

DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

Institut für Konjunkturforschung

WOCHEN BERICHT

34. Jahrgang

Berlin, den 22. September 1967

Nummer 38

Die internationale und die westdeutsche Wirtschaftslage Mitte September 1967

Die internationale Situation

Nach wie vor besteht wenig Anlaß zu der Hoffnung, daß sich eine allgemeine konjunkturelle Belebung in der westlichen Welt noch in diesem Jahr durchsetzen und auf die Entwicklung in der Bundesrepublik expansiv einwirken wird. Zwar hat sich das konjunkturelle Klima in den Vereinigten Staaten leicht verbessert, jedoch reicht dies keineswegs aus, um einen allgemeinen Konjunkturaufschwung auszulösen. In den europäischen Industrieländern ist mit einer fühlbaren Beschleunigung des wirtschaftlichen Wachstums vorerst nicht zu rechnen.

Wenn auch in den *Vereinigten Staaten* während des zweiten Quartals dieses Jahres die im Vorquartal verzeichnete Stagnation des realen Sozialprodukts überwunden wurde, so sind doch die Konjunkturaussichten weiterhin umstritten. Auf der einen Seite wird vor allem von der Regierung und den monetären Instanzen die Ansicht vertreten, daß die wirtschaftliche Entwicklung in den Vereinigten Staaten bereits gegen Ende dieses Jahres einem erneuten Boom zustrebt. Auf der anderen Seite wird besonders in Parlamentskreisen Skepsis gegenüber diesem Optimismus geäußert. Den Optimismus stützt nicht zuletzt die Lagerentwicklung. Zwar ist es bisher noch nicht gelungen, das leicht überhöhte Verhältnis zwischen Lagerbeständen und Umsätzen nennenswert zu verringern. Jedoch haben sich die Lagerinvestitionen während des Konjunktureinbruchs von knapp 19 Mrd. \$ im vierten Quartal 1966 auf 0,5 Mrd. \$ im zweiten Quartal 1967 vermindert. Mit einem weiteren Rückgang ist kaum zu rechnen, zumal sich bei wieder steigenden Umsätzen und nur wenig wachsenden Lagerbeständen das Verhältnis zwischen beiden Größen rasch normalisieren kann. Fällt aber in der Zukunft der kontraktive Effekt stark zurückgehender Lagerinvestitionen

fort, so können sich die expansiven Impulse der weiterhin kräftig zunehmenden Staatsausgaben wieder ungeschmälert durchsetzen und schließlich auch die im ersten Halbjahr 1967 noch leicht rückläufigen Anlageinvestitionen der gewerblichen Wirtschaft erfassen. Der Optimismus auf der Regierungsseite wäre somit durchaus gerechtfertigt, wenn er nicht Reaktionen auslöste, die zu Skepsis Anlaß geben. So beabsichtigt die amerikanische Regierung nach wie vor, die Einkommensbesteuerung durch Einführung einer Zusatzsteuer zu erhöhen, mit der die gefürchtete konjunkturelle Übersteigerung im Keime erstickt und das kräftig erhöhte Defizit im öffentlichen Haushalt abgebaut werden soll. Es ist jedoch zu fragen, ob dadurch nicht die gerade wieder einsetzende und bereits durch den Streik in der Automobilindustrie beeinträchtigte Expansion unnötig gedämpft und damit denjenigen Recht gegeben würde, die den Optimismus der Regierung nicht teilen.

In *Großbritannien* spitzt sich der Konflikt zwischen den außen- und binnenwirtschaftlichen Zielen gegenwärtig in einer Schärfe zu, die zwar in der Nachkriegszeit schon oft zu beobachten war, die aber noch nie so stark auf eine grundsätzliche Lösung dieses Konflikts hindrängte. Während sich nämlich in der Vergangenheit in Phasen stark steigender Arbeitslosigkeit, wie sie auch jetzt wieder seit Mitte vergangenen Jahres durchlaufen wird, die Zahlungsbilanzlage erheblich verbesserte und damit der Zweck der Unterbeschäftigung weitgehend erreicht wurde, ist es diesmal nicht gelungen, die Zahlungsbilanz in dem erwünschten und notwendigen Maß zu entspannen. Zwar kam die weltwirtschaftliche Entwicklung den britischen Bemühungen um Zahlungsbilanzkonsolidierung nicht entgegen; denn die internationale Konjunkturabschwächung und der Nahost-Konflikt beeinträch-

