ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Feuerstein, Switgard

Article — Digitized Version

Warum die D-Mark trotz Inflation stark ist

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Feuerstein, Switgard (1993) : Warum die D-Mark trotz Inflation stark ist, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 73, Iss. 10, pp. 546-552

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/137057

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Switgard Feuerstein

Warum die D-Mark trotz Inflation stark ist

Im Vorfeld der faktischen Aussetzung des Wechselkursmechanismus innerhalb des EWS wurde mit Blick auf die hohe Inflationsrate in Deutschland und das Haushalts- und das Leistungsbilanzdefizit vielfach auf einen bestehenden Abwertungsdruck der D-Mark hingewiesen. Tatsächlich erwies sich die D-Mark aber erneut als starke Währung. Wie ist diese Stärke zu erklären?

In den vergangenen Monaten wurde häufig die Meinung vertreten, daß aufgrund der Fundamentaldaten die D-Mark gegenüber einigen Währungen im Europäischen Währungssystem (EWS) – insbesondere gegenüber dem Französischen Franc – abwerten müßte. Das Gegenteil trat bekanntlich ein: Der Franc und die Dänische Krone gerieten auch nach der Krise des EWS vom September 1992 wiederholt unter Druck, zuletzt auch der Belgische Franc. Ende Juli 1993 wurde das zur Stützung dieser Währungen erforderliche Interventionsvolumen so groß, daß die Wechselkurse nicht aufrechterhalten werden konnten: Mit der Ausweitung der Bandbreiten auf 15% in beide Richtungen wurde das EWS praktisch ausgesetzt. Nur das historisch gewachsene Vertrauen in die DM – so wird argumentiert – könne diese Entwicklung erklären.

Diese These wird vor allem mit der einfachen Kaufkraftparitätentheorie begründet, die Wechselkursänderungen allein auf Unterschiede in den Preissteigerungsraten zurückführt[1]. Da die deutsche Inflationsrate derzeit über der französischen und der dänischen liegt, müßte danach die DM abgewertet werden. Diese Theorie hat zweifellos einen hohen Erklärungswert, wenn Auswirkungen monetärer Störungen auf die Wechselkurse betrachtet werden, und Leitkursänderungen im EWS haben zumindest in der Richtung immer der Kaufkraftparitätentheorie entsprochen. Ihre Anwendung auf die gegenwärtige Situation im EWS übersieht aber zwei wesentliche Punkte.

Dr. Switgart Feuerstein ist Hochschulassistentin an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Heidelberg.

Zunächst gilt die Kaufkraftparitätentheorie sicher nicht kurzfristig, sondern die Preisniveauentwicklung muß über mehrere Jahre betrachtet werden. Seit der letzten Anpassung des DM/FF- und des DM/dkr-Leitkurses im Januar 1987 bis zum Januar 1993 betrug die Erhöhung des Verbraucherpreisindex in Frankreich 19,1%, in Dänemark 20,3% und in Deutschland 18,6%. Dies bedeutet, daß bis Mitte 1993 der frühere Stabilitätsvorsprung der DM durch die höhere deutsche Inflationsrate gerade erst wieder ausgeglichen wurde. Auch bei ausschließlicher Erklärung der Wechselkurse aus Inflationsdifferenzen kann also nicht auf eine Abwertungstendenz für die DM geschlossen werden. Etwas anderes gilt nur für den holländischen Gulden und eingeschränkt für den belgischen Franc; hier stiegen in dem genannten Zeitraum die Preise „nur" um 14,1% bzw. um 17% (vgl. Tabelle 1).

Theorie der Kaufkraftparitäten

Schwerwiegender dagegen ist der zweite Einwand. Die Kaufkraftparitätentheorie kann die Entwicklung der Wechselkurse bei monetären Störungen erklären. Sie umfaßt aber nicht die Wirkung realer Schocks, die eine Änderung des realen Wechselkurses begründen.

Der reale Wechselkurs w^R ist gleich dem nominalen Wechselkurs w, bereinigt um das Verhältnis zwischen

[1] Vgl. etwa P. Bofinger: Ein vorzeitiger Zusammenbruch würde das Ziel die Währungsunion in Frage stellen, in: Handelsblatt vom 13. 5. 1993, wiederabgedruckt in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 36/1993 vom 14. Mai 1993; R. Vehrkamp: Die Lehren der Währungskrise, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 72. Jg. (1992), H. 12, S. 639-645. Zusätzlich zur höheren Inflationsrate werden auch die Budget- und die Leistungsbilanzdefizite genannt, vgl. R. Pohl: Für eine stärker europäisch ausgerichtete Geldpolitik der Deutschen Bundesbank, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 73. Jg. (1993), H. 4, S. 171-174.

dem ausländischen Preisniveau P^* und dem inländischen Preisniveau P:

$$w^R = w \cdot \frac{P^*}{P}.$$

In Wachstumsraten, mit dem Symbol „^" gekennzeichnet, erhält man für die reale Wechselkursänderung:

$$\hat{w}^R = \hat{w} + \hat{P}^* - \hat{P},$$

wobei der obere Index „*" stets für ausländische Größen steht.

