

Hiss, Dieter

Article — Digitized Version

Geld- und währungspolitische Implikationen einer Globalisierung der Finanzmärkte

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Hiss, Dieter (1988) : Geld- und währungspolitische Implikationen einer Globalisierung der Finanzmärkte, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 68, Iss. 2, pp. 71-78

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136366>

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.

Dieter Hiss*

Geld- und währungspolitische Implikationen einer Globalisierung der Finanzmärkte

Die internationale Vernetzung der Finanzmärkte hat die Bedeutung nationaler Grenzen und Regelungen zwar nicht aufgehoben, aber doch stark relativiert. Welche Konsequenzen haben die zunehmenden Interdependenzen für die deutsche Wirtschafts- und Währungspolitik? Trug die Finanzpolitik in den letzten Jahren der binnen- und außenwirtschaftlichen Lage der Bundesrepublik ausreichend Rechnung? Sind Geldmengenziele heute überholt?

Die Globalisierung der Finanzmärkte entstand aus den bescheidensten Anfängen grenzüberschreitender Transaktionen zur Finanzierung des internationalen Handels nach Einführung der Konvertibilität für wichtige Währungen in den fünfziger Jahren. Autonome internationale Kapitalbewegungen spielten damals im Vergleich zur Handelsfinanzierung eine höchst untergeordnete Rolle.

Mit dem Entstehen und raschen Wachstum der Euro- und anderer Off-shore-Märkte erhalten die Finanzmärkte bereits ab den sechziger Jahren eine neue internationale Qualität. Sie besteht darin, daß Finanzgeschäfte in bestimmten Währungen außerhalb der direkten Kontrolle der diese Währungen emittierenden Zentralbanken möglich sind.

Einen enormen Wachstumsschub erleben diese Märkte, als über ihre Kanäle ein sehr großer Teil der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte im Gefolge der beiden Ölpreisschocks der siebziger Jahre finanziert wird. Mit der Expansion der internationalen Finanzierungsvolumina wurde auch das weltumspannende Netz von Zweigstellen und Tochterinstituten der sogenannten internationalen Banken dichter. Eine Voraussetzung für den Erfolg im internationalen Geschäft ist die Präsenz in den verschiedenen Zeitzonen rund um den Globus.

In den letzten Jahren stehen neue Impulse für das Wachstum der internationalen Finanztransaktionen im Vordergrund. Die USA entwickeln sich seit 1983 aufgrund ihrer wachsenden Leistungsbilanzdefizite in we-

nigen Jahren vom größten Gläubigerland zum inzwischen größten Schuldnerland. Damit gehen neue Kapitalströme einher. Den Gegenstrom zu den US-Defiziten bilden Überschüsse vor allem in den Leistungsbilanzen Japans, der Bundesrepublik, aber auch der jungen Industrienationen im pazifischen Raum. Die Finanzierung des amerikanischen Bundeshaushalts hängt heute mehr von den Entscheidungen japanischer als amerikanischer Anleger ab.

Die Finanzierung von internationalen Waren- und Dienstleistungsströmen und der Leistungsbilanzsalden erklärt im Zuge dieses Prozesses einen immer kleineren Teil der internationalen Finanztransaktionen. Der tägliche Devisenhandel wird heute auf 200 bis 250 Mrd. \$ geschätzt. Den Welthandel gibt der Internationale Währungsfonds für 1986 mit rund 4000 Mrd. \$ an. Der Umfang der internationalen Devisentransaktionen beläuft sich demnach ungefähr auf das 20fache des Welthandels.

Ein großer Teil dieser Geldbewegungen geht auf Portfolioentscheidungen an den Aktien- und Rentenmärkten sowie auf Geschäfte zur Absicherung gegen die gerade mit dem System flexibler Wechselkurse verbundenen Zins-, Währungs- und anderen Kursrisiken zurück.

Wechselkurse spiegeln unter diesen Voraussetzungen nur noch sehr bedingt die realen Güter- und Dienstleistungsströme wider. Sie werden zumindest im kurzfristigen Verlauf primär aufgrund reiner Finanztransaktionen gebildet und werden dann ihrerseits zur maßgeblichen Bestimmungsgröße für den internationalen Austausch von Waren und Dienstleistungen. So erklärt sich

Dr. Dieter Hiss, 58, ist Präsident der Landeszentralbank in Berlin und Mitglied des Zentralbankrates der Deutschen Bundesbank.

* Gekürzte Fassung eines Vortrags, den der Verfasser am 20. Januar 1988 am Institut für Kapitalmarktforschung an der Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt/M., gehalten hat. Der ungekürzte Vortrag erscheint in der Schriftenreihe des Instituts beim Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main.

ihre weite Bewegung um die Kurse herum, die aufgrund der Kaufkraftparitäten angemessen wären.

Je stärker Sicherungs-, Anlage-, Arbitrage- und Spekulationsmotive die Kapitalströme lenken, desto stärker werden die Märkte von Erwartungen abhängig. Da das Überschießen von Angebots- und Nachfragereaktionen in der Natur freier Märkte liegt, erhalten diese Märkte eine zunehmende Volatilität.

Die Volatilität der Märkte wiederum vergrößert sowohl den Absicherungsbedarf als auch die gewinnorientierten Anlage- und Spekulationsmöglichkeiten. Unruhige Finanzmärkte bieten außerdem vermehrte Gelegenheiten zur Arbitrage. Sie induzieren zusätzliche Finanzströme.

Diversifizierung der Anlagen im globalen Maßstab ist aus der Sicht der Investoren die rationale Antwort auf Volatilität. Volatilität ihrerseits ist zu einem großen Teil das Ergebnis von Portfolioumschichtungen im globalen Maßstab. Globalisierung und Volatilität erscheinen so als zwei Seiten ein und derselben Medaille.