tigten die britische Außenwirtschaftsentwicklung. Jedoch ändert die Einsicht in die Ursachen der gegenwärtigen Lage nur wenig an dem Dilemma, in dem sich Großbritannien jetzt wieder befindet. Obwohl die Zahlungsbilanzsituation prekär ist, hat sich die britische Regierung dazu entschlossen, der bisher unvermindert ansteigenden Arbeitslosigkeit durch weitere Maßnahmen, wie die Erleichterung der Konsumenten-Kreditbedingungen, entgegenzuwirken. Hätten die Maßnahmen den erwünschten Effekt, so wäre eine weitere Zahlungsbilanzverschlechterung die wohl kaum zu vermeidende Folge. Hätten sie nicht diese Wirkung, so würde sich die Zunahme der Arbeitslosigkeit fortsetzen. Weder die eine noch die andere Folge kann die britische Regierung für längere Zeit hinnehmen. Unter diesen Umständen dringt die Frage, ob der Stabilhaltung des Pfundkurses weiterhin absoluter Vorrang eingeräumt werden kann, erneut stark in den Vordergrund.

Gegenwärtig ist noch nicht abzusehen, ob die Konjunktur in Frankreich ihren Tiefpunkt erreicht oder bereits überschritten hat. Im Juni ist der saisonbereinigte Index der Industrieproduktion zwar erstmals seit mehreren Monaten deutlich gestiegen. Im April und im Mai waren jedoch die Produktionsergebnisse infolge von Streiks besonders niedrig. Immerhin scheint die Nachfrage nach Arbeitskräften wieder einen günstigeren Verlauf zu nehmen. Es kann angenommen werden, daß sich das wirtschaftliche Wachstum in der zweiten Jahreshälfte 1967 nicht weiter verlangsamt. Wenn es auch unwahrscheinlich ist, daß von den Ausfuhren noch in diesem Jahr wieder expansive Impulse auf die Binnenwirtschaft ausgehen werden, so dürfte sich doch der dämpfende Einfluß nicht weiter verstärken. Von den privaten Investitionen können nach dem rascheren Wachstum zu Beginn dieses Jahres keine Anregungen für die Konjunktur erwartet werden. Es ist jedoch auch keine weitere Verlangsamung zu befürchten, da der Zwang zu Rationalisierungsinvestitionen groß ist. Der Plan einer obligatorischen Gewinnbeteiligung der Arbeitnehmer wird sich kaum negativ auf die Investitionsentscheidungen der Unternehmer auswirken, nachdem bekanntgeworden ist, daß die daraus entstehenden finanziellen Lasten zum größten Teil vom Staat übernommen werden sollen. Die Aussichten für eine Wiederbelebung im Wohnungsbau sind mit der Verbesserung der Finanzierungsmöglichkeiten günstiger geworden.

Nach wie vor sind es die Staatsausgaben, von denen allein stark expansive Wirkungen ausgehen. Mit dem zweiten Ergänzungshaushalt, der im Dezember dem Parlament vorgelegt werden soll, wird zudem die Regierung ihrer Aufgabe antizyklischer Nachfragegestaltung noch mehr als bisher gerecht. Höhere Beamtengehälter, zusätzliche Subventionen an die Landwirtschaft und vorweggenommene Sozialinvestitionen werden dazu beitragen, das Haushaltsdefizit des laufenden Jahres um 2 Mrd. Fr. auf die seit 1963 nicht mehr erreichte Höhe von 8 Mrd. Fr.

zu vergrößern. Solange die privaten Haushalte ihre zurückhaltende Kaufbereitschaft nicht aufgeben, kann jedoch nicht mit einer raschen Beschleunigung des Wirtschaftswachstums gerechnet werden.

