

DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

Institut für Konjunkturforschung

WOCHEN BERICHT

34. Jahrgang

Berlin, den 14. Juli 1967

Nummer 28

Das Sozialprodukt der Bundesrepublik Deutschland im ersten Halbjahr 1967

Ein Jahr Rezession — eine Million verwaiste Arbeitsplätze

Vor nunmehr einem Jahr hat in der Bundesrepublik die rezessive Entwicklung eingesetzt, deren Intensität deutlich darin zum Ausdruck kommt, daß heute fast eine Million weniger Arbeitnehmer beschäftigt sind als im Juni 1966. In der Industrie ist jetzt jeder zehnte, im Bauhauptgewerbe jeder siebente Arbeitsplatz unbesetzt. Die Zahl der Beschäftigten in der gesamten Volkswirtschaft ist um 4 vH zurückgegangen, die durchschnittliche Leistung je Beschäftigten nahm aus strukturellen Gründen und infolge von Arbeitszeitverkürzungen nur noch um 2 vH zu. Entsprechend klappt die Lücke zwischen dem — aus der Sicht von Mitte 1966 — erreichbaren und im zweiten Quartal 1967 tatsächlich erreichten Produktionsstand: Statt 4 vH Zunahme bei „angemessenem“ Wachstum und konstanter Beschäftigung stellten sich 2 vH Abnahme des realen Sozialprodukts ein. So jedenfalls lautet das Ergebnis einer vorläufigen Berechnung für das zweite Quartal nach dem Stand der bislang vorliegenden statistischen Informationen.

Die Beschäftigungsabnahme spiegelt sich nur zu einem relativ kleinen Teil in der Zunahme der heimischen Arbeitslosigkeit. Ungefähr in gleichem Ausmaß — je 300 000 Arbeitnehmer — nahmen im Vergleich Juni 1967/66 die inländische und die „exportierte“ Arbeitslosigkeit zu (Entlassung von Gastarbeitern). Eher noch größer waren die Abgänge, die nicht zu sichtbarer Arbeitslosigkeit führten: Neben der altersstrukturbedingten Abnahme der Erwerbsfähigen wirkte sich vor allem aus, daß viele arbeitswillige Rentner entlassen wurden.

Entstehung, Verteilung und Verwendung des Sozialprodukts Zuwachs gegenüber dem Vorjahr in vH

	1966				1967	
	I	II	III	IV	I	II ¹⁾
Entstehung (Nettoproduktionswerte)						
Land- und Forstwirtschaft	- 4	0	2	2	4	4
Warenprod. Gewerbe . . .	7,5	5,5	5	1	- 4	- 5
Handel u. Verkehr	10	7	6	2	1	- 2
Dienstleistungen	10,5	11,5	12	12	10	7,5
Bruttoinlandsprodukt . .	8	7	6,5	3,5	1	- 1
Verteilung (Verfügbare Einkommen)						
Private Haushalte	6,5	5,5	7	4	3,5	1
Nettolöhne u. Gehälter . .	8,5	6	6	3,5	1,5	- 2,5
Entnommene Gewinne . .	- 1,5	2,5	7	2,5	1,5	0
Übertragungen	9,5	7,5	9,5	8	10	11,5
Staat	12,5	16,5	8	1	- 3	- 9
Unternehmen ²⁾	- 4	- 4	- 8	- 15	- 63	- 12
Übrige Welt ³⁾	15	- 24	0	14	0	0
Nettosozialprodukt ⁴⁾ . .	7,5	7	6	3	0	- 2
Verwendung (zu jeweiligen Preisen)						
Verbrauch	10,5	8	6,5	4,5	4,5	1,5
Privat	10,5	7,5	6,5	4	3,5	1
Öffentlich	11,5	9	7	7,5	8,5	4
Anlageinvestitionen . . .	10	5,5	0	- 2	- 9	- 13,5
Bauten	15	7,5	3	2	- 4	- 11
Ausrüstungen	6	3,5	- 3,5	- 6,5	- 13	- 16
Ausfuhr	9	13	16,5	12	9,5	12
Einfuhr	12	5	2	1	- 6,5	- 2,5
Bruttosozialprodukt, nom.	8	7,5	6,5	3,5	1	- 1
Deflationierungsfaktor . .	4,5	4	3,5	3	3	1
Bruttosozialprodukt, real	3,5	3,5	3	0,5	- 2	- 2
davon: Arbeitsvolumen . .	0,5	- 1	- 1,5	- 2,5	- 4,5	- 4
Produktivität	3	4	4,5	3	2,5	2

¹⁾ Vorläufige Zahlen. — ²⁾ Nicht entnommene Gewinne und empfangene Übertragungen. — ³⁾ Empfangene Übertragungen von inländischen Sektoren. — ⁴⁾ Zu Marktpreisen.