Aspekte der Globalisierung

Auf eine detaillierte Beschreibung der Globalisierung soll hier verzichtet werden. Nur noch einige Stichworte:

□ Es ist klar, daß zum Durchbruch dieses Prozesses die fortschreitende Deregulierung und Liberalisierung nationaler Märkte gehören. Diese spielten weniger in der Bundesrepublik eine Rolle, wo die Freizügigkeit des internationalen Geld- und Kapitalverkehrs seit Ende der 50er Jahre hoch entwickelt ist. Wichtiger waren die Veränderungen bei unseren Partnern – den großen europäischen Volkswirtschaften und Japan. Auch die stärkere Ausrichtung der USA auf die Weltwirtschaft und ihre neue Rolle als Schuldnerland sind zu nennen.

□ Erwähnt sei auch, daß es sich um eine Vielzahl höchst unterschiedlicher Akteure handelt: Banken unterschiedlichen Typs je nach den nationalen Bankensystemen (z. B. Universalbank-, Trennbanksystem), Wertpapierhäuser, Versicherungen, Finanzabteilungen international operierender Firmen und kommerzielle Unternehmen, also Nichtbanken, die – speziell in den USA – Finanzdienstleistungen anbieten.

□ Aus dieser Aufzählung ergibt sich bereits, daß die Akteure einer ebenfalls unterschiedlichen behördlichen Aufsicht unterliegen oder auch gar keiner (Finanzabteilungen von Firmen, die sich als Profit Centers in Arbitragegeschäften großen Stils engagieren). Auf die Aspekte der Aufsicht, die natürlich auch die Bundesbank beschäftigen, will ich hier nicht näher eingehen. Nur soviel: der international zunehmende Bankenwettbewerb ver-

langt international besser abgestimmte Regeln und Vorgehensweisen der nationalen Bankenaufsichten. Die Risiken der Bankkonzerne müssen zum Beispiel auf konsolidierter Basis betrachtet werden. Finanzinnovationen und Off-balance-sheet-Geschäfte müssen in die Aufsicht und in die Aufsichts-Grundsätze einbezogen werden. In diesem Zusammenhang ist an die KWG-Novelle von 1984 zu erinnern. Die Empfehlungen des Cooke-Ausschusses der Zehner-Gruppe zu einer international besser abgestimmten Definition des haftenden Eigenkapitals der Banken und der Eigenkapitalerfordernisse – auch für Geschäfte, die sich nicht in der Bilanz niederschlagen – sind Ausdruck dieser Bemühungen der Bankenaufsichtsbehörden, die Entwicklung einzuholen. In denselben Zusammenhang gehören Arbeiten der EG an einer entsprechenden Richtlinie.

□ Neue Finanzinstrumente verwischen die Grenzen zwischen nationalen und internationalen Märkten, aber auch die Trennlinien zwischen Marktsegmenten – Geld-, Kredit- und Kapitalmarkt; dazu gehört auch die wachsende Verwendung verbriefteter Finanzinstrumente sowie innovativer Finanztechniken.

□ Schließlich spielen neue Informations- und Kommunikationstechniken eine wichtige Rolle für das Entstehen und Funktionieren der Marktvernetzung rund um den Globus. Sie beschleunigen und verbilligen die Transaktionen. Sie vergrößern damit die Reagibilität der Märkte schon bei marginalen Anreizen.

Grenzen der Vernetzung

Die Intensität dieser Vernetzung und der wachsenden Interdependenz mit dem Bild des „global village“ zu veranschaulichen, geht trotz aller Fortschritte des Prozesses etwas weit. Zumindest handelt es sich vorerst noch um ein Dorf mit vielen Zäunen, aufgerissenen Straßen, holprigen Wegen und oftmals fehlender Kanalisation, um im Bild zu bleiben. Nationale Grenzen spielen eine geringere Rolle als früher, aber immer noch eine Rolle. Eine anschauliche neueste Erfahrung, wie trotz Globalisierung Finanzmärkte ihre nationale Physiognomie behalten, liefert zum Beispiel der unterschiedliche Verlauf des „crash“ vom 19. Oktober 1987 und danach. Die Bebenwelle lief zwar rund um den Globus, die Kursstürze waren an den verschiedenen Börsen aber doch sehr unterschiedlich. So fielen die Kurse in Japan, einem noch relativ wenig geöffneten Markt mit starker ministerieller „guidance“, zwischen Ende September und Mitte Dezember 1987 nur um 13%, in den USA um 27%, in Deutschland und in der Schweiz um 35% und in Australien und Hongkong um 45% bis 50%. Das hat auch etwas mit der unterschiedlichen Offenheit dieser Märkte

und dem unterschiedlichen Anteil der besonders reagi- blen Ausländerengagements zu tun.

Mit der enger gewordenen internationalen Verbin- dung zwischen den Finanzmärkten übertragen sich nicht nur Schocks, sondern auch bereits kleinere Erwar- tungsänderungen in bezug auf Zinsen, Wechselkurse oder andere Variable der ökonomischen Performance der beteiligten Volkswirtschaften viel kraftvoller als frü- her von einem Land zum anderen. Die Zahl der exoge- nen und endogenen Schocks, die für einen Finanzmarkt relevant werden kann, wird aufgrund des globalen Hori- zontes der Akteure größer.

