

Filc, Wolfgang

Article — Digitized Version

Bundesbank, Konjunktur und EWS

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Filc, Wolfgang (1993) : Bundesbank, Konjunktur und EWS, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 73, Iss. 9, pp. 461-468

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/137043>

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.

Wolfgang Filc

Bundesbank, Konjunktur und EWS

Die Bundesbank setzt ihre Politik der schrittweisen Senkungen der Leitzinssätze fort. Professor Dr. Wolfgang Filc plädiert demgegenüber für kräftige Zinssenkungen der Bundesbank als Maßnahme zur Rezessionsbekämpfung und Stärkung der wirtschaftlichen Integration in Europa.

Das Europäische Währungssystem ist mit der Erweiterung der Bandbreite für Wechselkursschwankungen auf 30% faktisch suspendiert worden. Der Abschied von einem Währungssystem der EG-Länder und von festen Wechselkursen sowie die Kapitulation der Zentralbanken vor der Spekulation auf eine Aufwertung der D-Mark im Kernbereich des EWS, die vor dem Hintergrund des gegenwärtigen und künftigen absehbaren makroökonomischen Umfeldes nicht zu rationalisieren ist, läßt die im Maastrichter Vertrag avisierte Währungsunion als kaum noch realisierbar erscheinen. Kommentatoren des Zusammenbruchs des EWS betonen, daß durch die Flexibilisierung der Wechselkurse die Orientierung der Geldpolitik an harten binnenwirtschaftlichen Notwendigkeiten und nicht länger an vagen europapolitischen Vorstellungen wieder möglich sei¹. War die Ausweitung der Bandbreiten der notwendige Befreiungsschlag, um bei der Gestaltung der Geldpolitik zunehmenden Divergenzen zwischen den EWS-Ländern Rechnung tragen zu können?

Der Zusammenbruch des EWS

Auslösend für den Zusammenbruch des EWS war die Entscheidung des Zentralbankrats der Deutschen Bundesbank vom 29. 7. 1993, den Diskontsatz unverändert zu lassen, begründet mit dem immer noch hohen Preisauftrieb und einer zu starken, maßgeblich von der Expansion von Bankkrediten bestimmten Wachstumsrate der Geldmenge M3. Gab es aber im Juli 1993 und gibt es jetzt, nach dem Kollaps des EWS, tatsächlich einen unauflösbaren Widerspruch, der der Bundesbank kräftige Zins-

senkungen verwehrt – geboten aus der Sicht von Partnerländern Deutschlands im EWS, aber inflationsfördernd in Deutschland?

Noch wenige Wochen vor dem Zusammenbruch des EWS schien manchem die Leitwährungsfunktion der D-Mark im EWS in Gefahr geraten zu sein². Mit der zeitweiligen Beruhigung der Kursentwicklung im EWS ab Mai wurden in vielen EG-Ländern im Zuge konzertierter Aktionen der Zentralbanken unter Führung der Banque de France mehrfach Zinssätze für die Zentralbankgeldversorgung zurückgenommen. Die Serie von Leitzinssenkungen, die sich bis Ende Juni fortsetzte, drückte die kurzfristigen Zinssätze in vielen europäischen Ländern unter jene in Deutschland. Erstmals seit Inkraftsetzung des EWS sank die Verzinsung kurzfristiger ECU-Guthaben an den Euromärkten unter die entsprechenden Sätze für Euro-DM.

Zusammen mit einer geringfügigen Abschwächung des Kurses der D-Mark gegenüber Währungen im Kernbereich der EG im Mai und Juni wurde dies als Anzeichen gewertet, daß die D-Mark auf dem Rückzug sei und die Ankerfunktion im EWS auf den französischen Franc überginge.

Zinssenkungen schienen den Zentralbanken in den meisten EG-Ländern geboten, weil dies als Auffanglinie für die abstürzende Konjunktur erachtet wurde. Der Rückfall des Franc-Kurses im Juli setzte ein, nachdem ein staatliches Konjunkturforschungsinstitut in Frankreich

¹ Vgl. „Wir brauchen die Spekulation“, Interview mit Rüdiger Dornbusch über die Turbulenzen im EWS, in: Der Spiegel vom 9. August 1993, wiederabgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 55, 11.8.1993, S. 10 f.

² Vgl. das Zeitgespräch: Die Leitwährungsrolle der D-Mark im EWS, mit Beiträgen von O. Issing, P. Bofinger und K. Friedrich/A. Unterberg, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 73. Jg. (1993) H. 8, S. 395 ff.

Prof. Dr. Wolfgang Filc, 50, lehrt Volkswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Geld, Kredit, Währung an der Universität Trier.

gemeldet hatte, daß für 1993 mit einem Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts um 1,3% und mit einem Anstieg der jahresdurchschnittlichen Arbeitslosenquote auf 12,5% gerechnet wird. Zum Vergleich: 1992 verzeichnete Frankreich ein Wirtschaftswachstum von 1,3% und eine Arbeitslosenquote von 10%. Devisenmarktteilnehmer interpretierten diese neue Schätzung offenbar dahingehend, daß die Möglichkeiten von Zentralbanken anderer EWS-Länder, sich von den Geldmarktsätzen in Deutschland abzukoppeln, ausgeschöpft sei. Eine weitere Zinssenkung in Europa, so wurde deutlich, setzt bei festen Wechselkursen eine Zinssenkung der Bundesbank voraus.

Verantwortung für das Festkurssystem

Die Ereignisse unterstreichen die besondere Verantwortung der deutschen Geldpolitik über die Bundesrepublik hinaus für Europa und für das EWS. Die Leitzentralbank eines Festkurssystems muß internationale Verantwortung erkennen, und sie hat sie zu übernehmen. Geschieht dies nicht, so kann ein Festkurssystem auf Dauer nicht bestehen³.

