Höhe von 82 Mrd. DM nur 12 Mrd. DM in die USA.

² Dies trifft allerdings nur auf den langfristigen Kapitalverkehr zu. Da beim kurzfristigen Kapitalverkehr massive Zuflüsse zu verzeichnen waren, blieb die Kapitalbilanz insgesamt gesehen ausgeglichen.

obwohl sich zu dieser Zeit die Zinsschere gegenüber dem Ausland gar nicht weiter geöffnet hatte. Sowohl bei den Wertpapierzinsen als auch bei den Kreditzinsen hatte das Ausland einen Vorsprung, der jedoch nicht größer geworden war. Erst im zweiten Quartal 1982 nahm die Zinsdifferenz leicht zu.

Zu dem beschleunigten Kapitalabfluß paßt auf den ersten Blick auch nicht die DM-Aufwertung, die im ersten

Tabelle 2
Zinsvorsprung des Auslands¹
(in Prozentpunkten)

	Geldmarkt	Kreditmarkt	Kapitalmarkt
IV 1981	+ 2,7	+ 0,7	+ 2,6
I 1982	+ 2,7	+ 0,9	+ 2,4
II 1982	+ 3,2	+ 1,6	+ 2,9

¹ USA, Japan, England, Belgien, Frankreich, Italien, Niederlande, Schweiz – ungewichteter Durchschnitt der Zinssätze in diesen Ländern abzüglich des entsprechenden Zinssatzes in Deutschland.

Quelle: Morgan Guaranty Trust; eigene Berechnungen.

Tabelle 3
Nominalzins und Realzins
(in %)

	IV 81	I 82	II 82
<i>Ausland¹</i>			
Nominalzins ²	12,5	12,0	11,8
Inflationsrate	10,0	9,2	8,7
Realzins	2,5	2,8	3,1
<i>Deutschland</i>			
Nominalzins ²	9,9	9,6	9,0
Inflationsrate	6,5	5,8	5,4
Realzins	3,4	3,8	3,6

¹ USA, Japan, England, Belgien, Frankreich, Italien, Niederlande, Schweiz – ungewichteter Durchschnitt; ² Kapitalmarktzins (Staats-schuldtitel).

Quelle: Morgan Guaranty Trust; Bundesministerium für Wirtschaft; eigene Berechnungen.

Tabelle 4
Kapitalverkehr, Zinsdifferenz und Wechselkurs

	IV 81	I 82	II 82
Private Portfolioinvestitionen, Kredite und Darlehen der Banken (–: Kapitalexport, Mrd. DM)	– 2,5	– 7,0	– 6,4
Zinsdifferenz (+: Vorsprung des Auslands, in Prozentpunkten)			
Wertpapierzinsen	+ 2,6	+ 2,4	+ 2,9
Kreditzinsen	+ 0,7	+ 0,9	+ 1,6
DM-Wechselkurs (+: Aufwertung der DM, in %)	+ 2,0	+ 1,7	+ 2,2

Quelle: Morgan Guaranty Trust; Deutsche Bundesbank; eigene Berechnungen.

Halbjahr 1982 stattfand. Beweist dies nicht eher die „Stärke“ der D-Mark, und müßte dies nicht Kapitalzuflüsse auslösen, zumal die Aufwertungsrate aufs Jahr hochgerechnet 8 % betrug und damit den Zinsvorsprung des Auslandes bei weitem übertraf? Die Antwort lautet: nein, nicht unbedingt. Man muß bedenken, daß für die internationalen Kapitalanleger weniger die aktuelle Wechselkursentwicklung, sondern vielmehr die (für den zukünftigen Anlagezeitraum) erwartete Wechselkursentwicklung entscheidend ist. Wieviel Ertrag die internationale Kapitalanlage schließlich einbringen wird, hängt (neben den Zinsen) davon ab, wie der Wechselkurs zu dem Zeitpunkt sein wird, zu dem die Kapitalanlage ausläuft und man die freiwerdenden Mittel in heimische Währung zurücktauschen möchte. Es kommt also weniger auf den heutigen Wechselkurs an als auf den für den Rückzahlungstermin der Kapitalanlage erwarteten Wechselkurs. Der scheinbare Widerspruch – verstärkter Kapitalabfluß trotz aktueller Aufwertung der D-Mark – wird erklärt, wenn man annehmen kann, daß bei den internationalen Kapitalanlegern mehr und mehr Abwertungserwartungen für die D-Mark einsetzten.

