

DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG
(INSTITUT FÜR KONJUNKTURFORSCHUNG)

Wochenbericht

25. Jahrgang

Berlin, den 20. Juni 1958

Nummer 25

Nachdruck und sonstige Verbreitung — auch auszugsweise — ohne Quellenangabe nicht zulässig

Zehn Jahre Deutsche Mark

Am 20. Juni jährt sich zum zehnten Male der Tag, an dem die Bundesrepublik eine neue Währungsordnung erhielt. Rückblickend wird man mit einigem Stolz feststellen können, daß diese Reform, die zunächst als ein ebenso kühnes wie vielleicht brutales Experiment erschien, sich als ein nicht nur notwendiger, sondern auch erfolgreicher Schritt im Wiederaufbau der westdeutschen Wirtschaft erwiesen hat. Kühn war das Experiment deshalb, weil fast jegliche historischen Parallelen fehlten, deren Erfahrungen man sich hätte zunutze machen können, und weil man gleichzeitig mit der Schaffung einer neuen Währungsordnung die Wirtschaft einem ebenfalls neuen Ordnungssystem anvertraute, das an die Stelle der staatlichen Reglementierung und des Bezugscheines wieder den Mechanismus des Marktes als die entscheidende Instanz für die Regulierung von Angebot und Nachfrage setzte. Aus der Zielsetzung, das wirtschaftliche Chaos der ersten Nachkriegsjahre so schnell wie möglich zu beseitigen und auf einen schrittweisen, sich über Jahre erstreckenden Übergang von der staatlich reglementierten Bezugscheinwirtschaft zur freien Marktwirtschaft zu verzichten, ergab sich von selbst die Notwendigkeit, den Währungsschnitt so tief und so hart zu machen, daß das bisherige groteske Mißverhältnis zwischen Güter- und Geldvolumen durch eine einmalige Operation beseitigt wurde. Es waren — wenn man so will — einfache quantitätstheoretische Überlegungen, welche die Schärfe und die — besonders für den Sparer so fühlbare — Brutalität dieses Währungsschnitts bestimmt hatten.

Die ersten Jahre: Arbeitslosigkeit und Zahlungsbilanzdefizit

Das neue Geldvolumen entstand zunächst aus der sogenannten „Erstausrüstung“ aller natürlichen und juristischen Personen, der Öffentlichen Hand und der Militärregierungen, sowie durch die DM-Gutschriften für abgewertete RM-Einlagen der Nichtbanken und durch Landeszentralbank-Girogutschriften zugunsten der Geldinstitute. Ein hoher Anteil von Konsumenten-

tengeld an der anfangs sehr knappen gesetzlichen Geldschöpfung sollte die Warenzirkulation von der letzten Nachfrage her anstoßen und damit den Händlern und Produzenten geldliche Mittel vornehmlich über den Abbau ihrer Läger zuführen. Die bei dem Warenhunger der Verbraucher schnell vonstatten gehende Umwandlung des Konsumentengeldes in Produzentengeld wurde damit zum Ausgangspunkt für die Finanzierung und damit auch für die Ingangsetzung einer marktwirtschaftlich orientierten Erzeugung.

Nach den ersten Kaufwellen und dem Tendenzwandel von Verkäufer- zu Käufermärkten wurden jedoch bereits Anfang 1949 strukturelle Probleme sichtbar, die mit monetären Mitteln allein nicht zu bewältigen waren. Auf dem Arbeitsmarkt herrschte Überangebot. Die rasche Absorption dieser freien Kräfte durch expansive Kreditpolitik scheiterte am Mangel an Arbeitsplätzen infolge ungenügender Kapitalausstattung der Wirtschaft. Die Geldkapitalbildung aus freiwilligen Ersparnissen der Nichtunternehmer war sowohl wegen der noch ungenügenden Höhe der Einkommen, aus denen hätte gespart werden können, wie auch wegen der — verständlicherweise — fehlenden Neigung der privaten Haushalte, Geld zu sparen, bedeutungslos. Daher konnte die für die Expansion notwendige Kapitalausstattung vornehmlich nur aus zwei Quellen gewonnen werden: den für Investitionszwecke verwandten Gewinnen der Unternehmungen und der Kapitalhilfe des Auslandes.