Ungenutzte Kapazitäten — sinkende Investitionen

So wird die Arbeitslosigkeit als nationales Problem bisher zwar gemildert, doch in voller Höhe der

Entlassungen liegen die entsprechenden Produktionskapazitäten jetzt brach. Bereits eingesetzte Investitionen mußten wieder „auf Lager genommen“ werden; sie erweisen sich als Fehldispositionen und schmälern die produktionswirksame Nachfrage der Investoren vorerst erheblich. Im zweiten Quartal 1967 kauften die Unternehmen bereits etwa 16 vH weniger Ausrüstungsinvestitionen als im Jahr zuvor.

Kaum besser ist die Situation bei den Bauinvestitionen. Hier dämpfte zwar der Wohnungsbau die Abschwächung, in dem mageren Gesamtergebnis zeigt sich jedoch auch, welche Chancen der unmittelbaren Einflußnahme auf die Produktion der Staat vergeben hat. Solange die Wirtschaft florierte, expandierten die öffentlichen Investitionen erheblich, gab es weder vom Bedarf noch von der Planung her Schwierigkeiten, rund 20 vH Mehrausgaben im Durchschnitt der Jahre 1962—1964 sinnvoll einzusetzen. Seit 1965 wurden aber dann die öffentlichen Investitionen zum Lückenbüßer — zum Ausgleichsposten der zunehmenden Etatbelastung durch öffentliche Personal- und Transferausgaben: Zunächst nur relativ und bei noch zügiger Entwicklung der öffentlichen Einnahmen (+ 5 vH Bauinvestitionen 1965/66), jetzt absolut bei stagnierenden Einnahmen (vermutlich — 15 vH Bauinvestitionen im zweiten Quartal 1967). Damit geht rund ein Drittel der Beschäftigtenabnahme seit Mitte 1966 im Baugewerbe auf das Konto der öffentlichen Investitionen, während durch ein rechtzeitiges Einschwenken auf den alten — und vom Bedarf her nach wie vor gerechtfertigten — Investitionskurs die Rezession in der Bauwirtschaft hätte abgefangen werden können.

Stagnation zur Jahresmitte?

Immerhin scheinen sich jetzt die Aufträge aus dem Eventualhaushalt wenigstens soweit auszuwirken, daß die Bauproduktion auf niedrigerem Niveau stagniert. Ohne nachhaltige Steigerung der öffentlichen Investitionen wird aber auch dieses Niveau nicht zu halten sein. Nach den bitteren Erfahrungen der jüngsten Vergangenheit sollte es schließlich möglich sein, aus der destruktiven Enge partialen Denkens und partialer Handlungsunfähigkeit herauszufinden. Zweifellos sieht in der Globalbetrachtung der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung, bei der Abstraktion der vielen öffentlichen Hände zum Staat als ökonomische Einheit, vieles einfacher aus, als es ist. Folgende überschlägige Rechnung ist aber keineswegs so abstrakt:

Eine Million öffentlicher Bauinvestitionen kostet den Staat netto rund 650 000 DM; denn der Ausgabe folgen in kurzer Zeit ungefähr 200 000 DM Einnahmen aus indirekten Steuern und Gewinnabgaben sowie 150 000 DM an Lohnsteuern und Sozialversicherungsbeiträgen. Umgekehrt „spart“ der Staat per Saldo nur rund 350 000 DM, wenn die Kürzung der Investitionsausgaben um 1 Mill. DM zu Produktionsausfällen und Arbeitslosigkeit führt.

Es fehlen nicht nur die Einnahmen, sondern zusätzlich steigt der Sozialetat (Arbeitslosengeld) um rund 300 000 DM. Ohne die Berücksichtigung weiterer Folgewirkungen schrumpft ein Defizit also lediglich um rund ein Drittel der produktionswirksamen Ausgabenminderung.

Private und öffentliche Investoren haben sich gleichermaßen restriktiv verhalten; fast 6 Mrd. DM Investitionsgüterproduktion fehlten im zweiten Quartal gegenüber dem Planziel von 4 vH Wachstum. Hinzu kamen erhebliche Produktionsausfälle durch die Lageranpassung an den niedrigen Produktionsstand. Lediglich die nochmals stark gestiegenen Ausfuhren milderten den Abschwung. Etwas später als in der Bauwirtschaft scheint aber auch in der Industrie ein Stillstand der Produktionsrückgänge eingetreten zu sein. Allerdings nahm hier die Zahl der Beschäftigten vermutlich bis zur Jahresmitte unvermindert ab. Sinkende Investitionen und steigende Produktivitätsrate stehen eigentlich im Widerspruch zueinander. Doch wachsen ja die Kapazitäten in der Industrie noch immer, es erfolgte eine Qualitätsauslese unter den Arbeitnehmern und es fanden sich mit zunehmendem Kostendruck sicherlich einige Rationalisierungsreserven, die in der langjährigen Phase des Wachstums ungenutzt geblieben waren. Mit gleicher Motivierung sind die Unternehmen aber bemüht, ihre gegenwärtig zu hohen Kapazitäten nicht zu schnell auszubauen; so lange wie dies geschieht, bleiben alle Hoffnungen auf eine Belebung im Industriebereich aus eigener Kraft unbegründet.