Wirtschaftspolitische Fehler

Die These scheint mir nicht zu riskant, daß sich die Wirtschafts- und Währungspolitik der großen Volkswirt- schaften zu lange darauf verlassen hat, die flexiblen Wechselkurse garantieren auch in der Wirklichkeit jene wirtschaftspolitische Autonomie, von der in Lehrbü- chern die Rede ist. Unabgestimmte oder widersprüchli- che Politiken, die die Ungleichgewichte zwischen den großen Währungsräumen vergrößert haben, haben so einen Zahlungsbilanz-Anpassungsbedarf auf den Wechselkursmechanismus verlagert, dem dieser kaum mehr gewachsen ist.

Eine mangelhafte wirtschaftspolitische Kooperation zwischen den großen Volkswirtschaften im Sinne kom- plementärer Politiken zur Verbesserung des internati- onalen Zahlungsbilanzgefüges hat die Volatilität der Märkte und damit gerade auch den Impuls für Globali- sierung zusätzlich verstärkt. Vielleicht hat sogar die zu- nächst gewachsene Effizienz der globalisierten Finanz- märkte dem Irrtum Vorschub geleistet, man könne im- mer größere Leistungsbilanzungleichgewichte finanzia- ren, anstatt sie durch eine entsprechende Wirtschafts- politik rechtzeitig abzubauen.

Nach meinem Urteil hat einen Baustein für die Größe der heutigen Leistungsbilanzungleichgewichte auch die deutsche Wirtschaftspolitik ab 1984 geliefert. Es liegt ziemlich eindeutig auf der Hand, daß ohne die expan- sive Entwicklung unserer Ausfuhr 1984 und 1985 und ohne das zunehmende außenwirtschaftliche Ungleich- gewicht auch der Bundesrepublik unsere weitere wirt- schaftliche Aufwärtsentwicklung, die langsam genug vorankam, bereits in der ersten Phase der Erholung wie- der zum Erliegen gekommen wäre. Es wäre gar nicht zu den sekundären Auftriebskräften bei der Investition und dem privaten Verbrauch gekommen, die die Erholung nach 1985 noch etwas weiter getragen haben. Denn mit einem BSP-Wachstum von 2,5 % in 1986 und (vorläufig) 1,7 % in 1987 wurden die Zielprojektionen der Bundesre- gierung um 17 % (1986) und 32 % (1987) unterschritten.

Und es ist seit zwei Jahren überdeutlich, daß es nicht ge- lungen ist, an die Stelle des erlahmenden oder ganz ausbleibenden Exportwachstums ausreichend starke inländische Nachfragekräfte zu setzen.

Die deutsche Haushaltskonsolidierung konnte über- haupt nur dank des ab 1983 dramatisch anwachsenden amerikanischen Leistungsbilanzdefizits erzielt werden. Seine direkten und indirekten Nachfrageimpulse haben gerade für die Bundesrepublik eine signifikante Rolle gespielt. Dahinter stand das amerikanische Budgetdefi- zit als Triebkraft. Seine Größe ist dramatisch nicht pri- mär in Relation zum amerikanischen Bruttosozialpro- dukt, sondern – worauf es ankommt – in Relation zur amerikanischen Sparquote. Die Konsolidierung der deutschen öffentlichen Haushalte war sozusagen mit- getragen von der Dekonsolidierung des amerikani- schen Bundeshaushalts.

Budget und Leistungsbilanz

Ohne von außen kommenden anhaltenden konjunk- turellen Impuls hätte sich die deutsche Haushaltskonso- lidierung schon früher als undurchführbar erwiesen. Wenn die defizitäre amerikanische Haushalts- und Lei- stungsbilanzentwicklung im heutigen Ausmaß nicht durchzuhalten sind, so konnte es eine Rückführung des Nettofinanzierungsdefizits der öffentlichen Haushalte in der Bundesrepublik ebenfalls nicht sein. Eine dauer- hafte starke Rückführung der Finanzierungsdefizite der deutschen Gebietskörperschaften und ein gleichzeiti- ger Abbau des Leistungsbilanzüberschusses schließen sich gegenseitig aus. Das muß jedem Analytiker schon sehr früh klar geworden sein.

Jedenfalls konnte man schon Anfang 1985 feststel- len¹, daß

- Inflationsgefahren der Bundesrepublik auf abseh- bare Zeit nicht ins Haus und einer stärkeren Zunahme der Inlandsnachfrage nicht im Weg standen,
- daß aber ein zunehmendes außenwirtschaftliches Ungleichgewicht und unvertretbar hohe Leistungs- bilanzüberschüsse zu erwarten waren,
- daß bei Fortsetzung einer solchen Politik von deut- scher Seite vorerst kein Beitrag zu der weltweit (auch im Kampf gegen den Protektionismus) dringend erforderli- chen Verbesserung der Zahlungsbilanzstrukturen geleis- tet würde,
- daß der Dollar unter dem Aspekt der wirtschaftspoliti- schen Performance der USA auch damals keine wirk- lich starke Währung war, sondern daß er seinen bis An-

¹ Vgl. Jahresbericht 1984 der Landeszentralbank in Berlin, S. 7 ff.

fang 1985 extrem hohen Kurs entsprechend hohen amerikanischen Zinsen und einer großen positiven Zinsdifferenz gegenüber den Konkurrenzwährungen verdankte.

Es wurde von wenigen, aber doch von einigen Analytikern schon damals die Folgerung gezogen, daß die Stärkung der deutschen Inlandsnachfrage erst auf dem Weg über die fein verteilten Steuersenkungen 1986, 1988 und 1990 gemessen an den wirklichen Erfordernissen eines auch von deutscher Seite schneller vorangehenden internationalen Anpassungsprozesses zu spät kommen würde.