Die einfache Kaufkraftparitätentheorie sagt aus, daß der reale Wechselkurs konstant bleibt, d.h., daß die Änderung des nominalen Wechselkurses stets der Differenz der Inflationsraten entspricht[2]. Für die aktuelle Situation gilt aber, daß die deutsch-deutsche Vereinigung eine reale Aufwertung der DM, d.h. eine relative Verteuerung deutscher Waren gegenüber ausländischen Gütern, notwendig machte. Zu betrachten und zu analysieren ist somit jene Wechselkursänderung, die um die Inflationsraten bereinigt ist.

Im Zuge der deutsch-deutschen Vereinigung ist die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen in dem neuen Gesamtdeutschland stark gestiegen. So hat sich die Staatsnachfrage – etwa für Infrastrukturmaßnahmen in den neuen Ländern – erhöht, Transferzahlungen an Haushalte in den neuen Ländern bedeuten Konsumnachfrage, und es wird – staatlich subventioniert – in Produktionsanlagen in Ostdeutschland investiert. Spiegelbild dessen ist eine hohe Beanspruchung der Kapitalmärkte sowohl durch staatliche Verschuldung als auch durch private Kreditnachfrage. Bei unverändertem oder unterproportional steigendem Sparvolumen muß sich das binnenländische Zinsniveau erhöhen. Bei eng verflochtenen Kapitalmärkten werden Kapitalimporte induziert, die erstens die Zinserhöhung auf das Ausland übertragen und zweitens bei flexiblen Wechselkursen zu einer Aufwertung der DM bzw. innerhalb des EWS zu einem Aufwertungsdruck führen. Dabei gilt, daß die Zinserhöhung um so niedriger, aber die Aufwertung um so stärker ist, je enger die Kapitalmärkte verflochten sind. Die Verteuerung der deutschen Güter lenkt dann auch die Warenströme um, so daß ein Teil der zusätzlichen Nachfrage aus dem Ausland befriedigt wird und sich die Leistungsbilanz verschlechtert[3]. Zur Verdeutlichung sei daran erinnert, daß Anfang der achtziger Jahre genau über diese Wirkungskette die expansive Fiskalpolitik in den USA den starken Anstieg des Dollars auslöste.

Tabelle 1

Verbraucherpreisentwicklung

(Veränderungen in %)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Deutschland	0,2	1,3	2,8	2,7	3,5	4,0
Belgien	1,6	1,2	3,1	3,5	3,2	2,4
Dänemark	4,0	4,6	4,8	2,6	2,4	2,1
Frankreich	3,1	2,7	3,6	3,4	3,2	2,4
Niederlande	–0,4	0,8	1,1	2,6	4,0	3,7
Italien	4,7	5,0	6,3	6,5	6,4	5,2
Spanien	5,3	4,8	6,8	6,7	6,0	5,8

Quelle: Statistisches Bundesamt.

Anpassung der Geldpolitik

Der Aufwertungsdruck auf die DM erforderte frühzeitig ein umfassendes Realignment im EWS – auch gegenüber dem Franc und der Krone. Die Politik hat dies, vor allem infolge der starren Haltung der französischen Regierung, verhindert. Die notwendige reale Aufwertung kam deshalb dadurch zustande, daß sich die deutsche Inflationsrate über den Preissteigerungsraten ihrer wichtigsten Handelspartner in der Europäischen Gemeinschaft einstellte – nach dem Ausscheiden von Großbritannien und Italien aus dem EWS-Interventionsmechanismus sind das eben Frankreich, Dänemark und die Beneluxländer. Um die vereinbarten Wechselkursparitäten halten zu können, mußten die nationalen Geldpolitiken angepaßt werden: Die deutsche Geldmenge wächst stärker, als dies dem traditionellen Stabilitätsziel dieses Landes entspricht, und die Partnerländer müssen eine restriktive Geldpolitik durchführen. Es ist also nicht richtig zu argumentieren, daß die höhere Inflationsrate in Deutschland eine Abwertungstendenz begründet, sondern der anhaltende reale Aufwertungsdruck für die DM hatte die niedrigeren Inflationsraten in den Ländern zur Folge, die am nominalen Wechselkurs festhalten wollten[4].

Der Vergleich der Wachstumsraten der nationalen Geldmengen stützt diese These (vgl. Tabelle 2)[5]. In Deutschland war die Geldversorgung seit 1990 stets reichlich, das gilt auch für 1991. Zum Zeitpunkt der deutsch-deutschen Währungsunion im Juli 1990 sind die

[2] In der strengen Version der Kaufkraftparitätentheorie gilt sogar, daß der nominale Wechselkurs immer dem Verhältnis der Preisniveaus entspricht,

$$w_{KKP} = \frac{P}{P^*},$$

d.h., die Kaufkraft der inländischen und der ausländischen Währung ist gleich bzw. der reale Wechselkurs wäre konstant gleich 1. In der Regel wird aber die beschriebene „relative" Kaufkraftparitätentheorie angewandt, die sich auf Änderungsraten bezieht. Hier sind Abweichungen von der absoluten Kaufkraftparität möglich, die aber im Zeitablauf gleich bleiben.

[3] Die Argumentation entspricht den Ergebnissen des Mundell-Fleming-Modells, das mit seinen verschiedenen Erweiterungen immer noch ein Standardmodell der makroökonomischen Währungstheorie darstellt.

[4] M. J. M. Neumann: Deutsche Geldpolitik: Anker oder Stimulanz für Europa?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 73. Jg. (1993), H. 4, S. 175-180; H.-D. Smeets: Die Krise des EWS und die Folgen, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 73. Jg. (1993), H. 9, S. 457-460.