In dem Bericht des EG-Währungsausschusses und des Komitees der Zentralbankpräsidenten zur Krise des EWS im Herbst 1992 wird betont, daß die Glaubwürdigkeit des Festkurssystems wiederherzustellen und zu festigen sei. Glaubwürdige Leitkurse im EWS sind aber, so ist zu ergänzen, nur mit einem glaubwürdigen Gesamtkonzept der Wirtschaftspolitik zu erreichen. Daran fehlt es offenbar. Europa darf nicht zu einer Inflationgemeinschaft werden. Dies wurde inzwischen allgemein akzeptiert und in Wirtschaftspolitik umgesetzt. Aber Europa darf auch nicht zu einer Depressiongemeinschaft werden. Deshalb sind die Freiräume der Wirtschaftspolitik zu nutzen, um einen weiteren Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität in der Gemeinschaft aufzuhalten und den Boden für einen Aufschwung vorzubereiten. Das dient auch der Stabilisierung der Wechselkurse im EWS.

Die Finanzpolitik ist, auch als Folge hochschnellender konjunkturbedingter Defizite der Staatshaushalte, in keinem EG-Land in der Lage, stabilisierend auf die Konjunktur einzuwirken. Gefragt ist deshalb, seit geraumer Zeit und nun immer dringender werdend, die Geldpolitik. Kräftige Zinssenkungen sind nötig. Die Initiative hierfür hat von der Bundesbank auszugehen. Das entspricht nicht allein den wirtschaftlichen Problemlagen in unseren Partnerländern, sondern ist auch aus der Perspektive der Bundesrepublik notwendig. Freilich wäre mit einer Zins-

senkung wenig gewonnen, würde dies zu einem Wiederaufleben der Inflation führen. Das ist die hauptsächliche Befürchtung der Deutschen Bundesbank.

Schwächetendenzen der D-Mark?

Die Bundesbank wies im Vorfeld des Zusammenbrechens des EWS das Ansinnen, durch einen kräftigen Zinsrückschnitt einen Beitrag zur Stabilisierung der Wechselkurse im EWS und der Konjunktur zu leisten, mit dem Hinweis auf eine im Frühjahr zu verzeichnende gewisse Schwäche der D-Mark an den Devisenmärkten und auf ein mögliches Aufleben von Inflationserwartungen mit ihren Auswirkungen auf die langfristigen Zinssätze zurück: „Für die Geldpolitik kommt es in dieser Situation darauf an, durch behutsames Vorgehen Rückschläge am Kapitalmarkt zu vermeiden. Dabei muß zusätzlich die Stimmungslage auf den Devisenmärkten, die sich zeitweise gegen die D-Mark zu drehen drohte, mitberücksichtigt werden... Darüber hinaus würde eine Abschwächung der D-Mark auf den Devisenmärkten über steigende Importpreise die Stabilisierung des Preisniveaus in Deutschland erschweren, was ebenfalls den Kapitalmarkt belasten würde.“⁴ Kurzum: Eine kräftige Zurücknahme von Leitzinssätzen birgt in dieser Sichtweise die Gefahr einer D-Mark-Schwäche, eines zunehmenden Preisauftriebs und steigender langfristiger Zinssätze.

Eine Abwertung der D-Mark im Gefolge kräftiger Zinssenkungen der Bundesbank wäre aber allein dann in Betracht gekommen, wenn die Zentralbanken anderer Länder Europas nicht gefolgt wären. Die mehrfachen konzertierten Zinssenkungen in europäischen Ländern und zahlreiche Aufforderungen an die Adresse der Bundesbank, ihre Zinssätze zu senken, hätten aber deutlich gemacht haben sollen, daß diese Einschätzung grundlos war. Vielmehr wurde die Bundesbank gedrängt, ihrer Leitfunktion in Europa in der gegenwärtig schwierigen gesamtwirtschaftlichen Situation nachzukommen. Aber die Bundesbank verweigerte sich.

Kontroverse Zinspolitik

1992 wurde das Geldmengenziel der Bundesbank in einem Rekordausmaß verfehlt. Nach der Wiederherstellung der deutschen Einheit wird wie zuvor von der Bundesbank die Angemessenheit ihrer Zielgröße und ihres Konzeptes der mittelfristigen Steuerung der Geldmenge M3 betont, und Zielverfehlungen werden auf vielfältige

³ Vgl. M. Carlberg: Geldpolitik bei hoher Kapitalmobilität, in: C. Köhler, R. Pohl (Hrsg.): Währungspolitische Probleme im integrierten Europa, Berlin 1991, S. 153 ff.

⁴ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1993, S. 15.

⁵ Empirische Überprüfungen zeigen dagegen, daß M3 mit der deutschen Einheit an Informationsgehalt eingebüßt hat. Vgl. J. von Hagen: Monetary Union, Money Demand and Money Supply, in: European Economic Review, Vol. 37, Nr. 4, Mai 1993, S. 803 ff.

und allein temporär wirksame Sonderfaktoren zurückgeführt⁵. Zudem spielt die Zinsentwicklung in der Interpretation monetärer Bedingungen durch die Bundesbank eine untergeordnete Rolle.