Angesichts der Größe der heutigen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte und angesichts des aufgestauten, nur spät und langsam in Gang gekommenen Zahlungsbilanz-Anpassungsprozesses ist es unausweichlich, noch einmal an die langen Verursachungsketten zu erinnern, mit denen es die Wirtschaftspolitik fast immer zu tun hat.

Finanzierung der US-Defizite

Die heutige Zuspitzung, auch an den Devisenmärkten, liegt einmal darin begründet, daß das US-Leistungsbilanzdefizit von 1985 116 Mrd. \$ über 1986 141 Mrd. \$ auf im 3. Quartal 1987 inzwischen 173 Mrd. \$ (Jahresrate) angestiegen ist. Fast mehr noch aber ist besorgniserregend, daß 1986 und 1987 die Finanzierung der amerikanischen Leistungsbilanz bei den gegebenen Wechselkursen (Wechselkurerwartungen) und Zinsen (Zinserwartungen) nicht mehr durch private Kapitalexporte der Gläubigerländer und damit nicht mehr marktmäßig bewerkstelligt worden ist. In steigendem Maß spielten vielmehr offizielle Dollaranlagen der Währungsbehörden der Gläubigerländer eine Rolle.

Von Morgan Guaranty² werden die Devisenmarktinterventionen der Gruppe der Sieben (G-7) allein von Januar bis September 1987 auf 70 bis 90 Mrd. \$ geschätzt. Im 4. Quartal 1987 ist der Gesamtbetrag für 1987 erheblich weiter angewachsen. Außerdem haben aber auch Notenbanken außerhalb der Siebener-Gruppe in erheblichem Umfang Dollars gekauft. Dies ist nicht überall „unfreiwillig“ oder im Konflikt mit der inneren Geldpolitik geschehen. Man darf jedoch nicht vergessen: Die Höhe der Finanzierung der amerikanischen Leistungsbilanz durch ausländische Notenbanken ist ein Maßstab dafür, in welchem Ausmaß die privaten Märkte bei gegebenen oder erwarteten Wechselkursen und Zinsdifferenzen zwischen den beteiligten Währungen nicht mehr zur Finanzierung beitragen wollten.

Soweit die Interventionen der Notenbanken dabei gleichzeitig im Konflikt mit ihren geldpolitischen Zielen stehen, sind sie zugleich ein guter Maßstab für das Ausmaß an Inkonsistenz zwischen dem „policy mix“ aus Geld- und Finanzpolitik innerhalb jeder Volkswirtschaft wie auch zwischen den beteiligten Volkswirtschaften. Für die hochsensibel gewordenen international verzahnten Finanzmärkte sind derartige Widersprüche, die nicht auf Konstanz, sondern auf weitere Veränderungen der Marktdaten, wenn nicht auf finanz- und wirtschaftspolitische Entscheidungen, hindeuten, kein vertrauensbildendes Umfeld. Mehr denn je kann das System weltweit nur stabilisiert werden, wenn Erwartungen erzeugt werden, daß die Volkswirtschaften konvergieren, d. h. ihre inneren sowie ihre äußeren Ungleichgewichte zügig abbauen. Dabei braucht keine Volkswirtschaft auf die andere zu warten, um das Richtige zu tun.

Kooperation erforderlich

Überwunden werden könnte die Gefahr einer noch stärkeren Lähmung der privaten Kapitalströme zur Finanzierung der Zahlungsbilanzsalden – wie sie durch die derzeitige Beeinträchtigung der Aktienmärkte und einer bei den gegebenen Zinsen eventuell nachlassenden Kaufbereitschaft auf den internationalen Bondsmärkten möglicherweise schon droht – am besten durch eine möglichst gut abgestimmte Geld- und Finanzpolitik zwischen den maßgebenden Schuldner- und Gläubigerländern. Weitere und sichtbare Fortschritte beim in realer Rechnung bereits in Gang gekommenen Anpassungsprozeß zwischen USA, Japan und der Bundesrepublik auf möglichst hohem Niveau der wirtschaftlichen Aktivität müßten das Ziel einer mit Substanz ausgestatteten internationalen Zusammenarbeit sein. Um die Devisenmärkte zu beeindrucken, wäre vor allem notwendig, daß sich die Leistungsbilanzsalden auch in nominaler Rechnung verringern. Denn Finanzierungsdefizite bzw. -überschüsse werden schließlich in den nominalen, nicht in den realen Größen sichtbar und finanziert.

Die G-3 – USA, Japan und die Bundesrepublik – haben den harten Kern dieser Zusammenarbeit zu bilden, und halten den Schlüssel hierzu in der Hand. Daß ein großer Teil der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte gerade diese drei Weltwährungen betrifft, macht die Situation besonders kompliziert.

Auch die übrigen EG-Länder warten nur darauf, daß die Bundesrepublik weitere Schritte zur Stärkung der Inlandsnachfrage unternimmt. Dies gäbe auch ihnen mehr expansiven Handlungsspielraum. Sie sind genauso in ihrem wie im amerikanischen Interesse. Solche Schritte sind aber in Wahrheit auch im deutschen Interesse.

² Vgl. World Financial Markets, November/Dezember 1987.

Welcher Handlungsspielraum bleibt nun unter den geschilderten Bedingungen für eine nationale Geld- und Währungspolitik?

Eine erste mögliche Antwort wäre der konsequente Rückzug auf die reinen Spielregeln des Systems flexibler Wechselkurse. Wenn ein Land ohne Intervention floatet, ist die außenwirtschaftliche Absicherung intakt. Die Notenbank kann ihre rein binnenwirtschaftlich orientierte Politik der Geldwertstabilität dann auch mit Hilfe eines Geldmengenziels verfolgen. Sie muß nur rigoros und konsequent bereit sein, alle Bewegungen, die von außen auf die eigene Währung zukommen, in den Wechselkurs einfließen zu lassen, ungeachtet der realwirtschaftlichen Folgen einer über das Ziel hinausschießenden Aufwertung für Produktion und Beschäftigung.