Geldbestände deutlich stärker gestiegen, als dies der ostdeutschen Wirtschaftskraft von circa 10% der westdeutschen entsprach. Das niedrige Geldmengenwachstum 1991 ist deshalb nicht als kontraktive Politik, sondern als Normalisierungsprozeß zu verstehen. Es entstand aus Umschichtungen in den neuen Ländern Anfang 1991. So waren die Privatkonten in der ehemaligen DDR verzinsliche Spargirokonten, die gleichzeitig für den bargeldlosen Zahlungsverkehr genutzt werden konnten. Diese Konten wurden nach einer Übergangszeit Anfang 1991 auf unverzinsliche Sichteinlagen umgestellt, was zum Anlaß genommen wurde, Geldkapital in höherverzinslichen Anlagen zu bilden[6]. Bereits in der zweiten Jahreshälfte 1991 wuchs die Geldmenge wieder kräftig, und diese Entwicklung hält unverändert an[7].

In Frankreich mußte dagegen 1991 die Geldmenge in der Abgrenzung M1 um 4,6% sinken, und sie stieg auch 1992 nicht wieder an. In der weiten Abgrenzung M3 wirkt die Entwicklung zwar nicht ganz so dramatisch, aber auch hier zeigt sich das niedrige Geldmengenwachstum. Für Dänemark wird die Geldmenge in der Abgrenzung M2 angegeben; sie sank 1991 und 1992.

Auswirkungen der Politik

Diese Politik hatte offensichtlich Nachteile für alle beteiligten Länder. In Frankreich und Dänemark belastete die restriktive Geldpolitik die ohnehin schwache Konjunktur und ließ die Arbeitslosigkeit weiter ansteigen, während in Deutschland eine höhere Inflationsrate in Kauf genommen werden mußte. Das Dilemma der Bundesbank, daß die für Deutschland zur Begrenzung der Inflation notwendige Geldpolitik für die Partnerländer zu restriktiv ist, ließ sich ohne eine Anpassung der Wechselkurse nicht lösen. Schließlich wurden die Zielkonflikte so groß, daß die Marktteilnehmer nicht mehr an ein Durchhalten der jeweiligen Geldpolitiken glaubten. Ende Juli 1993 wurden derart umfangreiche Interventionen[8] zugunsten der unter Druck stehenden EWS-Währungen notwendig, daß eine Lösung gefunden werden mußte: Da Frankreich eine Änderung des Franc-Leitkurses weiterhin ablehnte, wurde jedem Land die angemessene Geldpolitik durch erweiterte Bandbreiten von 15% in beide Richtungen ermöglicht.

Die Transmissionsriemen der restriktiven Geldpolitik in Frankreich und Dänemark auf die realen Größen waren die Wechselkurse gegenüber Drittwährungen und nicht – wie es der üblichen Vorstellung entspricht – die Zinsen. Das Festhalten am DM-Wechselkurs und die damit verbundene Geldpolitik belasteten die Konjunktur der Partnerländer, weil ihre Währungen die Aufwertungen der DM sowohl gegenüber dem Dollar als auch gegenüber den seit September 1992 abgewerteten EWS-Währungen mitvollzogen. Auch französische und dänische Güter wurden also relativ teurer, obwohl es dafür keine Begründung gab. So betrug zum Beispiel im Juli 1993 die reale Aufwertung der DM gegenüber der Lira im Vergleich zum Januar 1987 ungefähr 10%[9]. Das gleiche gilt für den Franc, der fest an die DM gebunden war und in dem genannten Zeitraum etwa der gleichen Geldentwertung wie die DM unterlag. Die Verschiebung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit traf also die französische Wirtschaft genauso wie die deutsche.

Tabelle 2
Geldmengenwachstum[1]
(Jahresraten in %)

	Deutschland		Frankreich		Dänemark
	M1	M3	M1	M3	M2
1987	7,4	5,9	4,5	9,0	4,0
1988	10,9	6,9	4,1	8,4	5,3
1989	5,5	5,5	8,3	9,5	1,7
1990	29,6	19,7	3,9	8,9	6,4
1991	3,4	6,2	–4,6	2,5	–3,1
1992	10,8	7,6	0,0	4,9	–1,5
Mai 1993/ Mai 1992	9,6	8,0	–2,0	3,1	

M1: Bargeld und Sichteinlagen. M2: M1 plus Termineinlagen. M3: M2 plus Spareinlagen.

[1] Berechnet aus Jahresendbeständen.

Die OECD weist in ihrer Reihe „Main Economic Indicators" unter „M1 plus quasimoney" den nationalen Statistiken folgend Geldmengenaggregate aus, die für Frankreich M3 und für Dänemark M2 entsprechen. Definitionen finden sich im Heft vom Dezember 1989. M1 wird für Dänemark nicht mehr angegeben.

Quelle: Deutsche Bundesbank (Deutschland), OECD: Main Economic Indicators (Frankreich, Dänemark); Vorjahresvergleich Mai 1993 nach „The Economist".