Konsistent ist dies deshalb, weil die Konzeption der Bundesbank an der mittelfristigen Expansion der Geldmenge M3 orientiert ist und die von ihr zu kontrollierenden Zinssätze Instrumentenvariable sind, nicht monetäre Zielgröße. Sofern Stellung zur Zinsentwicklung im Zusammenhang mit der Konjunktur genommen wird, so beschränkt sich die Bundesbank auf den Kapitalmarktzins, und sie betont den Beitrag einer glaubwürdigen Stabilitätspolitik für ein niedriges Zinsniveau am Kapitalmarkt: „Vor allem im Vertrauen darauf, daß der Geldpolitik die Rückführung der Preissteigerungsrate auf ein akzeptables Niveau gelingt, sind die langfristigen Zinsen von Mitte letzten Jahres bis zum März 1993 um mehr als 2 Prozentpunkte gesunken.“⁶ Die Bundesbank betont ferner, daß die Umlaufrendite öffentlicher Anleihen bis Juni 1993 auf den niedrigsten Stand seit Ende 1988 zurückgeführt wurde. Darüber hinaus ist der unter Abzug des laufenden Preisanstiegs für die Lebenshaltung ermittelte „Realzins“ auf etwa 2,5% gesunken, ein Zinstief, das seit Beginn der siebziger Jahre nur selten und kurzzeitig unterboten wurde (vgl. Schaubild 1).

Wozu dann die Aufregung um eine vermeintlich restriktive Zinspolitik der Bundesbank, wenn es „vor allem auf günstige langfristige Finanzierungsbedingungen ankommt“⁷? Die Kontroverse um die Zinspolitik der Bundesbank hat über den europapolitischen Aspekt hinaus mehrere binnenwirtschaftlich angelegte Ursachen:

□ Erstens ist die Umlaufrendite öffentlicher Anleihen wenig aussagekräftig für die Zinskonditionen, zu denen den Unternehmen Bankkredite zur Verfügung gestellt werden. Zudem ist es zumindest umstritten, welche Aussagekraft ein „realer“ Zinssatz für Finanzierungsbedingungen des Unternehmenssektors haben soll, der durch Ab-

zug eines Preisanstiegs für die Lebenshaltung von der Umlaufrendite am Anleihemarkt ermittelt wird, während die Absatzpreise auf der Produzenten- oder Großhandelsstufe aber nicht steigen, sondern sinken.

□ Zweitens bedarf es eines Maßstabs, ob das Zinsniveau, gleich ob in nominaler oder realer Rechnung, hoch ist. Eine derartige Bewertung ist vor dem Hintergrund der konjunkturellen Situation und der Ertragslage von Unternehmen vorzunehmen.

□ Drittens ist es fraglich, ob Zinssätze für Bankkredite mit langen Laufzeiten einen guten Schätzwert der Zinskonditionen für Bankkredite an den Unternehmensbereich insgesamt darstellen.

Restriktive Finanzierungsbedingungen

Wird nach einem Maßstab gesucht, um die Zinshöhe beurteilen zu können, so ist die konjunkturelle Entwicklung, hierbei insbesondere die Produktionstätigkeit ihres Hauptträgers, des Produzierenden Gewerbes, zu betrachten. Ausschläge von Indexwerten der Produktion sind im Verarbeitenden Gewerbe weit ausgeprägter als Veränderungen der Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts. Folgt man der Annahme der Bundesbank, daß der um die Preissteigerungsrate für die Lebenshaltung verminderte Kapitalmarktzins einen guten Indikator für „reale“ Zinskosten im Produzierenden Gewerbe darstellt – eine These, die bei einer Preissteigerungsrate der Lebenshaltung von 4,3%, aber konstanten Erzeugerpreisen gewerblicher Produkte im Juli 1993 nicht unumstritten sein kann –, so sind dem „reale“ Erträge des Sachkapitals gegenzurechnen, um die „reale“ Nettobelastung einer Kreditfinanzierung abzuschätzen. Sie läßt sich mit der Differenz zwischen „realem“ Zinssatz und Veränderungsrate der Produktion gegenüber dem Vorjahr als

⁶ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1993, S. 15.

⁷ Ebenda.

Carl-Christoph Hedrich

Die Privatisierung der Sparkassen

Ein Beitrag zu den institutionellen Problemen der Deregulierung

Den vielfältigen Tendenzen, staatliche Wirtschaftseingriffe zu verstetigen oder auszuweiten, müssen in einer Marktwirtschaft begrenzende, deregulierende Kräfte entgegenwirken. Das gilt namentlich für das Sparkassenwesen, das als ein institutionelles Subsystem mit anderen Regulierungssystemen – z.B. dem Kredit- und Kommunalwesen – in enger Verbindung steht. Der Verfasser arbeitet heraus, daß die Deregulierungsprobleme gerade in solchen Bereichen sowohl unter ökonomischen (insbesondere: wettbewerbspolitischen) als auch unter rechtlichen Aspekten angegangen werden müssen. Aufgrund einer umfassenden, institutionellen Analyse kommt die Untersuchung zu dem Ergebnis, daß Rechtfertigungsgründe für die weitere Existenz kommunaler Sparkassen in Deutschland nicht mehr gegeben sind und damit eine Privatisierung nicht nur zulässig, sondern aus wirtschaftlichen und rechtlichen Gründen sogar geboten ist. Es werden konkrete Vorschläge für eine echte „materielle“ Privatisierung der Sparkassen gemacht.

1993, 402 S., geb., 78,- DM, ISBN 3-7890-2927-0
(Wirtschaftsrecht und Wirtschaftspolitik, Bd. 129)



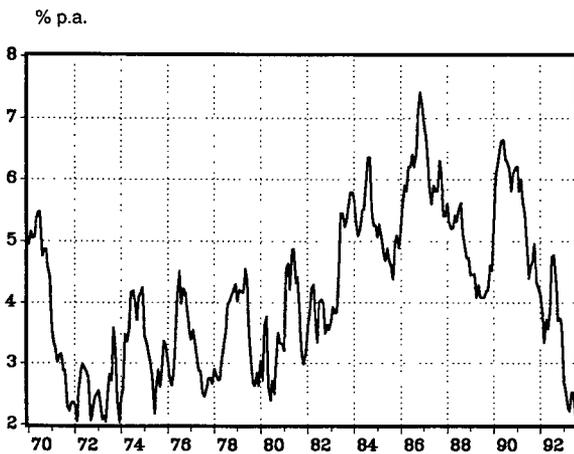
Nomos Verlagsgesellschaft • 7570 Baden-Baden



Maßstab zusätzlicher Erträge aus Sachkapital approximieren.