Dies mag eine brauchbare Regel für eine große Volkswirtschaft sein, deren Außenwirtschaftssektor relativ begrenzt ist. Die immer wieder aktuelle amerikanische Position des „benign neglect“ oder „Es ist unsere Währung, aber Euer Problem“ ist durchaus in realen Interessen begründet. Erst wenn der Vertrauensverlust des Dollars mit gar zu hohen Zinsen bezahlt werden muß und diese im Widerspruch zur inneren Konjunkturpolitik der USA stehen, erwacht dort das Interesse an aktiver Devisenmarktintervention zur Dollarstützung. Der Louvre-Akkord vom 22. Februar 1987 und die erneute Erklärung der G-7 vom 23. Dezember 1987 sind Beispiele für dieses Einlenken.

Lage der Bundesrepublik

In der schwierigsten Lage befindet sich eine mittelgroße Volkswirtschaft wie die Bundesrepublik. Ein großer außenwirtschaftlicher Sektor (Ausfuhranteil am BSP 35 %, Einfuhranteil 27 %) macht sie von dieser offenen Flanke her enorm verwundbar. Es ist keine realistische Annahme, die Geldpolitik könne unter diesen Bedingungen den Wechselkurs als Restgröße behandeln. Es kommt noch hinzu, daß die D-Mark eine bedeutende internationale Rolle als Reserve- und Anlagewährung spielt. Sie ist als Substitut für den Dollar allen Marktbewegungen verstärkt ausgesetzt, die sich durch Währungsverlagerungen ergeben.

Zur kurzfristigen Volatilität der Wechselkurse, d. h. im Sinne der realwirtschaftlichen Allokation absolut redundanten Kursschwankungen, kommen mittelfristige Wellenbewegungen der Wechselkurse. Gerade sie über- oder unterschließen das Gleichgewichtsziel der realwirtschaftlichen Anpassung aus dem Momentum der freien Marktreaktion heraus immer wieder. Diese nicht zur Ruhe kommenden Bewegungen sind auch durch die

langen time-lags des Anpassungsprozesses bedingt. Werden die Wechselkurse nicht wie im Festkurssystem diskretionär stufenweise neu festgesetzt, sondern im freien Markt über eine längere Phase nach oben oder unten bewegt, so verlängert sich auch die Phase einer zunächst inversen Reaktion der Leistungsbilanz bei einer Auf- oder Abwertung. Die J-Kurve verschiebt sich laufend weiter nach rechts; für die Aufwertungsländer gilt Entsprechendes. Da so die bereits eingeleiteten Anpassungsprozesse lange Zeit nicht in den nominalen Leistungsbilanzdaten sichtbar werden, haben die globalisierten Märkte um so länger Zeit für ihre Überreaktion.

Kleinere Volkswirtschaften entgehen dem Problem in der Regel dadurch, daß ihre Währungen international keine Rolle spielen. Außerdem bringen sie ihre Währungen regelmäßig jeweils in ein festes Verhältnis zur Währung einer sie führenden Volkswirtschaft oder zu einem Währungskorb der wichtigsten Volkswirtschaften. Sie leben in Wirklichkeit also auch heute kaum in einem System freier Wechselkurse. Mit dem EWS haben wir eine solche Operation im übrigen auch selbst vollzogen. Nur, sie schützt uns nicht gegen den Anprall des Dollars.

Die Theorie der Wirtschaftspolitik sagt, daß man mit einem Instrument – in unserem Fall: mit dem Zinssatz – nur eine Zielvariable steuern kann; entweder den Wechselkurs oder die Geldmenge. Verfolgt die Notenbank in dieser Situation ein Geldmengenziel konsequent, so wird der Wechselkurs also nur noch von den internationalen Zins- und Erwartungszusammenhängen gesteuert. Instabile Währungs- und Finanzmärkte, wie sie mit internationalen Zahlungsungleichgewichten vor allem dann verbunden sind, wenn die großen Währungen an diesem Ungleichgewicht entscheidend beteiligt sind und den Märkten damit ein stabiles Gravitationszentrum fehlt, erfordern sehr hohe Aufwendungen, um die Unsicherheit für die Wirtschaft und die Anleger wenigstens kalkulierbar zu machen. Diese Kosten halten die internationale Integration und Arbeitsteilung zweifellos unterhalb des sonst erreichbaren Optimums.

Hervorzuheben ist aber auch, daß eine am Zahlungsbilanz-Anpassungsprozeß orientierte Finanz- und Haushaltspolitik, d. h. der Einkommensmechanismus, den Wechselkursmechanismus spürbar entlasten kann: Der Anpassungsprozeß verläuft schneller, wenn er in jedem Land durch den gesamten „policy mix“ von Geld- und Finanzpolitik unterstützt wird.

Verteilung der Lasten

Ich komme daher für die Bundesrepublik zu folgender Schlußfolgerung: Eine Regierung, die die Notenbank ermuntert, ein Geldmengenziel zu setzen und zu verfol-

gen, räumt ihr damit das Recht ein, im Konfliktfall den Wechselkurs als Restgröße zu behandeln. Um die Wachstumsschäden aus möglicherweise zu volatilen Wechselkursen zu begrenzen, müßte die Regierung jedes Interesse daran haben, einen fälligen Anpassungsprozeß möglichst stark durch ihre Fiskalpolitik zu unterstützen. Allein so könnte er abgekürzt werden, und die Währungsmärkte würden schneller in ruhigeres Fahrwasser zurückfinden.