Extreme Ausfuhrüberschüsse ...

Das gilt um so mehr, als die Dämpfung der Rezession hauptsächlich der Außenhandelsentwicklung zuzuschreiben ist. Im Vergleich der ersten sechs Monate der Jahre 1966 und 1967 nahm die Warenausfuhr um rund 4 Mrd. DM zu, die Wareneinfuhr um rund 3 Mrd. DM ab. Davon profitierte ganz überwiegend die Industrie — durch zusätzliche Aufträge ebenso wie durch das Abwälzen der unmittelbaren Folgen eigener Produktions- und Lagereinschränkungen auf ausländische Produzenten. Insgesamt dürfte sich der Ausfuhrüberschuß der Bundesrepublik auf rund 9 Mrd. DM, der Zuwachs an Auslandsforderungen auf rund 6 Mrd. DM belaufen. Im ersten Halbjahr 1966 hatte das Ausland dagegen 1,4 Mrd. DM Schulden abgetragen.

... aber zu wenig Staatsausgaben

Diesem deficit spending unserer Außenhandelspartner fügte der Staat mit rund 2 Mrd. DM viel zu wenig hinzu, um die Konjunkturwende herbeizuführen. Genauer: Er realisierte kurzfristig zu geringe Defizite, um expansiv zu wirken. Besser ist es jedoch, bei der Beurteilung der Finanzpolitik nicht vom Finanzierungssaldo, sondern unmittelbar von den Einnahmen und Ausgaben des Staates auszugehen.

Entwicklung der öffentlichen Ausgaben 1966/67¹⁾
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Mrd. DM

	1966		1967	
	1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.
Personalausgaben	+ 1,6	+ 2,2	+ 1,6	+ 0,9
Sozialleistungen ²⁾	+ 4,4	+ 3,7	+ 3,9	+ 3,2
Bruttoinvestitionen	+ 0,8	+ 0,2	- 1,0	- 0,7
Übrige Ausgaben ³⁾	- 0,1	- 0,8	- 0,7	- 0,8
Ausgaben, gesamt	+ 6,7	+ 5,3	+ 3,8	+ 2,6
Finanzierungssaldo	+ 1,9	- 0,8	- 3,9	- 4,0
Einnahmen, gesamt ³⁾	+ 8,6	+ 4,5	- 0,1	- 1,4

1) Schätzung für Gebietskörperschaften und Sozialversicherung. —
2) Barleistungen und Sachleistungen der Sozialversicherung. — 3) Abzüglich Gebühren und anderer saldierter Einnahmen.

Die Einnahmen des Staates basieren auf vielen und zudem recht unterschiedlichen Bezugsgrößen, folgen aber in ihrer Summe ziemlich eng der Entwicklung des Sozialprodukts. So glich sich auch im ersten Halbjahr 1967 im Gesamtergebnis manches aus: Die Einnahmen stagnierten im Vorjahrsvergleich ebenso wie das nominale Sozialprodukt, die konjunkturell bedingten Ausfälle waren größer als die verordneten Steuererhöhungen. Eine Quantifizierung der Ausfälle kann nur hypothetisch erfolgen: Gegenüber einem Einnahmesoll von + 5 vH fehlten im ersten Halbjahr 4 Mrd. DM.

Von den öffentlichen Ausgaben entfallen rund zwei Drittel auf Personalkosten und Sozialleistungen, also auf Etatposten, deren Entwicklung stark vom Lohnzuwachs in der gewerblichen Wirtschaft abhängt. Die Anpassungen erfolgen — besonders bei den Renten — mit zeitlicher Verzögerung. Daraus resultierten — ohne Arbeitslosengeld — im ersten Halbjahr 1967 reichlich 5 Mrd. DM Mehrausgaben gegenüber der gleichen Vorjahrszeit, die als „Wachstumsfolgekosten“ bezeichnet werden können.

Die wachstumsbedingten Mindereinnahmen und Mehrausgaben summieren sich zu einem solch gewaltigen Betrag, daß — aus heutiger Sicht — bereits vor einem Jahr nur die Flucht nach vorn übriggeblieben wäre. Bekannt aber waren damals allein die Mehrausgaben, während die Intensität des Abschwungs und mit ihr das Ausmaß der Mindereinnahmen immer wieder unterschätzt worden sind.