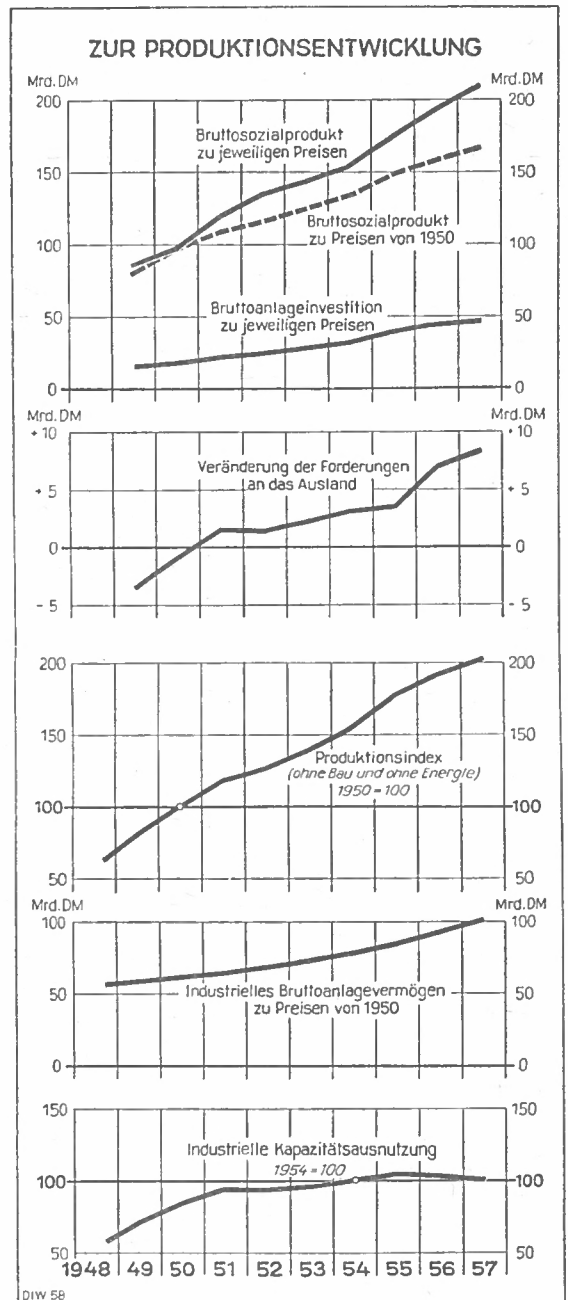
Die erstgenannte Quelle, die sogenannte Selbstfinanzierung, kam jedoch bis Mitte 1950 zunächst wieder mehr und mehr zum Erliegen, da der Zuwachs der inlandswirksamen heimischen Nachfrage erheblich nachließ und die Konjunktur auch international sehr fühlbare Schwächetendenzen zeigte. Die anfangs noch schlechte Ausnutzung des ohnehin bescheidenen Produktionspotentials der westdeutschen Wirtschaft konnte unter diesen Bedingungen in vielen Industriezweigen nur langsam verbessert werden. Der Kreditbedarf der Wirtschaft ließ nach, und der von der Notenbank nach der

Kreditrestriktion im Herbst 1948 ab Frühjahr 1949 ständig erweiterte Refinanzierungsspielraum wurde von den Kreditinstituten bei weitem nicht voll in Anspruch genommen. Die Außenhandelsliberalisierung sowie die von der Abwertung des englischen Pfundes (Herbst 1949) ausgehende Abwertungswelle gegenüber dem Dollar, die für die Bundesrepublik wegen ihrer unter dem allgemeinen Satz liegenden Abwertung einer Aufwertung gegenüber den übrigen Ländern gleichkam, lösten jedoch einen nicht unbedeutlichen Importsog aus, der wesentlich zur stärkeren Verschuldung der Kreditinstitute bei der Zentralbank beitrug und die allgemeine Preisentwicklung nach unten zwang.

Bei der relativen Schwäche der inlands wirksamen heimischen Nachfrage, die zunächst auch noch nach dem winterlichen Tiefpunkt 1949/50 anhielt, war eine Steigerung der Ausfuhr möglich. Die schon in der ersten Hälfte des Jahres 1950 in Erscheinung getretene Aktivierung der westdeutschen Leistungsbilanz zeigte die Ausfuhr zum ersten Male in jener Rolle, die sie in den folgenden Jahren als einer der entscheidenden Faktoren für die Expansion der westdeutschen Wirtschaft gespielt hat.