Gleichzeitig bürdet ein konsequent potentialorientierter geldmengenpolitischer Kurs der Notenbank auf der anderen Seite der Fiskalpolitik die Antizyklus allein auf. Denn auch wenn das neue „assignment“ – wie das in der Sprache der Wissenschaft jetzt heißt – der Geldpolitik nur die Geldwertstabilität als Ziel zuordnet, so sind damit die konjunkturellen Wirkungen jeder Geldpolitik ja noch nicht aus der Welt. Aufgrund des Geldmengenziels erforderliche geldpolitische Restriktionen müssen also von der Fiskalpolitik gegebenenfalls zusätzlich kompensiert werden.

Unter den Verhältnissen in der Bundesrepublik in den Jahren 1986 und 1987 hätte eine strikte Geldmengenpolitik höhere Zinsen und einen höheren Wechselkurs für die D-Mark bedeutet. Es steht außer Frage, daß dies schnell in eine wirtschaftliche Stagnation geführt oder eine spürbar expansivere Bonner Fiskalpolitik verlangt hätte als die tatsächlich verfolgte.

Aber auch bei einer Geldpolitik, die sich dem Dilemma zwischen Geldmengen- und Wechselkursorientierung auslieferte, wie dies die Bundesbank getan hat, hätte eine am Anpassungsprozeß orientierte Fiskalpolitik expansiver sein müssen. Nach meinem Urteil sind wichtige Chancen für eine bessere Verteilung der Anpassungslasten auf Wechselkurs- und Einkommensmechanismus und damit für einen schnelleren und überzeugenden Anpassungsprozeß 1986 und 1987 vertan worden.

Fallweise Wechselkursorientierung

Lassen Sie mich begründen, warum ich es für vertretbar, wenn nicht sogar für unausweichlich halte, daß die Geldpolitik in der Bundesrepublik nicht einem klaren Geldmengenkonzept gefolgt, sondern fallweise in eine Wechselkursorientierung abgewichen ist.

- Die hohe Außenabhängigkeit unserer Wirtschaft habe ich schon genannt, die den Wechselkurs zu einer zentralen Variablen der Wirtschaftspolitik macht.
- Ein weiterer wichtiger Grund ist, daß in einer Aufwertungsphase auch vom Wechselkurs – und nicht nur von einer knapp gehaltenen Geldmenge – spürbare positive

Wirkungen auf die Preisstabilität ausgehen. Angesichts der tatsächlichen Preisentwicklung in den letzten beiden Jahren bedarf dies keines weiteren Belegs. Die möglichen stabilitätspolitischen Fernwirkungen des stärkeren gegenwärtigen Geldmengenwachstums sind keineswegs so sicher ableitbar, daß man schon heute eine geldpolitische Dämpfung der ohnehin schwachen wirtschaftlichen Aktivität riskieren könnte.

Vor allem steht der monetaristische Ansatz einer kausalen und einigermaßen festen Verknüpfung von Geldmengenaggregaten und Preisen, ohne jede Berücksichtigung weiterer Faktoren, entgegen populären und wissenschaftlichen Anschauungen auf zu schwachen Füßen, als daß er solche einschneidenden Entscheidungen tragen könnte.

Unterschiedliche Strukturen der Zunahme der Geldmengenaggregate, auch wenn sie sich zu derselben Summe addieren, können in bezug auf Preisstabilität oder Inflation durchaus Unterschiedliches bedeuten; zumal bei gleichzeitig unterschiedlichen konjunkturellen und weltwirtschaftlichen Kräftekonstellationen.

Eine restriktivere Geldpolitik 1986 und 1987 hätte die von Bonn verfolgte Haushaltskonsolidierung in der dortigen Definition noch mehr erschwert. Bereits bei, gemessen am Geldmengenziel, gelockerter Geldpolitik sind schon 1987 die Steuerschätzungen nicht mehr erfüllt worden. Schon beim gegebenen Kurs war auch bereits 1987 kein Jahr der Haushaltskonsolidierung mehr, und zwar ohne daß in diesem Jahr wie 1986 eine Steuersenkung in Kraft getreten wäre. Es kann in diesem Zusammenhang schließlich auch nicht einfach der Tatbestand übersehen werden, daß bei aller Autonomie der Bundesbank gegenüber der Bundesregierung § 12 BBkG die Bundesbank verpflichtet, unter Wahrung ihrer Aufgaben die allgemeine Wirtschaftspolitik der Bundesregierung zu unterstützen.

Zielkonflikte

Entsprechend § 12 BBkG war auch abzuwägen, daß die Vertrauensstörungen beim Dollar, wenn sie sich ungebremst auf die Höherbewertung der D-Mark hätten auswirken können, noch größere Erschütterungen in das Europäische Währungssystem getragen hätten, als dies bereits der Fall war. Es wird gerade angesichts der Dollar-Unruhen immer wieder auf die Vorteile dieses Festkurssystems für unsere Wirtschaft hingewiesen. Es ist empirisch jedoch mehrfach erwiesen, daß Unruhen aus dem internationalen Bereich auf das EWS übergreifen, da sich die internationalen Attacken einseitig auf die D-Mark konzentrieren. Diese Spannungen können anschließend nur durch EWS-Realignments mit DM-Auf-

wertung gelöst werden. Langfristig könnte diese Verwundbarkeit des EWS durch den Dollar dadurch reduziert werden, daß aus dem EWS eine wirklich einheitliche Währungszone wird. Sie stünde aufgrund ihrer Größe in einem besseren Gleichgewicht zum Dollar. Dafür genügt freilich nicht eine ECU als Parallelwährung zu den nationalen Währungen in der EG. Erforderlich wäre eine echte europäische Einheitswährung anstelle der nationalen Währungen.