Wie sich das Kürzen der öffentlichen Investitionen um rund 1 Mrd. DM und das Stagnieren der übrigen (auch nur zum Teil variabel zu gestaltenden) öffentlichen Ausgaben auf die Einnahmen im ersten Halbjahr ausgewirkt haben, läßt sich schwer sagen. Auch umgekehrt ist kaum abzuschätzen, welche Mehreinnahmen sich schon im ersten Halbjahr eingestellt hätten, wenn die öffentlichen Bauausgaben und andere Sachausgaben gestiegen wären. Sicher ist nur, daß die Einsparungsversuche das Defizit wenig verringert, die Erfolgsaussichten für die nächste Zukunft aber erheblich geschmälert haben.

Ausblick

Eine rasche Wende zum wirtschaftlichen Aufschwung wird wohl nur möglich sein, wenn der Staat zum Mittel der befristeten verbrauchssteigernden Steuersenkung greift und gleichzeitig die öffentlichen Investitionen nachholt, die den Sparmaßnahmen zum Opfer gefallen sind. Dann entsprechen sich am schnellsten wieder Produktion und Produktionskapazität, können Verbrauch und Investitionen erneut im Gleichschritt wachsen. Doch zu derartigen Maßnahmen wird es allem Anschein nach nicht kommen. Die Scheu vor drastischen Eingriffen ist größer als die Sorge vor den Folgen einer vielleicht langen Wachstumspause.

Mit dieser Feststellung soll nicht schwarz gemalt, sondern lediglich das schwer zu wägende Risiko abwartender oder zögernder Haltung angedeutet werden. Bedenklich stimmt darüber hinaus, daß nicht so sehr die Wachstumspolitik, sondern die Pläne der Einkommensumverteilung die parlamentarische Diskussion bestimmen. Leider legt das die Schlußfolgerung nahe: Vom Wachstum spricht man, aber auf Stagnation oder mäßige Expansion richtet man sich ein mit Steuererhöhungen und anderen, auf Umverteilung zielenden Maßnahmen. Als Folge der Rezession ist der Anteil der öffentlichen Ausgaben am Sozialprodukt erheblich gestiegen. Und nun verlangt dieser größere Anteil „Opfer“. Richtiger wäre dagegen, ihn durch steigende Erwerbsquote und höhere Produktivitätsraten wieder zu reduzieren.

Kapitalmarkterholung bereits wieder gefährdet

In den letzten Monaten hat sich das Kapitalmarktklima nicht mehr verbessert. Im Gegenteil: Nachdem der Effektivzinssatz für festverzinsliche Wertpapiere im Mai noch etwas gesunken war, ist er im Laufe des Juni wieder kontinuierlich gestiegen. Deshalb hat sich die Bundesbank vor kurzem entschlossen, die Mindestreserven der Banken erneut kräftig zu ermäßigen (1,2 Mrd. DM). Diese Maßnahme wird sicherlich die Unterbringung der jetzt emittierten Bundesanleihe erleichtern. Ob sie

darüber hinaus einen neuen Zinssenkungsprozeß einleiten wird, ist allerdings sehr fraglich.

Starke Zunahme der Bankenliquidität

In der Zeit von Februar bis April hatte sich die Liquidisierung des Bankensystems fortgesetzt. Die inländischen Nichtbanken und das Ausland „verschlechterten“ ihre Nettoposition gegenüber der Bundesbank und dem Geldmarkt um 1 Mrd. DM (Vgl. Pos. D der Tabelle). Im gleichen Umfang legten