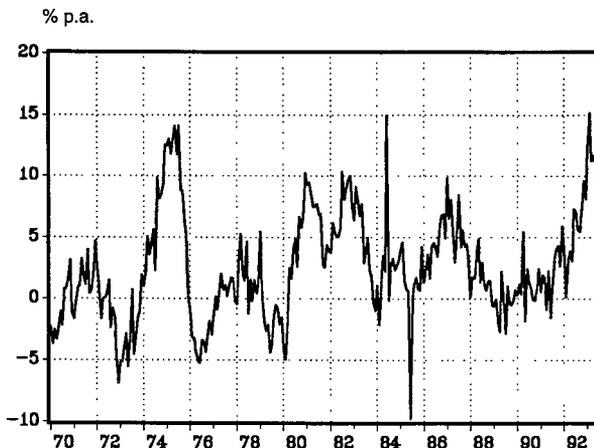
Bei guter Konjunktur und geringer „realer“ Nettobelastung des Produzierenden Gewerbes aus einer Kreditfinanzierung sollte der „reale“ Zinssatz deshalb nicht wesentlich höher sein als die Zuwachsrate der Produktion.

Schaubild 1
„Realer“ Kapitalmarktzins



Quelle: Deutsche Bundesbank.

Schaubild 2
„Realer“ Kapitalmarktzins abzüglich Veränderungsrate der Produktion im Produzierenden Gewerbe gegenüber dem Vorjahresmonat



Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen.

Entsprechend wächst die „reale“ Belastung von Produktionsunternehmen aus der Kreditfinanzierung, je geringer bei gegebenem „realen“ Kapitalmarktzins der Produktionszuwachs ausfällt. In Schaubild 2 ist dieser Zusammenhang in Form von Differenzen zwischen preissteigerungsbereinigtem Kapitalmarktzins und Veränderungsrate der Produktion gegenüber dem Vorjahr dargestellt.

Dem Schaubild ist zu entnehmen, daß bei guter Konjunktur, so in den Jahren 1988 bis 1991, die Produktionszuwächse annähernd mit dem „realen“ Kapitalmarktzins übereinstimmen. Es zeigt sich aber auch, daß seit Beginn der siebziger Jahre der Abstand zwischen preissteigerungsbereinigtem Kapitalmarktzins und Veränderungsrate der Produktion niemals so hoch war wie am aktuellen Rand, sieht man von der streikbedingten Spitze 1984 einmal ab. Nimmt man also, der Bundesbank folgend, den „realen“ Kapitalmarktzins als Indikator möglicher konjunktureller Wirkungen von Finanzierungsbedingungen wirtschaftlicher Aktivität, so lautet das Ergebnis „Rekordtief des Zinsniveaus“. Wird aber bedacht, daß auch niedrige „reale“ Zinsen aus Erträgen der Produktion erwirtschaftet werden müssen, so lautet das Ergebnis genau umgekehrt: Niemals zuvor waren die Finanzierungsbedingungen für Produktionsunternehmen in Deutschland restriktiver als in jüngster Zeit.

Bremskurs der Bundesbank

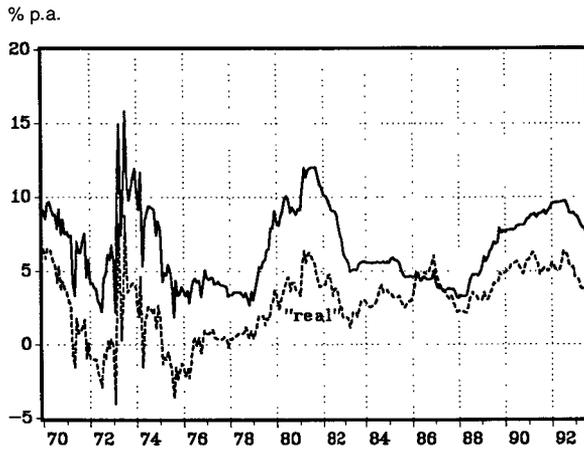
Die Geldpolitik kann keinen „Schalter“ bedienen, der zu konjunkturverträglichen langfristigen Zinssätzen führt, nicht nominal, und erst recht nicht in realer Rechnung. Die Bühne der Zentralbank ist der Geldmarkt; die Bundesbank setzt den Tagesgeldsatz fest. Seit September 1992 hat die Bundesbank bis Juli 1993 den Tagesgeldsatz um zwei Prozentpunkte zurückgeführt. Ist das nicht ein angemessener Schritt, um „durch behutsames Vorgehen Rückschläge am Kapitalmarkt zu vermeiden“⁸?

Im Schaubild 3 sind die monatlichen Durchschnittswerte des Tagesgeldsatzes und – weil die Bundesbank häufig mit „realen“ Zinssätzen argumentiert – die um die Preissteigerungsraten für die Lebenshaltung gekürzten Tagesgeldsätze, also „reale“ Tagesgeldsätze, ausgewiesen. Nur einmal seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen gegenüber dem Dollar im März 1973, in der Phase von Frühjahr 1981 bis zum Jahresbeginn 1982, hatte die Bundesbank höhere Tagesgeldsätze durchgesetzt als durchgehend seit 1990. Und die preissteigerungsbereinigten „realen“ Tagesgeldsätze verharrten von Beginn des Jahres 1990 bis Ende 1992 bei 5%. Eine zinspoliti-

⁸ Ebenda.