[5] Mittelfristig bestimmen die Geldmengen M1 bzw. M2 (M2 i.e.S.: = M1 plus kurzfristige Termineinlagen) die Höhe und die Beschleunigung der Inflation. Diese Aggregate können unmittelbar als Zahlungsmittel zum Erwerb von neuproduzierten Gütern und Dienstleistungen und von bestehenden Vermögenswerten verwendet werden. Die weiter gefaßten Geldmengenabgrenzungen enthalten auch Geldvermögen wie z.B. langfristige Termineinlagen und Sparguthaben. Ihre Abgrenzung ist immer willkürlich, und ihre Höhe wird durch Umschichtungen innerhalb des Vermögens der Privaten beeinflußt (in Deutschland beispielsweise durch die sinkende Bedeutung der niedrig verzinsten Sparguthaben mit gesetzlicher Kündigungsfrist und die schwankende Höhe der Termineinlagen je nach Zinsstruktur). Da in der geldpolitischen Diskussion (1) die Geldmengen unterschiedlich abgegrenzt werden, und (2) die Zentralbanken oft auf weite Definitionen wie M3 zurückgreifen, werden hier unterschiedliche Angaben herangezogen und ausgewertet.

[6] Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 1991, S. 46.

[7] In der Zielformulierung der Bundesbank war das Geldmengenwachstum 1992 noch stärker, als es die Tabelle mit Jahresendständen zeigt. Die Geldmenge M3 überstieg im Durchschnitt des 4. Quartals den entsprechenden Vorjahreswert um 9,4% bei einem Ziel von 3,5% bis 5,5%.

[8] Das Handelsblatt vom 3. 8. 1993 gibt für den 29./30. 7. 1993 ein Interventionsvolumen von 80 Mrd. DM an. Bei der Bundesbank führten die Interventionen im Juli 1993 zu Devisenzuflüssen von 60 Mrd. DM (Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 3.8.1993), und die französische Zentralbank verlor allein am 30. 7. 1993 Währungsreserven in Höhe von schätzungsweise 100 Mrd. FF bzw. 29 Mrd. DM (Süddeutsche Zeitung vom 2. 8. 1993).

Modifizierte Kaufkraftparitätentheorie

Im Sinne der Kaufkraftparitätentheorie wird der beschriebenen Argumentation oft entgegengehalten, daß eine reale Aufwertung der DM weder möglich noch erforderlich sei. Bei der hohen Verflechtung der Gütermärkte beziehe sich die gestiegene deutsche Nachfrage genauso auf ausländische wie auf inländische Güter. Die zusätzliche Nachfrage treffe auch auf das ausländische Güterangebot, die Importe stiegen und die Leistungsbilanz verschlechtere sich, ohne daß deutsche Güter relativ teurer würden.

Dies ist für eine Reihe von Gütern sicher zutreffend: So wird der Nachholbedarf an Unterhaltungselektronik aus den neuen Ländern vor allem japanischen Anbietern zugute gekommen sein. Die zusätzliche Nachfrage bezieht sich aber neben handelbaren Gütern auch auf nicht-handelbare Güter, die nicht aus dem Ausland importiert werden können. Man denke etwa an die im Zuge der Einheit erforderlichen Bau- und Infrastrukturmaßnahmen sowie an Verwaltungs- und Beratungsleistungen. Eine steigende Nachfrage in diesen Bereichen führt zu einer Erhöhung der relativen Preise für nicht-handelbare Güter. Das wiederum ist gleichbedeutend mit einer realen Aufwertung der DM.

Um dies zu zeigen, wird die Kaufkraftparitätentheorie modifiziert, indem zwischen handelbaren und nicht-handelbaren Gütern unterschieden wird. Für international handelbare Güter gelte das Gesetz des einheitlichen Preises; der gleichgewichtige Wechselkurs $\tilde{w}$ entspricht also dem Verhältnis der Preisniveaus für handelbare Güter, die mit P_H bzw. P^*_H bezeichnet werden[10]:

$$\tilde{w} = \frac{P_H}{P_H^*} \quad .$$

Die Gesamtpreisniveaus setzen sich aus den Preisen für handelbare und für nicht-handelbare Güter zusammen:

$$P = \alpha P_H + (1-\alpha) P_N$$

bzw. $$P^* = \alpha^* P_H^* + (1-\alpha^*) P_N^* \quad .$$

Dabei bezeichnen α bzw. α^* die Anteile handelbarer Güter an den jeweiligen Warenkörben und P_N bzw. P^*_N die Preisniveaus für nicht-handelbare Güter. Es folgt dann

$$\tilde{w} = \frac{P}{P^*} \cdot \frac{\alpha^* + (1-\alpha^*)\frac{P_N^*}{P_H^*}}{\alpha + (1-\alpha)\frac{P_N}{P_H}} \quad .$$

Der gleichgewichtige Wechselkurs $\tilde{w}$ bestimmt sich dann aus einer nominalen Komponente $\frac{P}{P^*}$ und einer realen Komponente, die von den relativen Preisen der nicht-handelbaren Güter $\frac{P_N}{P_H}$ bzw. $\frac{P_N^*}{P_H^*}$ abhängt.

An dieser Gleichung lassen sich die unterschiedlichen Effekte monetärer und realer Schocks auf den gleichgewichtigen Wechselkurs aufzeigen: Eine Geldmengenerhöhung im Inland läßt das Preisniveau P mittelfristig proportional ansteigen, ohne die relativen Preise zu verändern, und verursacht eine entsprechende nominale Abwertung. Ein realer Schock hingegen, der den relativen Preis nicht-handelbarer Güter verändert, begründet eine Änderung des realen Wechselkurses $w \cdot \frac{P^*}{P}$. Verteuern sich etwa nur die nicht-handelbaren Güter, während das Preisniveau für handelbare Güter konstant bleibt, steigt das Gesamtpreisniveau P, ohne daß sich der gleichgewichtige nominale Wechselkurs ändert.