In Italien hält dagegen das Tempo der wirtschaftlichen Expansion unverändert an. Die Regierung, frei von unmittelbaren Sorgen um Wachstum, Beschäftigung und Stabilität, konzentriert sich auf deren langfristige Sicherung mit fiskalischen und strukturellen Maßnahmen. So hat der Fünfjahresplan endgültig Gesetzeskraft erlangt, der bei einer jährlichen realen Wachstumsrate von 5 vH die allmähliche Beseitigung der territorialen und sektoralen Einkommensunterschiede sowie eine Verbesserung der Beschäftigungs- und Infrastruktur anstrebt. Einer der geplanten Investitionsschwerpunkte, die neben ihrer wachstumsstabilisierenden Funktion insbesondere die Industrialisierungsdiskrepanz zwischen Nord- und Süditalien verringern sollen, ist der Bau einer staatlichen Automobilfabrik in Süditalien. Dieser Zielsetzung folgt auch der inzwischen vom Ministerrat verabschiedete Haushaltsplan für 1968, der eine kräftige Erhöhung der öffentlichen Investitionsausgaben vorsieht. Insgesamt sollen die Staatsausgaben 1968 um knapp 10 vH erhöht werden (gegenüber 12 vH im laufenden Jahr). Da die Einnahmen als Folge der Einkommensexpansion und des progressiven Steuertarifs schneller steigen werden als die Ausgaben, wird sich das Haushaltsdefizit gegenüber dem laufenden Jahr verringern. Mit voraussichtlich rd. 7 Mrd. DM wird es indessen immer noch eine beachtliche Höhe haben. Die italienische Staatsverschuldung ist, mit etwa 18 vH des Sozialprodukts, schon jetzt sehr hoch (BRD 7 vH). Die italienische Regierung scheut trotzdem nicht eine zusätzliche Verschuldung, weil sie nicht aus kameralistischem Denken heraus auf die Lösung dringender Sachprobleme verzichtet.

Die Lage in Westdeutschland

Nach der Besserung der Auftragslage der Industrie im ersten Halbjahr — vor allem im Mai und Juni — ist die Bestelltätigkeit zu Beginn des zweiten Halbjahres nur für ausgesprochene Optimisten eine Enttäuschung gewesen. Denn konjunkturell besagt dieser Rückschlag kaum etwas Neues; er bestätigt vielmehr die anhaltende konjunkturelle Schwäche. Im zweiten Quartal wurde die Auftragsentwicklung durch die öffentlichen Aufträge aus dem ersten Investitionshaushalt, die im wesentlichen bis Mitte Juni vergeben worden waren, angeregt; auch wurde sie durch die Nahostkrise zusätzlich stimuliert. Daß die Wirtschaft durch diese Impulse offensichtlich nicht zu verstärkter Nachfrage aus eigener Kraft angeregt worden ist, zeigt der jüngste Auftragsverlauf, der jetzt ohne die zusätzlichen Anregungen der Vormonate saisonbereinigt wieder auf das Niveau zu Beginn dieses Jahres zurückgefallen ist.

Für die industrielle Produktion ist der saisonale Rückgang im Juli wesentlich schwächer ausgefallen

als üblich, weil sich die relativ günstige Auftragslage des zweiten Quartals jetzt in der Erzeugung auszuwirken begonnen hat. Der *timelag* zwischen der Veränderung der Ordereingänge und der Produktion läßt jedoch heute bereits befürchten, daß sich die seit Beginn des zweiten Halbjahres erneut rückläufigen Auftragsziffern in der industriellen Erzeugung der Herbstmonate negativ niederschlagen werden.

Ebenso wie die Industrie hat auch die Bauwirtschaft, die weitaus stärker als die Industrie in den Genuß der öffentlichen Aufträge aus dem ersten Investitionshaushalt gekommen ist, Produktionsverluste hinnehmen müssen; sie waren sogar beträchtlich höher als die der Industrie.