Schaubild 3

Nominaler und „realer“ Zinssatz für Tagesgeld



Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen.

sche Restriktion der Bundesbank in dieser Härte und von dieser Dauer hat es bislang noch nicht gegeben.

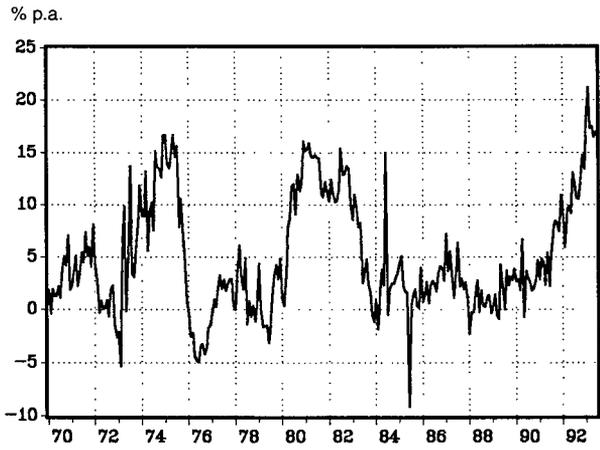
Dieser Eindruck wird bestätigt, wenn die Differenzen zwischen den Zinssätzen für Tagesgeld und den Veränderungsrate der Produktion im Produzierenden Gewerbe gegenüber dem Vorjahr betrachtet werden (vgl. Schaubild 4). Der Bremskurs der Bundesbank war noch niemals so scharf wie seit Beginn des Jahres 1992, wenn zinspolitischen Maßnahmen der Bundesbank und damit Variationen des Tagesgeldsatzes eine konjunkturelle Relevanz beigemessen werden.

Diese Interpretation paßt nicht in das Konzept der Bundesbank. Sie orientiert sich am Geldmengenwachstum und mißt die Zinswirkungen ihrer Maßnahmen für den Nichtbankenbereich am „realen“ Kapitalmarktzins. Eine Reihe empirischer Untersuchungen unter Verwendung von Daten der USA und der Bundesrepublik Deutschland haben aber gezeigt, daß Variationen des Tagesgeldsatzes einen weitaus stärkeren Zusammenhang mit Veränderungen der güterwirtschaftlichen Aktivität, etwa gemessen an Produktion, Auftragseingängen oder Arbeitslosenquote, aufweisen als Variationen langfristiger Zinssätze oder das Wachstumstempo monetärer Aggregate, so der Geldmenge in verschiedenen Abgrenzungen⁹. So gesehen ist der konjunkturelle Absturz in Deutschland

⁹ Vgl. C.A. Sims: Interpreting the macroeconomic time series facts. The effects of monetary policy, in: European Economic Review, 36 (1992), S. 975 ff.; B.S. Bernanke, A.S. Blinder: The Federal Funds Rate and Channels of Monetary Transmission, in: American Economic Review, Vol. 82 (1992), Nr. 4, S. 905 ff.; W. Filc: Monetäre Fundierung einer angebotsorientierten Stabilisierungspolitik, in: Konjunkturpolitik, 38. Jg. (1992), H. 5/6, S. 316 ff.

Schaubild 4

Tagesgeldsatz abzüglich Veränderungsrate der Produktion im Produzierenden Gewerbe gegenüber dem Vorjahresmonat



Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen.

in die tiefste bislang zu verzeichnende Rezession auch im Zusammenhang mit einer übersteuernden zinspolitischen Restriktion der Bundesbank zu sehen. Davon unberührt bleibt, daß es bis in das Frühjahr 1992 hinein gute Gründe für eine Hochzinspolitik gab, die in einem nicht stabilitätskonformen Verhalten von Finanzpolitik und Einkommenspolitik angelegt war.

Orientierung am falschen Indikator

Die Bundesbank stellt unmittelbare konjunkturelle Effekte, die von ihren zinspolitischen Maßnahmen ausgehen, in Abrede. Sie verweist in diesem Zusammenhang auf den geringen Anteil von Bankkrediten mit kurzen Laufzeiten an den gesamten Ausleihungen der Geschäftsbanken. 1992 hatten kurzfristige Bankdarlehen einen Anteil von 17% am gesamten Kreditbestand der Kreditinstitute, während 74% lange Bindungsfristen aufwiesen (vgl. Tabelle 1).

Diese Fristenstruktur der Bankausleihungen ist aber nicht aussagekräftig, um konjunkturelle Effekte von Leitziinsänderungen abzuschätzen. Hierzu ist es erforderlich, die Mittelbereitstellung der Banken an das Ausland, den öffentlichen Sektor und an private Haushalte auszugrenzen, sich also auf die Kreditbereitstellung an inländische Unternehmen und Selbständige als hauptsächliche Akteure im Konjunkturgeschehen zu beschränken. Hierbei zeigt sich, daß immerhin 28% aller Bankkredite eine kurze Laufzeit aufweisen und 11% eine mittlere Frist. Zudem sagt eine langfristige Kreditusage nichts über Zinsbindungsfristen. So ist es möglich, daß ein erheblicher, aus den Statistiken der Bundesbank nicht ermittelbarer

Tabelle 1

Kredite der Kreditinstitute an Nichtbanken nach Laufzeiten und Schuldnergruppen 1992

Schuldnergruppe	Laufzeiten			
	1 insgesamt (in Mrd. DM)	2 kurzfristig (% von 1)	3 mittelfristig (% von 1)	4 langfristig (% von 1)
Nichtbanken (insgesamt)	3693	17	9	74
Inländische Nichtbanken	3475	17	5	78
Inländische Unternehmen und Selbständige	1728	28	11	61

Quelle: Deutsche Bundesbank.