Eine Nachfrageerhöhung wie in Deutschland nach der Vereinigung, die sich auf beide Gruppen von Gütern bezieht, erhöht den relativen Preis für nicht-handelbare Güter, weil die handelbaren Güter auch importiert werden können, während die höhere Nachfrage nach nicht-handelbaren Gütern nur durch eine höhere Produktion im Inland befriedigt werden kann. Die Nachfrageerhöhung bewirkt somit eine reale Aufwertung der heimischen Währung[11].

Sektoral unterschiedliche Preisentwicklung

Bei dem Versuch, diese Analyse anhand der Preisstatistik zu überprüfen, sind zwei Punkte zu beachten: Erstens beinhaltet auch die modifizierte Kaufkraftparitätentheorie eine Aussage über die längerfristige Entwicklung. Sie wird sicher nicht dadurch widerlegt, daß sich die Leistungsbilanz unmittelbar nach der deutschen Vereinigung deutlich verschlechtert hat, ohne daß sich die Preise wesentlich verändert haben. Es entspricht der Erfahrung, daß auf den Gütermärkten die Preisreaktionen den Mengenreaktionen folgen. Diese verzögerten Preis-

---

[9] Die Verbraucherpreise stiegen in Italien von Januar 1987 bis Januar 1993 um 38,9%, in Deutschland um 18,6%. Der Leitkurs nach dem Realignment im Januar 1987 betrug 1,39 DM für 1 000 Lit, der tatsächliche Kurs 1,41 DM. Im Januar 1993 betrug der Kurs 1,08 DM, was einer Wechselkursänderung von 23% entspricht. Der reale Wechselkurs der Lira ist damit um circa 10% gestiegen:

$$\frac{1{,}39}{1{,}08} \cdot \frac{118{,}6}{138{,}9} = 1{,}099 \; .$$

Im Juli 1993 galt noch die gleiche Rechnung, da der Wechselkurs – nach einer Phase weiterer Schwäche der Lira – wieder bei 1,08 DM lag und die Inflationsraten in Deutschland und Italien etwa gleich hoch sind.

[10] Für die folgenden Argumente reicht wiederum die modifizierte Kaufkraftparitätentheorie in der „relativen" Form aus, die nur Aussagen über die Änderung des Wechselkurses macht. Die Formeln werden aber nicht in Wachstumsraten geschrieben, um sie möglichst einfach zu halten.

[11] Hiermit verbunden ist eine Umschichtung von Ressourcen vom Sektor handelbarer Güter zum Sektor nicht-handelbarer Güter im Inland. Dies ist gleichbedeutend mit Schwierigkeiten in denjenigen Branchen, die im internationalen Wettbewerb stehen.

anpassungen sind noch nicht abgeschlossen. Zweitens gibt es keine Statistik über die Preise handelbarer bzw. nicht-handelbarer Güter, zumal die Trennung in der Realität nicht scharf ist.

Einen Hinweis geben die Baupreise in Westdeutschland[12], die in den Jahren 1990 bis 1992 mit 6,1%, 6,8% und 5,3% jeweils deutlich stärker gestiegen sind als die Erzeugerpreise für gewerbliche Produkte mit 1,7%, 2,4% und 1,4%. Auch die aktuelle Verbraucherpreisentwicklung scheint auf den ersten Blick die Analyse zu stützen. Der Preisanstieg für die Lebenshaltung[13] betrug im Juni 1993 im Vorjahresvergleich 4,2%, obwohl die Erzeugerpreise für gewerbliche Produkte praktisch konstant waren (–0,4%) und die Importpreise um 3,0% sanken. Auf der Einzelhandelsebene stiegen die Preise für Verbrauchs- und Gebrauchsgüter um 2,1%. Dagegen verteuerten sich Dienstleistungen um 7,4% und die Wohnungsnutzung um 6,0%. Der hohe Anstieg der Verbraucherpreise ist also zur Zeit auf die Entwicklung in solchen Bereichen zurückzuführen, die nicht dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt sind.

Diese Zahlen müssen aber vorsichtig interpretiert werden. So stieg zum Beispiel im Jahre 1991 der Preisindex für Dienstleistungen langsamer als der für die gesamte Lebenshaltung, und innerhalb der Dienstleistungen wurden auch viele Leistungen teurer, für die die deutsch-deutsche Vereinigung keine Nachfrageerhöhung begründen kann (wie etwa das Standardbeispiel Friseurleistungen). Schließlich ist der vergleichsweise hohe Anstieg der Preise für nicht-handelbare Güter auch in vielen anderen Ländern zu beobachten[14]; als Beispiel sind in Tabelle 3 Daten für Deutschland und Frankreich gegenübergestellt.