Zunächst wurde diese Entwicklung allerdings noch einmal von starken exogenen Kräften überlagert, die durch die Korea-Hausse im Juni 1950 ausgelöst wurden. Die Position der Notenbank zur Dämpfung dieses Booms war alles andere als günstig. Zwar zeichnete sich das Angebot wegen der reichlich vorhandenen Produktionsreserven durch eine relativ hohe Elastizität aus, der Wirtschaft standen jedoch in vorher angesammelten liquiden Mitteln noch größere notenbankunabhängige Finanzierungsquellen zur Verfügung, die durch die gerade jetzt wirksam werdenden Steuersenkungen und -rückerstattungen zusätzlich angereichert wurden. Ab September 1950 trat hierzu eine typische Kreditexpansion, die in der geringen bisherigen Ausweitung des Kreditvolumens und dem Abbau des Refinanzierungsobligos der Geldinstitute beim Zentralbanksystem günstige Voraussetzungen fand. Die Restriktionsmaßnahmen der Notenbank setzten erst verhältnismäßig spät ein. Den Preisauftrieb aber hätte auch ein früheres Eingreifen nicht verhindern können, da dieser in erster Linie durch internationale Faktoren (stark steigende Preise auf den internationalen Rohstoffmärkten) bedingt war; auch partielle Produktionsengpässe der Binnenwirtschaft spielten in diesem Zusammenhang eine Rolle.

Im übrigen war 1950 das letzte Jahr, in dem das Zentralbanksystem durch die Passivität der westdeutschen Leistungsbilanz sowie durch die Einzahlungsüberschüsse auf den Zentralbankkonten der Auslandshilfe den Banken und der Wirtschaft Zentralbankgeld entzog und damit die Geldversorgung kontraktiv beeinflusste. Die Erweiterung des Geldvolumens wurde demnach ausschließlich aus der Kreditexpansion gespeist. Bei dem starken Refinanzierungszwang der Geschäftsbanken, der bis Ende 1951 anhielt, erfolgte die Kreditschöpfung in enger Fühlung mit der Notenbank. Immerhin unterschied sich die Lage im Jahre 1951 unter den Nachwirkungen



der Kreditrestriktionen und der Entliberalisierung des Vorjahres von der vorangegangenen Phase durch nachlassende Kreditnachfrage bei nicht entsprechend gesunkenem Mittelaufkommen bei den Kreditinstituten. Die Bedeutung der Kreditexpansion trat zurück und es begann die Phase, in der die Nettodevisenankäufe des Zentralbanksystems in nennenswertem Umfang als Geldschöpfungsfaktor in Erscheinung traten.

Zahlungsbilanzüberschuß und Kapitalmarkt als Probleme der zweiten Phase

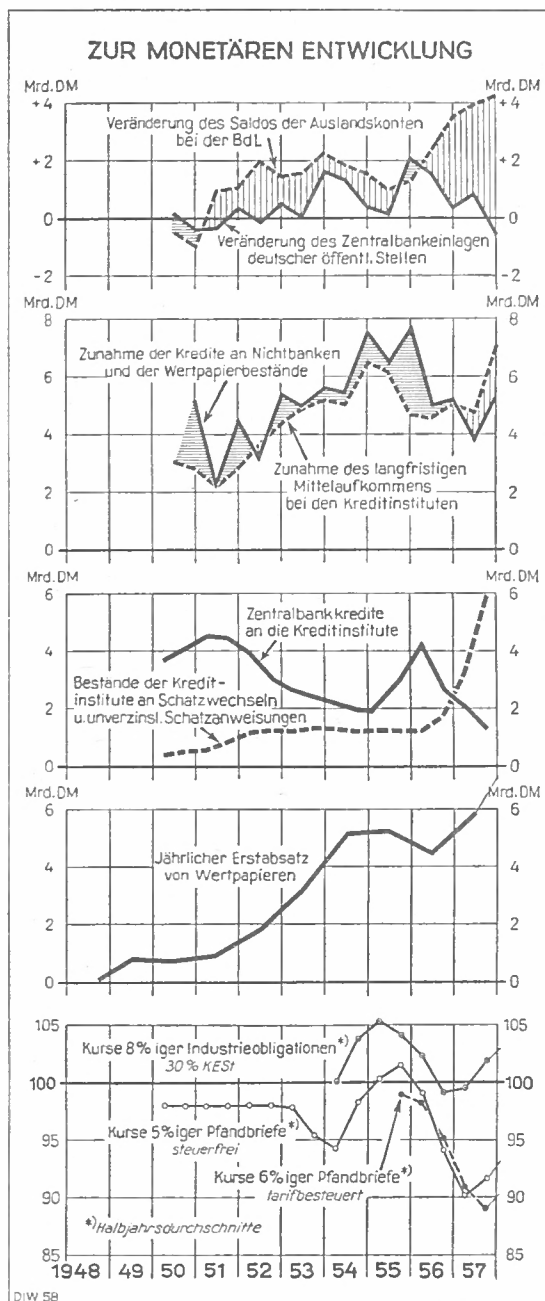
Ein wesentliches Ziel der Wirtschafts- und Währungspolitik war Ende 1951 erreicht: die Bundesrepublik steht seitdem außenwirtschaftlich auf eigenen Füßen. Die Arbeitslosenquote war allerdings seit 1949 nur von 8,8 vH auf