**Kreditnahme und Anlagen von inländischen Nichtbanken
und Ausländern bei Kreditinstituten¹⁾
in Mrd. DM**

	Juli — Januar		Febr. — April	
	1965/66	1966/67	1966	1967
A. Kreditnahme bei Geschäftsbanken²⁾				
Kreditnahme von Inländern . . .	16,6	9,0	8,6	4,4
dar.: Privater Bereich . . .	(12,2)	(4,7)	(7,6)	(2,8)
Kreditnahme von Ausländern ³⁾ . .	0,5	0,9	0,2	0,2
Wertpapiererwerb der Banken ⁴⁾ . .	1,1	2,5	0,0	2,0
Zusammen	18,2	12,4	8,8	6,6
B. Bildung von Anlagen bei Geschäftsbanken²⁾				
Anlagen von Inländern	15,0	17,4	4,5	5,8
dar.: Privater Bereich	(14,2)	(15,3)	(4,3)	(5,6)
Anlagen von Ausländern ⁴⁾	0,6	— 0,3	— 0,3	0,0
Absatz von Bankobligationen . . .	4,4	3,3	0,8	1,9
Sonstige Positionen	— 0,5	— 0,8	0,9	— 0,1
Zusammen	19,5	19,6	5,9	7,6
C. Saldo von Kreditnahme und Anlagen bei Geschäftsbanken²⁾				
Kreditüberschuß (+)	— 1,3	— 7,2	+ 2,9	— 1,0
D. Kreditnahme (+) oder Bildung von Anlagen (—) bei der Bundesbank und auf dem Geldmarkt				
Bargeldzunahme (—)	+ 0,2	+ 1,2	— 1,5	— 1,5
Öffentlicher Bereich (netto) . . .	+ 1,7	+ 4,5	— 0,2	+ 0,8
Ausland (netto) ⁵⁾	+ 0,2	+ 2,4	— 1,4	+ 2,3
Sonstige Positionen	— 0,8	— 0,9	+ 0,2	— 0,6
Zusammen (Ausgleich zu C) . . .	+ 1,3	+ 7,2	— 2,9	+ 1,0
E. Nachrichtlich: Änderung der Zentralbankguthaben und Liquiditätsreserven der Geschäftsbanken²⁾				
Zunahme der Zentralbankguthaben ⁶⁾	1,3	0,9	— 0,8	— 0,9
zum Vergleich Mindestreserve-Soll	(— 1,3)	(— 0,6)	(— 0,1)	(— 1,7)
Zunahme der liquiden Anlagen ⁷⁾	0,6	3,9	— 0,7	2,5
Zunahme (—) der Refinanzierung ⁸⁾	— 0,7	2,1	— 1,4	— 0,7
Zunahme (—) der Einlagen ausländ. Banken	0,1	0,3	0,0	0,1
Zusammen (= D)	1,3	7,2	— 2,9	1,0

¹⁾ Bundesgebiet einschl. Berlin (West). — ²⁾ Kreditinstitute ohne Bundesbank. — ³⁾ Ohne Bankguthaben und Geldmarktanlagen. — ⁴⁾ Ohne Einlagen ausländ. Banken. — ⁵⁾ = Zunahme (+) der Netto-Währungsreserven der Bundesbank sowie Zunahme (+) des Überschusses der liquiden Auslandsanlagen deutscher Geschäftsbanken (Anm. 7) über die Bank-einlagen ausländ. Banken. — ⁶⁾ Überwiegend Transaktionskasse und Mindestreserven. — ⁷⁾ Schatzwechsel und unverzinsl. Schatzanweisungen, Guthaben bei ausländ. Banken und Geldmarktanlagen im Ausland. — ⁸⁾ Bei der Bundesbank. — ⁹⁾ Um Abschreibungen auf Wertpapierbestände bereinigt, z. T. geschätzt.

sie über den Wertpapiermarkt und im Direktgeschäft bei den Geschäftsbanken mehr Geld an als sie gleichzeitig aufnehmen.

Der kräftige Liquiditätsstrom von den Nichtbanken zu den Geschäftsbanken hat in den folgenden Monaten angehalten. Er wurde dadurch erweitert, daß die Bundesbank durch mehrmalige Senkung der Mindestreservesätze in erheblichem Umfange (von Dezember bis Mai etwa 3,5 Mrd. DM) Liquidität freigab.

Die erfaßbaren freien Liquiditätsreserven¹⁾ der Banken beliefen sich im Durchschnitt der Monate April bis Juni auf etwa 8 Mrd. DM. Sie übertrafen damit das Niveau zur Jahreswende (November bis Januar) um 4,5 Mrd. DM, den Tiefstand des vorigen Jahres (Mai bis Juli) um 9 Mrd. DM, und sie lagen nur noch um weniger als 1 Mrd. DM unter dem Stand vor Beginn der Restriktionen (Januar bis März 1964).

Die Bundesbank ergänzte ihre Mindestreservepolitik durch „rein“ zinspolitische Maßnahmen: Sie ermäßigte während des letzten halben Jahres ihren Diskontsatz von 5 % auf 3 % und senkte die Sätze

für ihre Geldmarktpapiere in ungefähr gleichem Maße. Heute liegt der Diskontsatz auf dem Niveau vom Frühjahr 1964, und die Abgabesätze für Geldmarktpapiere mit einer Laufzeit bis zu einem Jahr sind nur wenig höher als zu jener Zeit.

Die starken Liquiditätszuflüsse, die Ermäßigung der offiziellen Zinssätze und die dadurch bedingte Erwartung sinkender Zinsen führten dazu, daß die Bereitschaft der privaten Haushalte und vor allem der Geschäftsbanken, ihr Geld längerfristig anzulegen, nennenswert größer wurde. Infolgedessen konnten die wieder kräftig zunehmenden Emissionen von Bankschuldverschreibungen und öffentlichen Anleihen zu tendenziell sinkenden Zinssätzen untergebracht werden. Ferner boten die Geschäftsbanken ihre Kredite billiger an; dabei dürfte die Zinssenkung bei den — nur noch schwach zunehmenden — kurz- und mittelfristigen Krediten stärker gewesen sein als bei den — wieder lebhafter wachsenden — langfristigen Darlehen.