Nicht vergessen werden darf allerdings, daß der Verbraucherpreisindex die Verbrauchsteuern enthält, die seit 1990 stark angehoben wurden. Desgleichen stiegen viele administrierte Preise, wie z.B kommunale Gebühren und die Postgebühren, deutlich. Nach der einfachen Kaufkraftparitätentheorie verursacht auch ein Anstieg des Lebenshaltungspreisindex, der aus einer Erhöhung der Mehrwertsteuer resultiert, einen Abwertungsdruck. Die Exportpreise werden dadurch aber nicht beeinflußt. Ebenso wie bei einer relativen Verteuerung der nicht-handelbaren Güter kommt es also zu einer Aufwertung des (mit Verbraucherpreisen berechneten) realen Wechselkurses. Wenn etwa eine Verbrauchsteuererhöhung monetär so alimentiert wird, daß sie vollständig überwälzt werden kann, wird sie zwar als Inflation ausgewiesen, beeinflußt aber den gleichgewichtigen nominalen Wechselkurs nicht[15].

Sobald also die Kaufkraftparitätentheorie nicht in ihrer einfachen, sondern in der modifizierten Form angewandt wird, zeigt auch sie, daß der Nachfrageschock im Zuge der deutsch-deutschen Vereinigung eine reale Aufwertung verursacht. Es folgt wiederum, daß entweder die DM nominal aufwerten oder die deutsche Preissteigerungsrate über der der Partnerländer liegen muß.

Schwächetendenzen durch Budgetdefizite?

In der politischen Diskussion wird in der Regel eine hohe Staatsverschuldung mit einer Abwertung der entsprechenden Währung in Verbindung gebracht. Und für einige Wochen im Juni 1993 machte auch schon das Schlagwort von der Schwäche der DM die Runde: Der US-$ stieg nach seinem historischen Tief im September 1992 von 1,38 DM auf über 1,70 DM, und die DM tendierte im EWS eher schwach. Durch die aktuelle Entwicklung sind die Erwartungen über eine schwache DM überholt, und die bisherige Analyse ist bestätigt worden. Dennoch soll an dieser Stelle auf zwei Aspekte eingegangen werden, wie eine Staatsverschuldung eine Abwertungstendenz verursachen kann: Hierbei handelt es sich erstens um die längerfristigen Effekte der Staatsverschuldung und zweitens um die Auswirkungen auf die Geldpolitik.

Als Gründe dafür, daß die DM abwerten müßte, werden neben der hohen deutschen Inflationsrate auch das staatliche Budgetdefizit und das Leistungsbilanzdefizit ange-

Tabelle 3
Verbraucherpreise nach Gruppen
(Veränderungen in %)

	Deutschland		Frankreich	
	1991	1992	1991	1992
Insgesamt	3,5	4,0	3,2	2,4
Waren außer Nahrungsmittel	3,6	2,7	2,6	1,5
Dienstleistungen	3,2	5,8	3,6	3,8
Mieten	4,3	5,5	5,0	5,1

Quelle: OECD: Main Economic Indicators.

[12] Die Baupreise in Ostdeutschland sind noch stärker gestiegen.

[13] Alle Angaben beziehen sich auf Westdeutschland. Die Preisindizes werden noch getrennt ausgewiesen, da sie teilweise unterschiedlichen Einflußfaktoren unterliegen und sich der Warenkorb in Ostdeutschland noch stark verschiebt.

[14] Vgl. Ausschuß der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (Gouverneursausschuß): Jahresbericht 1992, S. 15.

[15] Eine Tendenz zu einem weiteren Preisauftrieb – auch bei handelbaren Gütern – kann entstehen, wenn das gestiegene Verbraucherpreisniveau Anlaß zu höheren Lohnforderungen ist. Schließlich kann das Gesamtpreisniveau aber nur steigen, wenn die Geldmenge entsprechend wächst.

führt[16]. Diese Wertung scheint zunächst im Widerspruch zu den bisherigen Ergebnissen zu stehen, da die vereinigungsbedingte Nachfrageerhöhung gleichzeitig das Budgetdefizit, das Leistungsbilanzdefizit und die Aufwertungstendenz der DM begründet.

Zu beachten ist aber, daß das Budgetdefizit, das aus einer Staatsausgabenerhöhung ohne entsprechende Einnahmenerhöhung resultiert, fortlaufend finanziert werden muß; zusätzlich müssen die Zinszahlungen geleistet werden. Ein hohes Budgetdefizit, das die Schuldenquote, d.h. den Anteil des Schuldenstandes am Bruttosozialprodukt, ständig steigen läßt, kann langfristig nicht aufrechterhalten werden. Es gibt dann zwei Möglichkeiten: Entweder müssen die Staatsausgaben wieder eingeschränkt werden, d.h., die Nachfrageerhöhung als Ursache für den Aufwertungsdruck wird abgeschwächt oder außer Kraft gesetzt, so daß eine Schwächetendenz der DM resultieren kann. Oder aber der Staatshaushalt wird nicht konsolidiert, und die Finanzpolitik gilt als unsolide. Dann ist in Zukunft eine hohe Steuer- und Abgabenlast erforderlich, und die Wachstumsaussichten verschlechtern sich, d.h., die private Nachfrage sinkt. Auch daraus entsteht eine Abwertungstendenz.