Anteil langfristiger Kredite an den Unternehmensbereich mit Zinsanpassungsklauseln versehen ist. Zusammengekommen könnte dies ein Grund dafür sein, daß kurzfristigen Zinssätzen, die von der Bundesbank dominiert werden, eine stärkere Bedeutung für die konjunkturelle Entwicklung beizumessen ist als der Umlaufrendite öffentlicher Anleihen oder dem „realen“ Kapitalmarktzins.

Diese Einschätzung wird dadurch unterstrichen, daß Geschäftsbanken im letzten Jahrzehnt ihr Verhalten bei der Stellung von Zinskonditionen im Kreditgeschäft verändert haben. Waren früher Diskontsatz und Lombardsatz nicht nur die Leitzinssätze der Bundesbank, sondern auch die Basissätze für die Zinsstellung von Geschäftsbanken, so sind Kreditinstitute seit Übergang der Bundesbank zur Steuerung des Geldmarktes vornehmlich über Wertpapierpensionsgeschäfte im Jahre 1985 zunehmend von diesem Muster abgewichen. Ziel der Bundesbank war es, eine größere Flexibilität der Geldmarktzinssätze im Bereich zwischen Diskontsatz und Lombardsatz zu erreichen. Geschäftsbanken folgten dem und gingen zu einer größeren Flexibilisierung der Zinssätze im Kreditgeschäft über. Seitdem gewinnt bei Geschäftsbanken die „Marktzinsmethode“ an Gewicht, also die Zinsstellung auf der Grundlage von Refinanzierungsbedingungen am Geldmarkt, zumeist orientiert am Einmonats- bzw. Dreimonats-Geldmarktsatz, der wiederum an dem von der Bundesbank bestimmten Tagesgeldsatz hängt¹⁰.

Diese Änderung des Bankenverhaltens ist ein weiterer Grund dafür, Zinsänderungen für Tagesgeld einen stärkeren

konjunkturellen Impuls beizumessen als Variationen des nominalen oder „realen“ Kapitalmarktzinses. Dann aber ist es unumgänglich, die von der Bundesbank fixierten Tagesgeldsätze in den Mittelpunkt der Interpretation geldpolitischer Maßnahmen und ihrer konjunkturellen Wirkungen zu rücken und nicht das Wachstum der Geldmenge oder den Kapitalmarktzins, nominal oder „real“. Die Bundesbank sieht das anders. Sie begründet ihre zögernden Zinsermäßigungen wie folgt: „Damit dient sie nicht nur der Preisstabilität, sondern auch einem angemessenen und dauerhaften Wirtschaftswachstum, für das es – ohne den Einfluß der kurzfristigen Zinsen in Abrede stellen zu wollen – vor allem auf günstige langfristige Finanzierungsbedingungen ankommt.“¹¹

In der hier vertretenen Interpretation ist die Orientierung der Bundesbank am langfristigen Zins überholt. Der Tagesgeldsatz ist seit langem zu hoch. Das Hinauszögern eines kräftigen Rückschnitts der Zinssätze für die Zentralbankgeldversorgung ist ein wesentliches Hindernis für ein Stoppen des Produktionsrückgangs. Zu fragen ist, welche Tagesgeldsätze angesichts der konjunkturellen Situation angemessen wären. Zu fragen ist ferner, ob eine kräftige Leitzinssenkung der Bundesbank zu erneuten Gefährdungen der Preisstabilität führen könnte.

Ungünstige Konjunkturaussichten

Die westdeutsche Industrie befindet sich in der tiefsten Rezession der Nachkriegszeit; die Talfahrt der Konjunktur übertrifft noch das Ausmaß der bislang schärfsten Rezession der Jahre 1974/75 im Gefolge der ersten Ölpreiskrise. Betrug damals der Rückgang der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe gegenüber dem Vorjahr 4%, so wird für das laufende Jahr mit einer Einschränkung der Produktion dieses Bereichs von 9% gerechnet. Produktion und Investition werden von Industrieunternehmen weiter zurückgeführt, also der verschlechterten Auftragslage angepaßt. Der Personalabbau wird intensiviert – innerhalb eines Jahres sank die Zahl der Beschäftigten um eine halbe Million, und in fast gleichem Ausmaß stieg die Zahl der Kurzarbeiter. Beschäftigungsrückgang und Investitionskürzungen beeinträchtigen die Nachfrage weiter. Die Krise nährt die Krise. Die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe ist von fast 90% Mitte des Jahres 1990 auf 78% im Frühjahr 1993 zurückgegangen. Deshalb stiegen die Lohnstückkosten trotz Lohnzurückhaltung bei den Tarifabschlüssen in Westdeutschland kräftig an.

Die kurzfristigen Perspektiven für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung sind ungünstig. Bestenfalls ist

¹⁰ Vgl. S. Bredemeier: Der Einfluß der Bundesbank-Zinspolitik auf die Konditionen von Kreditinstituten, in: Sparkasse, 108. Jg. (1991), H. 12, S. 561 ff.

¹¹ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1993, S. 15.

eine Verlangsamung des Rückgangs des wirtschaftlichen Aktivitätsniveaus auszumachen. Dagegen gibt es keinen Indikator, der auf eine wirtschaftliche Belebung hindeutet:

□ Die Hoffnung auf den Export, der frühere Rezessionsphasen in Deutschland beenden half, ist wohl vergeblich. Die Rezession in den meisten Industrieländern und die Aufwertung der D-Mark in der jüngsten Zeit stehen dem entgegen.