Swap-Politik unterstützt Zinspolitik

Angesichts der für die Bundesrepublik beispiellosen Liquiditätsanreicherung und gemessen an den Diskontsenkungen im Laufe dieses Jahres erscheint der auf den Kapitalmärkten erreichte Zinsabbau allerdings unzureichend. Während die Zinssätze der Bundesbank heute um etwa 2 % niedriger sind als zur Jahreswende, liegt die Rendite festverzinslicher Wertpapiere zur Zeit mit annähernd 7 % nur um ½ % unter dem damaligen Stand, nachdem sie in den letzten Wochen wieder etwas gestiegen ist.

Damit werden erneut die Grenzen sichtbar, die einer Zinspolitik unter den Bedingungen relativ freien Geld- und Kapitalverkehrs mit dem Ausland gesetzt sind. Die Zinstendenz in der Bundesrepublik kann nicht wesentlich von der Tendenz der Zinssätze in unseren wichtigsten Partnerländern abweichen. Der Rückgang der deutschen Zinssätze seit Mitte vorigen Jahres war vor allem deshalb möglich, weil im zweiten Halbjahr 1966 auch das ausländische Zinsniveau sank und Anfang 1967 mehrere Länder eine gemeinsame „Zinsabrüstung“ eingeleitet haben. Bei dieser Zinssenkungsaktion blieb jedoch die Deutsche Bundesbank Spitzenreiter. Die ausländischen Notenbanken ermäßigten ihre Bankrate weitaus weniger als die Deutsche Bundesbank, und auch die freien Geld- und Kapitalzinsen sanken in den meisten anderen Ländern relativ wenig; in letzter Zeit sind in einigen Ländern die Zinssätze sogar wieder gestiegen.

Aus diesen Gründen schlug die Liquiditäts- und Diskontpolitik der Bundesbank nicht voll auf die Zinssätze an den Geld- und Kapitalmärkten durch. Da die ausländischen Geldmarktzinsen erheblich über den Zinssätzen blieben, die von den deutschen Banken für Refinanzierungskredite zu zahlen und

¹⁾ Liquide Inlands- und Auslandsanlagen minus Refinanzierung bei der Bundesbank.

für Geldmarktpapiere der Bundesbank zu erhalten waren, legten die deutschen Banken einen großen Teil der ihnen zuströmenden Mittel auf ausländischen Geldmärkten an. Dieser Mittelentzug führte dazu, daß die freien Geldmarktzinsen sehr häufig nicht den offiziellen Zinssätzen gefolgt sind. Heute liegt der Diskontsatz um 1 % unter dem Stand vom März. Der aus den täglichen Notierungen errechnete Durchschnittssatz für Tagesgeld wies dagegen nur eine sehr schwache Tendenz nach unten auf: Er betrug im März und April 4,2 bis 4,3 % und im Juni 3,8 %; lediglich im Mai war er nennenswert niedriger (2,8 %). Diese Entwicklung dürfte erheblich dazu beigetragen haben, daß auch der Kapitalzins während dieser Monate nur wenig gesunken ist und seit einigen Wochen sogar wieder etwas ansteigt.

Die Kommunikation der inländischen mit den ausländischen Geld- und Kapitalmärkten ist allerdings nicht so eng, daß für eine Zinspolitik überhaupt kein Spielraum bestünde. Im letzten Jahrzehnt konnten die deutschen Zinssätze zwar nur dann über einen etwas längeren Zeitraum hinweg steigen oder sinken, wenn auch in den wichtigsten Partnerländern die Zinssätze anzogen oder fielen. Von einer Parallelität der Zinsänderungen im In- und Ausland konnte jedoch selten die Rede sein. Deshalb liegt die Frage nahe, ob der Spielraum für Zinssenkungen in der Bundesrepublik wirklich schon voll ausgeschöpft worden ist. Hätte die Zinssenkung forciert oder zumindest der jüngste Rückschlag vermieden werden können?

Die Bundesbank weist darauf hin, daß sie bei der internationalen Zinssenkungsaktion ohnehin die Führung übernommen hatte; eine noch schnellere und weitergehende Ermäßigung ihrer Zinssätze hätte nicht den gewünschten Erfolg gehabt. Denn eine noch stärkere Senkung der Zinssätze für die Refinanzierungskredite und die Geldmarktpapiere der Bundesbank hätte lediglich dazu geführt, daß die inländischen Geschäftsbanken mehr Refinanzierungskredite aufgenommen und inländische Geldmarktpapiere an die Bundesbank verkauft hätten, um den Gegenwert im Ausland zu günstigeren Bedingungen anzulegen; diese Mittel wären also nicht dem inländischen Geldmarkt zugeführt worden.