Schließlich hat die Bundesbank auch noch ein weiteres Motiv, um zusammen mit Partner-Notenbanken die Volatilität der Wechselkurse zu bremsen und die Amplituden der Schwankungen möglichst einzuengen. Denn sie tragen nicht unbedingt zu einem zügigen Anpassungsprozeß bei. Die sichtbare Teilnahme der Amerikaner an den Interventionen zugunsten des Dollars ist allerdings für die Überzeugung der Märkte besonders wichtig.

Alle Devisenmarktinterventionen führen andererseits nicht zu einem Festkurssystem zurück. Die intervenierenden Notenbanken bleiben im Grundsatz frei, die Grenzen ihrer Intervention selbst zu bestimmen.

Eine Situation mit einem prinzipiellen Konflikt zwischen Geldmengen- und Wechselkursziel ist uns lange erspart geblieben. In der relativ kurzen Phase des deutschen Leistungsbilanzdefizits von 1979 bis 1981 und in der danach bis Anfang 1985 folgenden Phase der DM-Abwertung gegenüber dem Dollar wurde eine Geldmengenkontrolle nicht von außen unterlaufen. Man intervenierte zeitweilig zur Stützung der D-Mark. Solche Interventionen sind geldpolitisch restriktiv. Hohe Zinsen und Zinssenkungserwartungen halten die Liquiditätspräferenz niedrig, bremsen also die Zunahme der Zentralbankgeldmenge. Sie sind gleichzeitig das, was zur Rückgewinnung des Vertrauens in die D-Mark und zur Beendigung eines Abwertungstrends angezeigt ist. Das zur Einhaltung eines Geldmengenziels Erforderliche befindet sich in dieser Situation also in Übereinstimmung mit dem Wechselkursziel. Erst 1986, verstärkt jedoch 1987, ist dann der Gegensatz zwischen Geldmengen- und Wechselkursziel mit aller Deutlichkeit zutage getreten.

Prinzipielle Fragen

Eine Frage von besonderer Bedeutung ist, ob es angesichts der Unsicherheit der Märkte und der sonstigen Ausgangslage in der Währungs- und Finanzpolitik Anfang 1988 seitens der Bundesbank zweckmäßig ist, das stabilitätspolitisch Gewollte der Öffentlichkeit wiederum durch die Bekanntgabe eines Geldmengenziels zu vermitteln. Die Antwort möchte ich auf zwei Ebenen geben:

Man konnte unabhängig von den Zielverfehlungen der letzten beiden Jahre schon früher der Meinung sein, das Konzept der Geldmengensteuerung rechtfertige wissenschaftlich nicht den Geltungsanspruch, den es erhebt. Das Interesse der Öffentlichkeit so gut wie ausschließlich auf die Zentralbankgeldmenge als das zu konzentrieren, worauf es bei einer stabilitätsbewußten Geldpolitik ankommt, verkürzte nach dieser Meinung schon immer eine hinreichend umfassende Information über die geldpolitische Lage. Diese Information kann die Zentralbankgeldmenge allein nicht geben. Nur auf einer umfassenderen Grundlage wäre aber der notwendige öffentliche Rückhalt für die Geldpolitik zu erreichen. Formulierung und Veröffentlichung des Geldmengenziels als Zwischenziel werden zu leicht als Ausdruck einer Gewißheit über die Transmission von geldpolitischen Instrumenten zur Geldwertstabilität als dem eigentlichen Ziel geldpolitischen Handelns mißverstanden. Diese Gewißheit gibt es gerade in einer offenen Volkswirtschaft jedoch nicht.

So sehr natürlich unverändert der Ausspruch „money matters“ gilt, so wenig stabil sind die Beziehungen zwischen den gemessenen Geldmengenaggregaten und der effektiven Nachfrage. Auf diese Beziehungen kommt es letztlich für eine Gefährdung der Preisstabilität aber an. In den letzten Jahren bewegte die Zunahme der Geldaggregate immer weniger Nachfrage und Anstieg des Bruttosozialprodukts. Das ist vielleicht auch wenig erstaunlich. Denn mit der Kreditexpansion unseres Bankensystems werden seit 1985 in zunehmendem Maße nicht Ausgabenüberschüsse inländischer Nichtbanken finanziert, sondern des Auslands, vereinfacht ausgedrückt also z. B. des amerikanischen Staates. Das kann aber für die inlandswirksame Nachfrage bei uns nicht dasselbe bedeuten wie eine von deutschen Unternehmen getragene Kreditexpansion.

Besonders deutlich wird dies bei der Zunahme der Nettoforderungen der Bundesbank gegenüber dem Ausland, der unmittelbar Zentralbankgeld gegenübersteht. Diese Netto-Aktiva wuchsen zwischen 1979 und 1984 nur in einem Jahr, nämlich 1981 um rund 3 Mrd. DM. Sie nahmen 1985 sodann lediglich um rund 1,3 Mrd. DM zu. 1986 beschleunigte sich die Zunahme jedoch auf 6 Mrd. DM, 1987 sogar auf 42 Mrd. DM.

Das ist in der geldpolitischen Wirkung und Bewertung in bezug auf Nachfrage und inländische Preisentwicklung etwas fundamental anderes als eine entsprechende Zunahme der Aktiva des Bankensystems gegenüber inländischen Nichtbanken, die gleichbedeutend mit der inländischen Kreditexpansion ist.

Dies sind prinzipielle Fragen an das Geldmengenkonzept überhaupt, die bis heute auch wissenschaftlich kontrovers beantwortet werden.