Zwar sind die Einschränkungen der Ausgaben für Ausrüstungsinvestitionen im dritten Quartal geringer geworden (— 13 vH gegen — 18 vH im zweiten Quartal jeweils im Vergleich zum entsprechenden Vorjahrsvierteljahr). Von einer Wiedererstarkung der Investitionsneigung kann aber um so weniger gesprochen werden, als wesentliche Bedingungen für eine endogene Belebung der Investitionstätigkeit nach wie vor fehlen. Dies zeigt sich sowohl in der erneuten Schwäche der Bestellungstätigkeit der Industrie als auch in den gesamtwirtschaftlichen Tendenzen, die nunmehr auch die bisher im Zuwachs immer noch positiven Aggregate, wie vor allem den privaten Verbrauch, beeinflussen. Nach der ständigen Verringerung der nominalen Zuwachsrates des privaten Verbrauchs in den ersten drei Quartalen dieses Jahres ist daher im vierten Quartal ein absoluter Rückgang des privaten Verbrauchs gegenüber dem Vorjahr nicht mehr auszuschließen.

Zu diesem Nachlassen der Verbrauchszunahme trägt vor allem die rückläufige Entwicklung der Löhne und Gehälter bei; die Gesamtlohnsumme blieb im zweiten Quartal um rund 1 vH unter dem Vorjahrsniveau. Für das zweite Halbjahr muß trotz anhaltend kräftiger Zunahme der Übertragungseinkommen mit einem weiteren Sinken der Masseneinkommen gerechnet werden, da eine Erhöhung der Beschäftigung nicht zu erwarten ist. Der stark abgeschwächte Anstieg der Individuallöhne hat zwar zu einer fühlbaren Verbesserung der Kosten-Erlös-Relation bei den Unternehmungen geführt, so daß der Lohnkostendruck nachgelassen hat; aber der Rückgang trägt selbstverständlich ebenfalls dazu bei, daß die vorhandenen Kapazitäten der Verbrauchsgüterindustrien zunehmend schlechter ausgelastet werden.

Trotz dieser unerfreulichen Tendenzen, die eine Überwindung der Rezession noch in diesem Jahr nicht erwarten lassen, ist das Urteil über die Konjunkturlage in weiten Kreisen der Öffentlichkeit wieder positiver geworden. Hierfür sprechen vor allem solche Faktoren, die — wie in der jüngsten Vergangenheit der erste Investitionshaushalt — zwar nicht die Schrumpfung, wohl aber das noch zu Beginn des Jahres vielfach erwartete Ausarten

der Schrumpfung in eine Beschäftigungskrise größeren Ausmaßes verhindert und insoweit einen wesentlichen Beitrag zur Verstärkung des Vertrauens der Wirtschaft in die Wirtschaftspolitik geleistet haben. Die jetzt an den zweiten Investitionshaushalt geknüpften Erwartungen sind wiederum positiv; man rechnet mit einer noch wirksameren Stütze durch öffentliche Aufträge und zusätzliche öffentliche Ausgaben als beim ersten Investitionshaushalt.

Da die konjunktur- und gesellschaftspolitische Notwendigkeit des zweiten Eventualhaushaltes von allen Seiten bejaht wird und auch die Bundesbank durch den seit Beginn des Jahres vollzogenen Wandel ihrer Politik zu erkennen gegeben hat, daß sie willens ist, die unvermeidbar größer werdenden Defizite der öffentlichen Haushalte zu finanzieren bzw. ihre Finanzierung aus anderen Quellen zu ermöglichen, bestehen über die Frage des Ob dieses zweiten Investitionshaushaltes keine Zweifel. Offen bleibt dagegen nach wie vor das Wie, d. h. der Zeitpunkt und die Dosierung der einzusetzenden Mittel. Eine Massierung aller verfügbaren Mittel — ihr Volumen wird sowieso unter dem Wünschbaren liegen — bleibt angesichts der anhaltenden Investitionsschwäche der privaten Wirtschaft nach wie vor dringend geboten.