Diese Skepsis der Bundesbank gegenüber ihren zinspolitischen Möglichkeiten ist jedoch nicht voll berechtigt: Eine Verstärkung der Auslandsanlagen hat zur Voraussetzung, daß die Nachfrage nach Devisen auf dem Devisen-Kassamarkt und — aus Kurssicherungsgründen — das Angebot von Devisen auf dem Devisen-Terminmarkt steigen. Die Kursicherungskosten (Swapsatz) nehmen zu, d. h. es erhöht sich die Spanne zwischen den höheren „Einkaufspreisen“ (Kassamarkt) und den niedrigeren „Verkaufspreisen“ für Devisen (Terminmarkt). Dadurch werden — bei gegebenen Zinssätzen im Ausland — die Netto-Erträge aus Geldanlagen im Ausland und der Anreiz zu Geldexporten verringert.

Insoweit würde eine Senkung der Notenbankzinsen und — was mehr ins Gewicht fällt — eine Vergrößerung der aus inländischen Quellen fließenden Liquidität (Mindestreservesenkung) nicht nur den ausländischen, sondern auch den inländischen Geldmärkten zugute kommen und einen Druck auf die freien Geldmarktsätze ausüben.

Tatsächlich hat sich in jüngster Zeit der Swapsatz nennenswert erhöht. Dieser Prozeß ist dadurch unterstützt worden, daß die Bundesbank jetzt wieder auf ein Instrument zurückgegriffen hat, das in den letzten Jahren nur ungenügend genutzt worden ist: die Intervention an den Devisenmärkten mit dem Ziel, die Anlage zusätzlich liquider Mittel auf ausländischen Märkten zu erschweren.

Aktivierung der Offenmarktpolitik?

Die Zinssenkung auf den inländischen Kreditmärkten hat sich aber auch deshalb verzögert, weil die inländischen Wertpapieranleger, vor allem die privaten Nichtbanken — deren Wertpapierkäufe sich erheblich langsamer belebt haben als die der Banken — ihre Furcht vor neuen Kursverlusten noch keineswegs überwunden haben. Hierzu tragen vor allem die Nachrichten über die voraussichtliche Entwicklung der öffentlichen Haushalte bei. Wie eine Hiobsbotschaft wirkt die Ankündigung der künftigen Einnahmefehlbeträge und der Verschuldung der Gebietskörperschaften, insbesondere des Bundes. Ähnlich wird die Tatsache beurteilt, daß die Sozialversicherung — bisher einer der wichtigsten Anleger auf dem Rentenmarkt — inzwischen nicht nur als Käufer ausgefallen ist, sondern in zunehmendem Maße sogar ihre Wertpapierbestände verringert.

Es ist deshalb zu begrüßen, daß die Bundesbank sich vor einigen Monaten bereit erklärt hat, die Finanzierung eines Teiles der öffentlichen Fehlbeträge mit kürzerfristigen Titeln zu unterstützen. Besondere Aufmerksamkeit verdient die kürzlich vom Bundesbankpräsidenten gegebene Anregung, der Bund solle in Zusammenarbeit mit der Bundesbank Interventionskäufe vornehmen, „die über die gegenwärtige flexible Marktregulierung am Markte der Bundesanleihen hinausgehen.“ Die hierfür erforderlichen Beträge von 200 bis 300 Millionen DM solle er sich durch die Emission von Geldmarktpapieren beschaffen.

Diese Maßnahme könnte ein erster Schritt auf dem Wege zu einer aktiven Offenmarktpolitik der Notenbank mit langfristigen Titeln sein. Sie liefe nämlich insofern faktisch auf eine solche Politik hinaus, als die vom Bund emittierten Geldmarktpapiere jederzeit praktisch ohne „Kursverluste“ bei der Bundesbank gegen Zentralbankgeld eingetauscht werden könnten. In ihrer Wirkung gleicht somit die vorgeschlagene Operation einem Ankauf von langfristigen Titeln durch die Notenbank auf deren eigene Rechnung.

Verringerter Staatsdefizit entlastet Kapitalmarkt nicht

Allerdings ist die Abneigung weiterer Kreise der Öffentlichkeit und wichtiger wirtschaftspolitischer Instanzen gegen eine offene oder verschleierte „Zentralbankgeldschöpfung“ so groß, daß vorerst nur wenig Aussicht besteht, die Offenmarktpolitik entscheidend zu aktivieren oder zumindest eine erheblich stärkere Geldmarktfianzierung öffentlicher Fehlbeträge durchzusetzen²⁾. Dies wird daran deutlich, daß die Lösung des Kapitalmarktproblems heute vor allem in einer „Ordnung der öffentlichen Finanzen“ gesucht wird.