□ Der Private Verbrauch ist weiter rückläufig. Positive Nachfrageeffekte sind vom Konsum in absehbarer Zeit nicht zu erwarten.

□ Die Finanzpolitik ist vollauf damit beschäftigt, Lücken in den Budgets als Folge rückläufiger Steuereinnahmen durch Kreditfinanzierung abzudecken. Für eine expansive Fiskalpolitik gibt es keinen Spielraum.

□ Den stärksten Einbruch aller Nachfragekomponenten verzeichneten die Unternehmensinvestitionen. Bei anhaltendem Druck auf die Gewinnmargen – bei stagnierenden oder gar sinkenden Absatzpreisen, bei steigenden Lohnstückkosten sowie rückläufiger Nachfrage – ist ein Anspringen der Investitionstätigkeit nicht in Sicht.

In dieser Situation anhaltender Rezession ist es notwendig, den allein noch verbleibenden wirtschaftspolitischen Freiheitsgrad zu nutzen, der zur Verfügung steht, die Dinge zum Besseren zu wenden. Und der liegt bei der Geldpolitik. Eine markante geldpolitische Lockerung, also eine kräftige Leitzinssenkung der Bundesbank, ist deshalb zwingend. OECD, IWF und die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich fordern dies ebenso wie die großen Wirtschaftsforschungsinstitute und soziale Gruppen in der Bundesrepublik Deutschland. Die Bundesbank widersteht diesen Forderungen. Denn: „Die Inflationsrate bleibt ... nach wie vor unbefriedigend hoch“¹² und „... die Preissteigerungen sind weiterhin kräftiger als auf längere Sicht vertretbar erscheint.“¹³

Prozyklisches Verhalten der Bundesbank

Dieser Preisauftrieb beschränkt sich weitgehend auf die Lebenshaltung. Andere Indizes – so der Großhandelspreise – weisen einen Preisrückgang aus. Auf der Produzentenstufe sind die Preise seit geraumer Zeit stabil, bei Rückgang der Nachfrage und steigenden Lohnstückkosten gleichbedeutend mit einer Gewinnkompression. Die Preissteigerungsrate für den Privaten Verbrauch ist ein Spätindikator, der am Ende ausdrückt, was

¹² Ebenda

¹³ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, August 1993, S. 23.

Tabelle 2

Zinspolitik der Deutschen Bundesbank in Tiefpunkten der Konjunktur

Jahr	Veränderung des realen BSP (in %)	Preisanstieg für die Lebenshaltung (in %)	Tagesgeldsatz (% p.a.)		
			Durchschnitt	Maximum	Minimum
1975	-1,3	+ 5,9	4,40	7,71	1,87
1982	-1,1	+ 5,3	8,67	10,10	6,15
1993	-2,0 ^a	+ 4,0 ^a	–	8,69 ^b	7,28 ^c

^a Prognose für die alten Bundesländer. ^b Januar 1993.

^c Juli 1993 (letzter verfügbarer Monatswert).

Quelle: Deutsche Bundesbank.

früher in nicht stabilitätskonformem Verhalten angelegt war. In dem Beharren auf hohen Zinssätzen wirkt die Bundesbank deshalb prozyklisch, weil ein Inflationsdruck auf Produzenten- und Großhandelsstufe nicht zu erkennen ist. Sie verstärkt und verlängert die Rezession – wie im Gefolge des Zinsauftriebs vom Februar 1981 nach der Passivierung der Leistungsbilanz. Die Hochzinspolitik der Bundesbank vernichtet Arbeitsplätze durch Druck auf Investitionen – wie nach 1981. Welches Zinsniveau für Tagesgeld wäre bei der gegenwärtigen Kombination gesamtwirtschaftlicher Fehlentwicklungen – Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivität und Preisanstieg auf der Verbraucherstufe – angemessen? Ein Blick in die Vergangenheit könnte hilfreich sein, dies abzuschätzen.

In der Tabelle 2 sind die Zinssätze für Tagesgeld, Veränderungsrate des realen BSP und Preissteigerungsrate für die Lebenshaltung in den zurückliegenden beiden Tiefpunkten der Konjunktur und für 1993 angegeben. 1975 hatte die Bundesbank den Tagesgeldsatz von fast 8% auf – kurzzeitig – unter 2% zurückgeführt, also um etwa sechs Prozentpunkte – trotz eines Preisauftriebs für die Lebenshaltung, der damals um rund die Hälfte höher lag als 1993 zu erwarten ist, und bei einem – gemessen am realen BSP – 1993 fast doppelt so hohen Rückgang der güterwirtschaftlichen Aktivität.

1982 reagierte die Bundesbank auf das Aufeinandertreffen gesamtwirtschaftlicher Fehlentwicklungen mit einem Rückschnitt des Tagesgeldsatzes um vier Prozentpunkte – bei geringerem Rückgang des Sozialprodukts und deutlich höherer Preissteigerungsrate im Vergleich zur absehbaren Entwicklung für 1993.

Dagegen hat die Bundesbank seit dem Zinshöhepunkt vom dritten Quartal 1992 den Tagesgeldsatz bis Ende Juli 1993 nur um knapp zwei Prozentpunkte gesenkt. Nimmt man die Mitte der Zinsreaktionen der Bundesbank in den letzten beiden Rezessionsphasen, so wäre bei den ge-

genwärtigen gesamtwirtschaftlichen Gegebenheiten eine Senkung des Tagesgeldsatzes um fünf Prozentpunkte gegenüber dem Wert vom Januar 1993 angezeigt. Wird ferner bedacht, daß der Preisanstieg für die Lebenshaltung zu etwa einem Drittel auf den Anstieg administrierter Preise zurückzuführen ist, so müßte die Zinssenkung noch stärker ausfallen. Zinssätze für Tagesgeld von knapp 3% wären deshalb, ausgehend von Vergangenheitserfahrungen geldpolitischer Reaktionen auf gesamtwirtschaftliche Zielverfehlungen, angemessen, nicht Geldmarktsätze zwischen 6,5% und 7%, wie seit dem Kollaps des EWS.