Für die Einschätzung der Finanzpolitik und für die längerfristige Entwicklung kommt es dabei nicht nur auf die Höhe des Budget- und des Leistungsbilanzdefizits an, sondern auch auf die Verwendung der Mittel. Wenn die gestiegene Nachfrage vor allem auf zusätzlichen staatlichen und privaten Konsum zurückzuführen ist, gilt das oben beschriebene Dilemma. Wenn dagegen staatliche und private Investitionen, die ertragbringend sind, getätigt werden, besteht kein Anlaß zu einer Krisenstimmung: In den neuen Ländern kann dann ein Aufschwung einsetzen, so daß die Steuereinnahmen steigen und die Transfers sinken. Das Budgetdefizit sinkt hierbei, ohne daß die Gesamtnachfrage fällt.

Dies gilt analog für das Leistungsbilanzdefizit. Wenn durch Investitionen in den neuen Ländern die Produktivität steigt, wird das Angebot an Gütern erhöht und die Wettbewerbsfähigkeit verbessert, so daß sich das Leistungsbilanzdefizit langfristig auch ohne eine Abwertung verringert.

Die bisherige Verwendung der Defizite wird eher skeptisch beurteilt, da ein großer Teil der Transfers in die neuen Länder in den Konsum fließt und die Investitionen noch nicht ausreichen, um die Produktivität in Ostdeutschland an die westdeutsche heranzuführen. Für die Zukunft ist aber ein gewisser Optimismus festzustellen. Dieser gründet sich einerseits auf die Tatsache, daß 1992 die Investitionen in den neuen Ländern stark gestiegen sind, und andererseits auf den weiter fortschreitenden Abbau von Investitionshemmnissen wie z.B. ungeklärte Eigentumsverhältnisse und mangelnde Infrastruktur[17].

Position der Deutschen Bundesbank

Eine nominale Abwertungstendenz aufgrund einer hohen Staatsverschuldung kann auch dann entstehen, wenn diese Verschuldung in Ländern mit einer abhängigen Zentralbank von einer expansiven Geldpolitik begleitet wird. Dies trifft für Deutschland zwar nicht zu, durch die Einbindung in das Europäische Währungssystem ist jedoch eine ähnliche Wirkung entstanden: Um den aus der Nachfrageerhöhung resultierenden Aufwertungsdruck aufzufangen, hat die Bundesbank das starke Geldmengenwachstum zugelassen – aus Rücksicht auf die Wechselkurse zu den preisstabilen EWS-Währungen, insbesondere auf den DM/FF-Kurs, und mit Blick auf die schwache Konjunktur in den Partnerländern. Im Ergebnis hat die einigungsbedingte Staatsausgabenerhöhung also eine expansive Geldpolitik verursacht.

Bereits in der Vergangenheit hat die Deutsche Bundesbank bei ihrer Politik die Wechselkursentwicklung berücksichtigt[18]; ihr Verhalten während und nach der Septemberkrise des EWS hatte aber eine neue Qualität[19]: Als der Franc im September 1992 unter Abwertungsdruck geriet, reagierte die Bundesbank mit einer umfassenden Unterstützung für den Franc. Erstmals seit Bestehen des EWS intervenierte sie intramarginal bzw. finanzierte intramarginale Interventionen. Obwohl der Franc am 22. September 1992 mit 15 Mrd. DM gestützt werden mußte[20], beteiligte sich die Bundesbank an einer Erklärung der Regierungen und Zentralbanken Frankreichs und Deutschlands, in der festgestellt wurde, daß die geltenden Leitkurse zwischen ihren Währungen die Situation ihrer Volkswirtschaften richtig widerspiegelten und daß keine Änderung ihrer Leitkurse gerechtfertigt sei[21].

Die Bundesbank signalisierte damit, daß der DM/FF-Kurs zu ihren Zielen gehört und daß sie bereit ist, ihre Geldpolitik entsprechend anzupassen. Das Vertrauen in

[16] R. Pohl, a.a.O.; Sachverständigenrat: Für Wachstumsorientierung – gegen lähmenden Verteilungsstreit, Jahresgutachten 1992/93, Stuttgart 1992, Ziffer 326.

[17] Sachverständigenrat, a.a.O., Ziffern 108-111 und 326; Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 1992, S. 29 ff.

[18] So hat sie zum Beispiel die Überschreitung der Geldmengenziele in den Jahren 1986 und 1987 mit „außenwirtschaftlichen Zwängen" bzw. mit „Rücksicht auf die Wechselkurspolitik" begründet (Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 1986, S.36; ebenda, 1987, S. 40).

[19] B. Herz: Die Folgen der September-Krise des EWS, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 73. Jg. (1993), H. 5, S. 247-251.

[20] Angabe aus dem Handelsblatt vom 24. 9. 1992.

[21] Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 1992, S. 50.

die Bundesbank und somit in die DM wurde dadurch erschüttert[22]. Von den Spannungen im EWS im Juli 1993 profitierten deshalb andere internationale Anlagewährungen wie der US-$, da bei den Anlegern Unsicherheit darüber bestand, ob es zu einem Realignment oder zu weiteren Zinssenkungen in Deutschland kommen würde.

Schließlich wurde der Konflikt zwischen dem Geldmengen- und dem Wechselkursziel so groß, daß die Bundesbank in der Zentralbankratssitzung am 29. 7. 1993 die Wechselkurse im EWS als Ziel aufgab. Sie enttäuschte – trotz der Spannungen im EWS – die Erwartungen auf eine Senkung des Diskontsatzes. Die Finanzmärkte reagierten mit einer massiven Spekulation gegen jetzt abwertungsverdächtige Währungen und erzwangen eine Änderung der Regeln im EWS am 2. 8. 1993. Durch die auf 15% erweiterten Bandbreiten hat die Bundesbank die Möglichkeit der Geldmengensteuerung zurückgewonnen.