7,7 vH gesunken, obwohl die Beschäftigtenzahl 1951 die Zahl der unselbständigen Erwerbspersonen (einschließlich der Arbeitslosen) des Jahres 1949 erreichte. Inzwischen hatte das Arbeitskräftepotential durch den Flüchtlingsstrom einen erheblichen Zuwachs erfahren; damit unterlag die Arbeitslosenquote einer starken Eigenbewegung. Die Währungspolitik stand aber jetzt vor neuen Fragen: nämlich Problemen des Zahlungsbilanzüberschusses und des Kapitalmarktes.

Zunächst stellte der Zahlungsbilanzüberschuß allerdings weniger ein außenwirtschaftliches als ein geldpolitisches Problem dar, denn die Anlage einer gewissen Gold- und Devisenreserve war notwendig und erwünscht. Auf Grund des Nettodevisenzustroms überwogen bis einschließlich 1954 die liquiditätserhöhenden Bestimmungsgründe jene Faktoren, die, wie etwa die Bildung von öffentlichen Einlagen im Zentralbanksystem oder die Zunahme des Bargeldumlaufs, den Kreditinstituten Zentralbankgeld entzogen. Der Liquiditätsstrom wurde von den Banken konsequent bis zu den im vierten Quartal 1954 einsetzenden Anspannungen beim Zentralbanksystem zur Verminderung ihres Refinanzierungsobligos verwandt, das bereits Ende 1951 seinen Höhepunkt erreicht hatte. Daraus aber geht hervor, daß die bis 1955 stetig wachsenden Zentralbankeinlagen öffentlicher Stellen keineswegs genügt hatten, zusammen mit den übrigen liquiditätsmindernden Faktoren (Bargeldumlauf, Mindestreserven und Offenmarktpolitik) ein ausreichendes Gegengewicht gegen die Verflüssigung zu bilden.

Infolge des Devisenzustroms erhielten die Kreditinstitute Zentralbankgeld, ohne ihre Kreditkontingente beanspruchen zu müssen. Die Notenbank hatte auf die Auslandsnachfrage nach deutschen Exportgütern selbstverständlich keinen Einfluß. Da sie durch ihre zentrale Stellung als Devisenankäufer zu festen Kursen gezwungen war, die Geldschöpfung stetig weiterzutreiben, versuchte sie, als diese ein bedrohliches Ausmaß annahm, etwas von vornherein Unmögliches, nämlich der Liquiditätsschwemme durch restriktive Maßnahmen, welche die innere Expansion trafen, Herr zu werden. Der Zeitraum, in dem die „Konkurrenz“ zwischen in- und ausländischen Investoren unter kreditpolitischer Behinderung der ersteren eine gewisse Rolle gespielt hat, umfaßte allerdings nur eine verhältnismäßig kurze Phase im Frühjahr 1956. Die Ausfuhrüberschüsse des Jahres 1954 und der ersten Hälfte des Jahres 1955 hatten zu einer so starken Ausdehnung des Kreditpotentials der Banken geführt, daß dessen Mobilisierung nur mit einer gewissen Zeitverzögerung durch die Mittel der Notenbank bekämpft werden konnte. Solange stand den Kreditinstituten auf Grund ihres im Mai 1955 erreichten niedrigen Obligos beim Zentralbanksystem ein weiter Spielraum für die Kreditexpansion zur Verfügung, bis dann hauptsächlich die Rediskontkontingente einen spürbaren Liquiditätsdruck ausübten.