Die jetzt von der Bundesbank wieder zum Ausdruck gebrachte Sorge, daß eine verstärkte Nachfrage der Wirtschaft nach Krediten mit der Kreditexpansion der öffentlichen Hand kollidieren könnte und hierdurch insbesondere der Kapitalzins wieder nach oben getrieben würde, wäre nur dann begründet, wenn die Bundesbank entgegen ihrer jetzt geübten Praxis wieder versuchen würde, durch liquiditätspolitische Verknappung die Kreditnachfrage einzuschränken und dadurch das Vertrauen der Anleger zur Zinsstabilität des Kapitalmarktes erneut erschütterte. Abgesehen von der strukturellen wird jedoch auch von der Bundesbank die konjunkturpolitische Notwendigkeit wachsender öffentlicher Defizite nicht bestritten. Die Forderung, diese dennoch einzuschränken, um so der privaten Kreditnachfrage, d. h. der Nettoverschuldung der Unternehmungen, einen größeren Spielraum zu geben, widerspricht sich selbst. Realisierte man sie, dann würde konjunkturell genau das Gegenteil von dem bewirkt werden, was beabsichtigt wurde. In Phasen konjunktureller Schwäche ist die öffentliche Verschuldung keine Konkurrenz für die private Verschuldung, sondern sie mildert vielmehr den Zwang zur unfreiwilligen privaten Verschuldung, weil sie der privaten Wirtschaft zusätzliche Mittel zuführt und die Einlagenbildung der privaten Wirtschaft fördert. Insoweit unterscheidet sich die öffentliche Verschuldung in keiner Weise von der Verschuldung des Auslandes, die in entsprechenden Ausfuhrüberschüssen zum Ausdruck kommt. Wenn also Sorgen, dann wären sie bei den hohen und wahrscheinlich hoch bleibenden Exportüberschüssen der deutschen Wirtschaft genauso oder sogar noch eher angebracht als bei den öffentlichen Defi-

ziten. Die zweite Frage, ob diese der Wirtschaft zufließenden zusätzlichen Mittel einen neuen Boom auslösen könnten, ist nicht aktuell; sie dürfte aufgrund der Größe des nicht ausgelasteten Potentials

sowohl an Arbeitskräften als auch an technischen Kapazitäten und der tatsächlichen Höhe der vorgesehenen zusätzlichen staatlichen Mittel in absehbarer Zeit auch nicht akut werden.

Befürchtung einer zu starken Kreditexpansion unbegründet

In der letzten Zeit hat die Verschuldung des Staates besonders stark zugenommen. Diese Tendenz wird teilweise mit erheblicher Skepsis verfolgt: Eine kräftige Expansion der öffentlichen Verschuldung sei zwar solange vertretbar, wie die private Wirtschaft ihre Kreditaufnahme einschränkt. Sollte jedoch — wofür manches spräche — in absehbarer Zeit der private Kreditbedarf wieder steigen, so müßte der Staat seine Ansprüche an den Kreditmarkt vermindern; denn eine Kumulierung von privater und staatlicher Kreditaufnahme drohe die Konjunktur zu übersteigern und den Kapitalmarkt zu überfordern.

Diese weitverbreitete Vorstellung von den Beziehungen zwischen Kredittransaktionen und Konjunktur geht an der Sachlage vorbei. Nichtsdestoweniger kann sie durchaus „reale“ Konsequenzen haben: Die Durchsetzung des zur Stützung der Konjunktur dringend notwendigen Konjunkturprogramms könnte erschwert werden, und die Erwartung einer Überforderung des Kapitalmarktes vermag die Kapitalmarktanleger zur Zurückhaltung zu veranlassen und damit den erwünschten Zinssenkungsprozeß weiterhin aufzuhalten.

Ist die Warnung vor einer Kumulierung öffentlicher und privater Kreditnachfrage berechtigt?