Fazit

Die vereinigungsbedingte Nachfrageerhöhung in Deutschland hat einen realen Aufwertungsdruck für die DM verursacht. Um den Abwertungsdruck auch für die preisstabilen EWS-Währungen – wie den Französischen Franc und die Dänische Krone – zu erklären, muß also nicht das vielzitierte „historisch gewachsene Vertrauen in die DM" herangezogen werden.

Es ist viel Schaden daraus entstanden, daß auf den Aufwertungsdruck aus politischen Gründen nicht frühzeitig mit einem umfassenden Realignment reagiert wurde. Anfang 1991 hätte eine Anpassung der Leitkurse weder die Glaubwürdigkeit des EWS noch die Glaubwürdigkeit der französischen und der dänischen Geldpolitik in Frage gestellt.

Die Bilanz dieser Politik sieht folgendermaßen aus: In Deutschland mußte eine expansive Geldpolitik durchgeführt und eine dem Stabilitätsziel widersprechende hohe Inflationsrate zugelassen werden. In den Partnerländern, die am nominalen Wechselkurs festhalten wollten, war eine restriktive Geldpolitik notwendig, die die ohnehin schwache Konjunktur weiter belastete. In der Krise des EWS vom September 1992 mußten erstmals seit Bestehen des EWS zwei Währungen – die Lira und das Pfund – aus dem Wechselkursmechanismus ausscheiden, und weitere Währungen wurden abgewertet. Dennoch hielten die Finanzminister daran fest, daß es „im Kern des EWS" keine Leitkursänderungen geben soll. Im Juli 1993 schließlich konnte auch diese Position nicht mehr durchgehalten werden, und mit der Erweiterung der Bandbreiten auf ±15% ist der Wechselkursmechanismus faktisch ausgesetzt. Diese – durch rechtzeitige Leitkursanpassungen vermeidbaren – Krisen haben die Finanzmärkte verunsichert, führten zu hohen Verlusten der Zentralbanken und erschütterten die Glaubwürdigkeit der europäischen Währungspolitik.

Die weiten Bandbreiten ermöglichen endlich wieder jedem Land, eine angemessene Geldpolitik durchzuführen. Es bleibt abzuwarten, wie die Zentralbanken diesen Spielraum nutzen werden und wie sich die Wechselkurse dann entwickeln. Wenn sich die Kurse auf neuen, gleichgewichtigen Niveaus einspielen, kann – mit veränderten Leitkursen – zu engen Bandbreiten zurückgekehrt werden. Aber auch dann bleibt als Lehre aus den Krisen festzuhalten, daß das EWS wieder flexibler gehandhabt werden muß: Ein Aufschieben notwendiger Realignments nützt schließlich nur den Spekulanten, die daran auf Kosten der Zentralbanken verdienen.

[22] So schrieb z.B. das Wall Street Journal Europe, Brüssel, am 13. 7. 1993 in seinem Artikel *The Franc and the Fundamentals*: „... and the political pressures to keep the ERM together mean that confidence in the Bundesbank is weakened" (zitiert nach Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 50/1993 vom 16. Juli 1993).

HERAUSGEBER: HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg (Präsident: Prof. Dr. Erhard Kantzenbach, Vizepräsident: Prof. Dr. Hans-Jürgen Schmahl)

Geschäftsführend: Dr. Otto G. Mayer

REDAKTION:
Dr. Klaus Kwasniewski (Chefredakteur), Wiebke Bruderhausen, Dipl.-Vw. Susanne Erbe, Dipl.-Vw. Claus Hamann, Dipl.-Vw. Christoph Kreienbaum, Helga Wenke, Dipl.-Vw. Irene Wilson, M.A.

Anschrift der Redaktion: Neuer Jungfernstieg 21, 20347 Hamburg, Tel.: (040) 3562306/307

Verlag und Anzeigenannahme:
Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG, Waldseestraße 3-5, 76530 Baden-Baden, Tel. (07221) 2104-0, Telefax (07221) 210427

Bezugsbedingungen: Abonnementpreis jährlich DM 106,– (inkl. MwSt.), Studentenabonnement DM 53,– zuzüglich Porto und Versandkosten (zuzüglich MwSt. 7%); Einzelheft DM 9,–; Abbestellungen vierteljährlich zum Jahresende. Zahlungen jeweils im voraus an: Nomos-Verlagsgesellschaft, Stadtsparkasse Baden-Baden, Konto 5-002266

Anzeigenpreisliste: Nr. 1 vom 1. 1. 1993

Erscheinungsweise: monatlich

Druck: AMS Wünsch Offset-Druck GmbH, 92318 Neumarkt/Opf.

Die Zeitschrift sowie alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischem System.
Namentlich gezeichnete Artikel müssen nicht die Meinung der Herausgeber/Redaktion wiedergeben. Unverlangt eingesandte Manuskripte – für die keine Haftung übernommen wird – gelten als Veröffentlichungsvorschlag zu den Bedingungen des Verlages. Es werden nur unveröffentlichte Originalarbeiten angenommen. Die Verfasser erklären sich mit einer nicht sinnentstellenden redaktionellen Bearbeitung einverstanden.