Für den Kapitalmarkt ergaben sich gerade aus der Entwicklung des Geldmarktes im Jahre 1955 neue Probleme. Zum ersten Male seit 1950 über-



wogen wieder die liquiditätsmindernden Bestimmungsgründe der Geldversorgung, vor allem auf Grund der Zunahme von Zentralbankeinlagen öffentlicher Stellen im zweiten Halbjahr 1955, die schon allein, also ohne Einbeziehung der anderen liquiditätsmindernden Faktoren wie Bargeldumlauf usw., in diesem Jahr annähernd an die Nettodevisenankäufe des Zentralbanksystems heranreichten. Die damit einhergehende Verringerung der Geldkapitalbildung bei stark zunehmender Verschuldungsbereitschaft der Wirtschaft führte zu einer Diskrepanz zwischen Mittelaufkommen und Kreditgewährung, bei der die Banken die im Aktivgeschäft gebotenen Möglichkeiten nur dadurch wahrnehmen konnten, daß sie die Refinanzierung erhöhten und ab September 1955 ihre Wertpapierkäufe stark einschränkten. Die Aufnahme des gegenüber dem

Vorjahr noch gestiegenen Wertpapierangebots war daher nur bei rückläufiger Kursbewegung möglich.

Die beträchtliche Geldmarktempfindlichkeit des Kapitalmarktes war eine Folge der Rolle, welche die Banken seit 1953 als Wertpapierkäufer gespielt hatten. Bis zum ersten Halbjahr 1955 hatten die Kreditinstitute — auch noch nach dem Auslaufen des Kapitalmarktförderungsgesetzes — in der Erhöhung ihrer Wertpapierbestände einen Ausgleich für das bei starker Geldkapitalbildung schwache Aktivgeschäft gesucht. Die Konsolidierung der hohen Einlagen an längerfristigen Fremdmitteln durch direkten Wertpapiererwerb der Einleger und damit eine Verkürzung der Bankbilanzen sowie Beseitigung des Geldüberhangs war nicht erfolgt. Diese unzureichende Konsolidierung stellte bis vor kurzem das eigentliche Kapitalmarktproblem dar. Zwischen hat sich jedoch die Mittelbeschaffung der Investoren über den Wertpapierabsatz auch an Nichtbanken stärker belebt, und Zinssenkungen haben sich seit dem Kapitalmarktrückschlag 1955/56 allmählich durchsetzen können.

Der im westdeutschen Fall besonders gelagerte Zusammenhang zwischen Zahlungsbilanzüberschuß, Geld- und Kapitalmarkt hat in der bisherigen Entwicklung die Handlungsfreiheit der Notenbank wiederholt stark eingeschränkt, da ein kontinuierlich fließender Devisenstrom, der außerhalb des Einflßbereichs der Notenbank entsteht, die Liquiditätspolitik der Zentralbank vor schwierige Aufgaben stellt. Bei der engen Kommunikation zwischen Geld- und Kapitalmarkt war weder ein Überfließen monetärer Mittel in den Kapitalmarkt noch umgekehrt — in Phasen der Liquiditätsanspannung — eine Remonetisierung von langfristigen Schuldtiteln zu verhindern. Die bisherige Entwicklung des Kapitalzinses spiegelt diese zeitweilig sehr enge Korrelation zwischen Geld- und Kapitalmarkt deutlich wider, wobei die von Liquiditätsverknappungen, steigenden Geldmarktsätzen und Diskonterhöhungen ausgelösten Zinssteigerungen auf dem Kapitalmarkt sich schnell und sehr akzentuiert durchsetzten, während umgekehrt Entlastungen von der Geldmarkseite her sich nur allmählich und abgeschwächt im sinkenden Zinstrend des Kapitalmarktes niederschlugen.