Schlußfolgerungen

Die Volkswirtschaften der EG-Länder befinden sich in der bislang schwersten Rezession. Abgesehen von Großbritannien gibt es in keinem Land Anzeichen einer Beendigung der Abschwungphase, geschweige denn für eine wirtschaftliche Erholung. Es muß vermieden werden, daß die Rezession in eine lang andauernde Depression einmündet. Hierzu ist es notwendig, vorhandene Freiräume der Wirtschaftspolitik aufzuspüren und sie zur Stabilisierung der Produktionstätigkeit zu nutzen. Über einen konjunkturwirksamen Gestaltungsspielraum verfügt in Europa gegenwärtig allein die Geldpolitik. Er wird aber nur zögernd genutzt, weil die Bundesbank eine kräftige Senkung ihrer Leitzinssätze mit Hinweis auf mögliche Gefährdungen der Preisstabilität und damit verbundene Implikationen für die langfristigen Zinssätze ablehnt.

Auch seit der Ausweitung der Schwankungsgrenzen der Wechselkurse im EWS blieb die Dominanz der Bundesbank für den Zinstrend in den EWS-Ländern bislang bestehen. Zentralbanken von Partnerländern nutzen die Möglichkeit einer Abkoppelung von der Zinspolitik der Deutschen Bundesbank, dem britischen Muster folgend, nicht. Zwei Interpretationen bieten sich an, warum der erweiterte Gestaltungsspielraum für eine eigenständige und binnenwirtschaftlich orientierte Geldpolitik nicht ausgeschöpft wird.

Erstens mag erkannt worden sein, daß bei Freizügigkeit für den internationalen Wirtschaftsverkehr zwischen Volkswirtschaften, also auch bei Freizügigkeit des Kapitalverkehrs, eine zwischen den Ländern nicht koordinierte Geldpolitik zu Fehlentwicklungen führt, ganz gleich, wie das Wechselkurssystem gestaltet ist. Kommt es bei festen Wechselkursen und divergierenden Zinstitrends zu Devisenmarktinterventionen sowie Umschichtungen von Währungsreserven zwischen Zentralbanken mit damit einhergehenden Liquiditätseffekten, so sind bei Kursflexibilität Wechselkurseffekte und dadurch möglicherweise ausgelöste Wirkungen auf die allgemeine

Preisentwicklung die Folge. Massive Senkungen der Geldmarktsätze in Partnerländern Deutschlands im EWS bergen deshalb die Gefahr weiterer Abwertungen ihrer Währungen und eines steigenden Preisauftriebs. Kritiker des Vertrags von Maastricht, die mit der Währungsunion die Preisgabe einer geldwertorientierten Geldpolitik befürchten, müßten sich bestätigt sehen. Das Thema „Währungsunion“ wäre dann vom Tisch. Der vorläufige Verzicht der Partnerländer Deutschlands, den „größeren geldpolitischen Spielraum“¹⁴ zu nutzen, kann deshalb ausdrücken, daß die langfristigen ökonomischen Vorteile, die aus der Währungsunion erwachsen können, höher gewichtet werden als der kurzfristige Nutzen, den eine isolierte Niedrigzinspolitik verheißt.

Zweitens kann es sein, daß im Ausland die Auffassung vorherrscht, die Bundesbank werde unter dem Druck eines ausbleibenden Konjunkturaufschwungs in Kürze eine kräftige Zinssenkung vornehmen und damit einen Zinsrückgang in Europa einleiten.

Der geldpolitische Kurs in Deutschland steht im Widerspruch zu binnenwirtschaftlichen Notwendigkeiten, und er behindert die weitere wirtschaftliche Integration innerhalb der EG. Zögert die Bundesbank fällige Zinssenkungen für längere Zeit hinaus, so wächst der Druck in Partnerländern Deutschlands, den größer gewordenen Gestaltungsspielraum der Geldpolitik auszuloten, auch dann, wenn das zu Lasten des gegenwärtigen Standes der wirtschaftlichen Integration geht. Die EG wäre auf dem Weg der Desintegration.

In gewisser Weise sind die Herausforderungen, mit denen sich die Geldpolitik gegenwärtig konfrontiert sieht, vergleichbar mit jenen, die sich aus dem Börsenkrach vom Oktober 1987 ergaben. Damals war es notwendig, das Finanzsystem durch umfangreiche Bereitstellung von Liquidität zu stützen. Dadurch wurde vermieden, daß sich die Krise an den Aktienmärkten auf andere Finanzmärkte ausweitete, ohne daß dieses temporäre Abweichen von einer trendmäßigen Regelbindung der Geldpolitik zu einem Inflationsstoß geführt hätte.

Gegenwärtig ist einer Krise an den Gütermärkten zu begegnen. Das erfordert kräftige Zinssenkungen der Zentralbanken unter Führung der Bundesbank. Das ist möglich, ohne den Unternehmen Preiserhöhungsspielräume zu eröffnen und damit Inflationsgefahren zu erzeugen. Geschieht dies nicht, so bliebe zumindest eine Chance ungenutzt, die wirtschaftlichen Zukunftsperspektiven aufzuhellen, und das Erreichen einer gemeinsamen Währung der EG-Länder müßte auf unabsehbare Zeit Utopie bleiben.

¹⁴ Ebenda, S. 26.