Fragwürdiges Geldmengenziel

Bezogen auf die aktuelle Ausgangslage Anfang 1988 kann man noch aus anderen Gründen fragen, ob ein Geldmengenkonzept der Geldpolitik die richtigen Handlungsanweisungen zu geben vermag; ob also eine vorfiizierte Selbstbindung den geldpolitischen Instanzen situationsgerechtes Handeln in unvorhersehbaren Situationen erleichtert. Dies gilt besonders, wenn zusätzliche Volatilität und Unruhe an den Finanzmärkten im gegenwärtigen Ausmaß anhalten.

Allzu nahe liegt natürlich der Hinweis, daß gerade in einer solchen Lage sichere Orientierung erforderlich ist. Aber selbst von denen, die aus diesem Grund die Fortsetzung des bisherigen Verfahrens fordern, weisen viele darauf hin, daß ein neuer Geldmengenbeschluß von vornherein die Abweichung vom Ziel als zulässig vorsehen müsse.

Was bleibt unter solchen Ausgangsprämissen von der verlangten zuverlässigen Orientierung übrig? Schafft nicht gerade das nicht eingehaltene, aber auch nicht einzuhaltende Ziel überhaupt erst ein Glaubwürdigkeitsproblem? Ursprünglich wollte man mit der Zielvorgabe die Glaubwürdigkeit der Bundesbankpolitik stärken.

Ist nicht etwas Nachdenkenswertes an der Vermutung, das nicht eingehaltene Ziel der Jahre 1986 und 1987 habe einer unbegründeten Inflationserwartung Auftrieb gegeben, die anders angesichts der tatsächlichen, aber auch der voraussehbaren Entwicklung gar nicht ins Blickfeld getreten wäre? Und wahrscheinlich zu Recht nicht ins Blickfeld getreten wäre.

Das nicht eingehaltene Ziel hat damit aber auch Zinsauftriebserwartungen Nahrung gegeben, die sich zwar ebenfalls nicht erfüllt haben, die einer stärkeren Geldkapitalbildung und damit einer Dämpfung der Zunahme der Geldaggregate jedoch ebenso hindernd im Weg standen wie einer Normalisierung der hohen Liquiditätspräferenz.

Skepsis gegenüber einem veröffentlichten Geldmengenziel gründet sich speziell auf voraussichtlich weiterhin volatile Währungsmärkte mit der Notwendigkeit zur internationalen währungspolitischen Zusammenarbeit. Hierfür genügt schon, daß sich – wenn auch nur temporär – die Währungspräferenzen international erneut stärker zur D-Mark verlagern. Auch die Bundesbank muß aber international kooperationsfähig bleiben.

Notwendige Nachfrageimpulse

Mit der jetzt absehbaren sprunghaften weiteren Zunahme der Defizite öffentlicher Gebietskörperschaften in der Bundesrepublik wird der Anpassungsprozeß nach allen eher skeptisch gefärbten Konjunkturerwartungen nicht so unterstützt und der Wechselkursmechanismus nicht so entlastet, wie ich dies vorher gefordert habe. Die Finanzierungsdefizite der Gebietskörperschaften werden sich 1988 auf voraussichtlich mindestens 3½ % des Bruttosozialprodukts belaufen und damit relativ größer sein als ursprünglich erst für 1990 (nach der dritten Stufe der Steuersenkung) geplant war. Es handelt sich hierbei dennoch nur um die Kompensation von Einnahmeausfällen (Bundesbankgewinn und Steuern). Damit werden noch keine zusätzlichen Nachfrageimpulse gegeben, wie sie m. E. nötig wären. Damit beteiligt sich weder der Staat stärker an der Absorption des Waren- und Dienstleistungsangebots, noch ermöglicht er dies anderen inländischen Sektoren in einem stärkeren Maße, als dies ursprünglich für 1988 vorgesehen war. Da man nicht rechtzeitig das Notwendige getan hat, wird es jetzt wegen der ohnehin größeren Budgetdefizite aber noch schwieriger, das Richtige zu tun. Man wird sich jetzt sogar sehr sorgfältig bemühen müssen, in den nächsten Monaten ein wirtschaftspolitisches Klima zu erhalten, das die privaten Haushalte ermutigt, mehr zu konsumieren – wie von ihnen erwartet – anstatt ihre Sparquote zu erhöhen. Andernfalls würde auch diese entscheidende Stütze der Inlandsnachfrage geschwächt werden.

Einen Verzicht auf Preisstabilität als Ziel der Geldpolitik könnte ich in einem Verzicht auf die öffentliche Bekanntgabe des Geldmengenzieles nicht sehen. Die Deutsche Bundesbank hatte sich ihren guten Ruf in der Stabilitätspolitik bereits lange erworben, bevor sie Ende 1974 – auch einem gewissen Zeitgeist Tribut leistend – zu dieser Form der Zielankündigung übergegangen ist. Seitdem hat sich auch bei vielen Partnerländern in der Handhabung der Geldmengenziele manches wieder geändert. Eine Ernüchterung gegenüber dem Monetarismus ist allgemein. Auch ein Land wie Japan, das diese Politik des „targeting“ bis heute nicht verfolgt, hat seit Jahren auf dem Gebiet der Preisstabilität keine schlechteren Ergebnisse aufzuweisen als die Bundesrepublik.

Stabilitätspolitik ist im Zeitalter vernetzter und noch interdependenter gewordener Finanzmärkte nicht unmöglich geworden. Sie wurde jedoch schwieriger und entzieht sich jetzt erst recht einfachen Formeln. Sie wird mit der Rückkehr zu einem besseren Leistungsbilanzgleichgewicht zwischen den großen Volkswirtschaften vielleicht aber auch wieder leichter werden.