Im übrigen wird man heute rückblickend feststellen können, daß die expansiven Kräfte — nach dem Abklingen des Investitionsbooms der Jahre 1954/55 — sicherer und nachhaltiger durch die wachsende Ausfuhr als durch Zinssenkungen zur Anregung der inländischen Investitionstätigkeit gefördert wurden. Die gesunkene Zuwachsrate des Bruttosozialprodukts in den Jahren 1956 und 1957 bei kaum verringerter Investition läßt jedenfalls nur beschränkt Raum für die Vermutung einer Belebung der Inlandsinvestition durch Zinssenkungen. Auch die Höhe des unausgenutzten Kreditpotentials der Banken, das aus den hohen Devisenüberschüssen in Verbindung mit dem Entschuldungsstreben der Wirtschaft resultierte, deutet in die gleiche Rich-

tung. Allein die hohe ausländische Nachfrage im Verein mit der öffentlichen Ausgabenentwicklung schwächte bisher die kontraktive Wirkung dieser Schuldenverminderung ab. Bessere Hoffnungen auf eine positive Wirkung von Zinssenkungen stützen sich auf die vorhandenen Reserven zinsempfindlicher Investitionen in Bereichen mit geringem Kapazitätseffekt außerhalb der Industrie (Verkehrswesen, Wohnungsbau) und in einigen Grundstoffindustrien, die bis heute erst eine Teilmodernisierung ihrer Anlagen erreichen konnten.

Die Notwendigkeit zur aktiven Förderung der inneren Nachfrage ist heute jedoch schon deshalb größer als 1956/57, weil die Inlandsnachfrage nicht mehr wie in den Vorjahren mit einer stark expansiv wirkenden Auslandsbeanspruchung des inländischen Sozialprodukts zu konkurrieren hat. Selbst anhaltende Ausfuhrüberschüsse würden hieran grundsätzlich nichts ändern, sofern nicht die Ausfuhr selbst wieder verstärkt zunimmt, was jedoch bei der gegenwärtigen internationalen Konstellation ausgeschlossen ist.

An außenwirtschaftliche Grenzen dürfte eine innere Nachfrageexpansion jedenfalls nicht stoßen. Nur der konjunkturpolitische Einsatz der Devisenreserve wäre ein Beweis dafür, daß beim gegenwärtigen Stand der internationalen konjunkturpolitischen Koordination die Anlage eines Devisenfonds per Saldo und auf längere Sicht nicht unbedingt auf Kosten heimischen Konsums und heimischer Investition erfolgen muß. Gerade unter längerfristigen, wachstumspolitischen Aspekten kann dann der auf eine kurze Periode fixierte und angestrebte Ausgleich der Zahlungsbilanz genau so unerwünscht sein wie etwa die jährliche Balance des Staatsbudgets.

Zusammenfassend bleibt festzustellen, daß der monetären Beeinflussung eines Wachstumsprozesses, der bei stabilen Preisen ablaufen soll, enge Grenzen gezogen sind. Das beweisen die Schranken, auf die in den ersten Jahren des Aufbaus die volle Auslastung des Arbeitskräftepotentials wegen des Fehlens komplementärer Kapitalausstattung stieß, die nur im Zuge hoher Ausnutzung der vorhandenen Erzeugungsmöglichkeiten beschafft werden konnte; das beweisen ferner die geringen Einflüsse auf das Sparen, die Sparformen und die Investitionen, die von isolierten Notenbankmaßnahmen in Zeiten großen Gewichts exogener politischer Faktoren ausgehen. Auch die von der Notenbank ebenfalls als gegeben hinzunehmenden Bedingungen der außenwirtschaftlichen Ordnung und der Konjunkturpolitik des Auslandes sind in diesem Zusammenhang zu nennen. Wenn trotz dieser Hemmungen und Begrenzungen die westdeutsche Notenbankpolitik in der großen Linie die Antinomie zwischen Wachstum und Preisstabilität immer wieder überbrücken und ausgleichen konnte, so ist dies gerade unter dem Gesichtspunkt, daß falsche zentralbankpolitische Maßnahmen zwar alles vernichten, richtige Maßnahmen dagegen noch keineswegs alle Gefährdungsmomente beseitigen können, als echte Leistung zu werten.