Die Bemühungen um eine Ordnung der öffentlichen Finanzen sind insoweit durchaus zu begrüßen, wie sie auf eine verbesserte Übersichtlichkeit der tatsächlichen und geplanten Finanzgebarung der öffentlichen Haushalte und auf eine Bereinigung der Struktur der Ausgaben und Einnahmen zielen. Sie sind aber insofern äußerst bedenklich, als sie sich darüber hinaus auch auf eine Verstärkung der gesamten Steuerbelastung, eine Erhöhung der Sozialversicherungsbeiträge und eine Kürzung der ursprünglich geplanten Gesamtausgaben erstrecken. Denn der Versuch, das Defizit und damit den Kreditbedarf der öffentlichen Hand durch die genannten Maßnahmen zu verringern, wird lediglich die Rezession verschärfen, ohne eine Entlastung des Kapitalmarktes zu bewirken.

Die Forderung nach einer Kürzung des öffentlichen Defizits wird häufig mit dem Argument begründet, dadurch könnte der Kapitalmarkt zugunsten der privaten Wirtschaft entlastet werden. Hinter dieser These steht offensichtlich die Vorstellung, daß sich öffentliche Hand und Wirtschaft in einen gegebenen Fonds von Kapitalmarktmitteln teilen müßten.

Diese Vorstellung ist nicht zu halten: In jeder Periode ist in einer Volkswirtschaft (einschließlich des Sektors Ausland) die Summe aller Ausgabenüberschüsse ebenso groß wie die Summe aller Einnahmenüberschüsse. Dem gesamten Finanzierungsbedarf (in Höhe der Ausgabenüberschüsse) entspricht mithin immer ein gleich großes Angebotspotential an Finanzierungsmitteln (in Höhe der Einnahmenüberschüsse). Das gegenwärtige Kapitalmarktproblem besteht „lediglich“ darin, daß die Bereiche mit Einnahmenüberschüssen bzw. die ihnen vorgelagerten Banken ihr Angebotspotential nicht

in solchem Maße zur Anlage auf dem Wertpapiermarkt nutzen, daß die Bereiche mit Ausgabenüberschüssen ihren Bedarf an langfristigen Finanzierungsmitteln zu sinkenden Zinssätzen befriedigen können.

Dieses Problem ist durch Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen nicht zu lösen. Es bliebe eine Scheinlösung, wenn es gelänge, trotz verschärfter Rezession und wachsenden Steuerausfällen den Ausgabenüberschuß der öffentlichen Hand nennenswert zu verringern. Denn mit der Kürzung dieses Ausgabenüberschusses würden in den übrigen Sektoren „automatisch“ die Einnahmenüberschüsse kleiner und/oder die Ausgabenüberschüsse größer. Das Angebotspotential würde zurückgehen, der Finanzierungsbedarf der privaten Wirtschaft zunehmen.

Wenn aber aus diesen Gründen eine Entlastung des Kapitalmarktes durch Verringerung des öffentlichen Defizits nicht möglich ist, so bliebe nur noch ein psychologisches Argument für eine konservative Haushaltspolitik ins Feld zu führen: Eine Ordnung der öffentlichen Finanzen könnte das Vertrauen des Publikums in den Kapitalmarkt wieder stärken. Angesichts der Mentalität vieler Kapitalmarktanleger erscheint diese Hypothese durchaus plausibel. Als Rechtfertigung für eine restriktive Fiskalpolitik kann sie jedoch in der heutigen Zeit schwerlich dienen. Die gegenwärtige konjunkturelle Situation erfordert auf jeden Fall eine „expansive“ Kapitalmarkttherapie.

Heute gibt es nur zwei Wege, die zur Lösung des Kapitalmarktproblems und aus der Rezession führen können:

1. Die Bundesbank ergänzt ihre Mindestreservepolitik durch eine forcierte Offenmarktpolitik mit langfristigen Titeln und durch eine weitere Aktivierung ihrer Swapsatz-Politik.
2. Die öffentliche Hand verfolgt eine expansive Defizitpolitik; und die zentralen Gebietskörperschaften entlasten den Kapitalmarkt zugunsten der privaten Wirtschaft und der Gemeinden solange durch eine stärkere Geldmarktfianzierung ihrer eigenen Defizite, bis sich der Kapitalmarkt stabilisiert hat.

²⁾ Daß kaum jemand etwas gegen die starken Mindestreservenkonkurrenzen — in ihrer Wirkung auch eine „verschleierte Geldschöpfung“ — einzuwenden hat, ist wohl auf die Auffassung zurückzuführen, daß hinter den Mindestreserven ja Einlagen oder Ersparnisse stünden.