Abwertungserwartungen

Nun mag es paradox erscheinen, daß die aktuelle D-Mark-Aufwertung mit gleichzeitig zunehmenden Abwertungserwartungen für die D-Mark einhergegangen sein soll. Doch dies ist keineswegs paradox. Ein internationaler Kapitalanleger bildet sich Wechselkurserwartungen in der Weise, daß er den aktuellen Wechselkurs einer Währung mit dem von ihm als „normal“ angesehenen Wechselkurs dieser Währung vergleicht³. Liegt beispielsweise der Wechselkurs der D-Mark aktuell unter dem Kurs, den ein Anleger als „normal“ für die D-Mark betrachtet, so wird der Anleger mit einem Anstieg des D-Mark-Wechselkurses rechnen – es liegt eine Aufwertungserwartung für die D-Mark vor. Umgekehrt rechnet ein Anleger mit einer Abwertung, wenn der aktuelle Wechselkurs über dem als „normal“ angesehenen Wechselkurs liegt.

Wenn nun die D-Mark aktuell aufwertet, gibt das für die Erwartungen der internationalen Kapitalanleger folgende Effekte. In der Sicht einiger Kapitalanleger wird der aktuelle D-Mark-Wechselkurs über den Kurs steigen, den diese Kapitalanleger als „normal“ betrachten. Folglich erwarten diese Kapitalanleger, daß die D-Mark demnächst abwerten wird, weil der Kurs nicht auf Dauer über dem „normalen“ Wert liegen wird. Für andere Kapitalanleger, die von einem höheren „Normalniveau“

des Wechselkurses ausgehen, kommt der aktuelle Wechselkurs nun näher an das Normalniveau heran, so daß die Wahrscheinlichkeit weiterer Aufwertungen in ihren Augen abnimmt. Kurz: eine aktuelle D-Mark-Aufwertung dämpft die Erwartung weiterer Aufwertungen und vergrößert die Gruppe jener Kapitalanleger, die für die Zukunft mit Abwertungen der D-Mark rechnen. So gesehen ging die D-Mark-Aufwertung im Frühjahr und Sommer offenkundig zu weit. Jedenfalls mochten die Kapitalanleger immer weniger auf die D-Mark setzen, und vermehrte Kapitalausfuhren waren die Folge.

Sollte es angesichts dieser Dispositionen an den Finanzmärkten – und unter sonst gegebenen Umständen – in den nächsten Monaten zu einer schwächeren Aufwertungsrate oder gar zu einer Umkehr in der Wechselkursentwicklung der D-Mark kommen, so wäre dies von der Geldpolitik hinzunehmen. Zum einen könnte man gegen eine Einschätzung internationaler Kapitalanleger, die D-Mark sei tendenziell „überbewertet“, auf die Dauer wenig ausrichten. Und zum anderen verbietet es die Konjunktur, dem mit massiven Zinssteigerungen entgegnet zu wollen.

Auch die realwirtschaftliche Seite der Wechselkurse liefert derzeit Argumente gegen weitere Aufwertungen. Die in der Tendenz positive Entwicklung im Leistungsbilanzsaldo der Bundesrepublik steht auf wackligen Füßen. Die Importe sind wegen der schlechten Konjunkturlage gedrückt. Jede von uns ja gewünschte konjunkturelle Verbesserung wird unvermeidlich die Importe ansteigen lassen. Die Ausfuhren scheinen demgegenüber an Schwung zu verlieren. Die Auftragseingänge aus dem Ausland bewegen sich zwar noch auf hohem Niveau, doch sind sie schon deutlich nach unten gerichtet. Jede weitere Aufwertung muß den Importanstieg begünstigen und die Ausfuhrerexpansion erschweren. Konjunkturell stellt beides einen Nachfrageausfall im Inland dar, der die wirtschaftliche Wiederbelebung erschwert.

Die Bundesbank sollte den Druck auf die Zinsen so verstärken, daß die Zinsentwicklung konjunkturgerecht wird. Was wir brauchen, sind sinkende Realzinsen. Die Orientierung der Zinspolitik an der Zinsspanne zum Ausland mit dem Ziel, diese konstant zu halten, muß aufgegeben werden. Konkret fordert eine konjunkturell vertretbare Geldpolitik: weitere Reduktion der Refinanzierungskosten der Banken, weitere Konsolidierung der Fristen der Mittelbereitstellung der Notenbank an die Kreditinstitute (Abbau der sehr kurzfristigen Mittelbereitstellung zugunsten längerfristiger Mittelbereitstellung) und schließlich Wiederauffüllung der freien Liquiditätsreserven der Banken.

³ Vgl. R. Pohl: Geldpolitik, Wechselkurserwartungen und Leistungsbilanzdefizit: Der Portfolioansatz (ein Exposé), vervielfältigtes Manuskript, Hagen 1981.