Im zweiten Quartal dieses Jahres erhöhte sich die Nettoverschuldung¹ der Unternehmen kaum noch (+ 1,1 Mrd. DM gegenüber + 7,7 Mrd. DM im Vergleichsquartal des Vorjahres). Dem Rückgang der zusätzlichen Unternehmensverschuldung entsprach eine „Verschlechterung“ der Geldvermögensentwicklung bei den übrigen volkswirtschaftlichen Sektoren: Der Staat (einschließlich Sozialversicherung) verschuldete sich in Höhe von 2,4 Mrd. DM, während er in der gleichen Vorjahrszeit Geldvermögen von 1 Mrd. DM gebildet hatte. Die Nettoverschuldung des Sektors übrige Welt erhöhte sich um 2,7 Mrd., nachdem sie im Vorjahrsquartal noch leicht (um 0,4 Mrd. DM) gesunken war. Die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte erreichte mit 6,2 Mrd. DM lediglich den Vorjahrswert.

Änderungen der Geldvermögensposition der Sektoren gelten vielfach als Indiz für ein konjunkturell expansives oder kontraktives Verhalten der jeweiligen Sektoren. Aus der geschilderten Konstellation der Geldvermögensänderungen wird deshalb häufig der Schluß gezogen, daß zwar von den Unternehmen kontraktive Wirkungen, vom Staat und von der übrigen Welt jedoch „kompensierende“ Einflüsse auf die Konjunktur ausgegangen seien. Im Juni habe sich sogar die Kreditnachfrage der Unternehmen wieder etwas verstärkt. Deshalb müsse vor einer „Kumulierung“ expansiver Wirkungen in der nächsten Zeit gewarnt werden.

Wie fragwürdig diese Interpretation kreditstatistischer Daten ist, geht aus folgender Überlegung hervor: Die Zunahme oder Abnahme des Geldvermögens eines Sektors ist kein Indikator für eine Abnahme oder Zunahme der Ausgaben des Sektors für Güter und Dienste, sondern zunächst nur der monetäre Reflex eines Einnahmen- oder Ausgabenüberschusses. Die Summe aller Einnahmenüberschüsse ist stets gleich der Summe aller Ausgabenüberschüsse. Mithin müssen sich auch die Änderungen aller Geldvermögen jederzeit aufheben.

Es ist deshalb unzulässig, von der beschleunigten Zunahme der Nettoverschuldung des Staates und der übrigen Welt ohne weiteres auf eine entsprechende Expansion der Ausgaben dieser Sektoren zu schließen. Tatsächlich beruhte die Verschuldungszunahme dieser Sektoren zu einem erheblichen Teil auf einer Verschlechterung der Einnahmenentwicklung: Sowohl die Staatseinnahmen (vor allem Steuern) als auch die Einnahmen des Auslandes aus Exporten in die Bundesrepublik sind im zweiten Quartal um jeweils 2 vH gegenüber dem Vorjahrsquartal zurückgegangen. Die Staatsausgaben und die Ausgaben des Auslandes für Einfuhren aus der Bundesrepublik haben bisher nicht ausgereicht und werden vermutlich auch in der nächsten Zeit nicht ausreichen, den Rückgang der Investitionsausgaben der Unternehmen zu kompensieren.

¹ Von „Nettoverschuldung“ wird hier gesprochen, wenn das „Geldvermögen“ (Bargeld plus Forderungen minus Verbindlichkeiten) negativ ist.

Geldvermögensänderungen

Zunahme (+) oder Abnahme (–) des Geldvermögens¹ in Mrd. DM

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	Winterhalbjahr		2. Vierteljahr	
								1965/66	1966/67	1966	1967
Private Haushalte	+14,6	+16,5	+17,6	+20,9	+25,9	+32,0	+30,6	+15,8	+16,1	+ 6,3	+ 6,2
Staat	+ 9,7	+ 9,9	+ 7,8	+ 3,9	+ 4,9	– 2,1	– 0,8	– 0,5	– 4,1	+ 1,0	– 2,4
Übrige Welt	– 3,8	– 1,1	+ 1,1	– 0,2	– 0,5	+ 6,5	– 1,0	+ 1,8	– 5,0	+ 0,4	– 2,7
Unternehmen	–20,5	–25,3	–26,5	–24,6	–30,3	–36,4	–28,8	–17,1	– 7,0	– 7,7	– 1,1

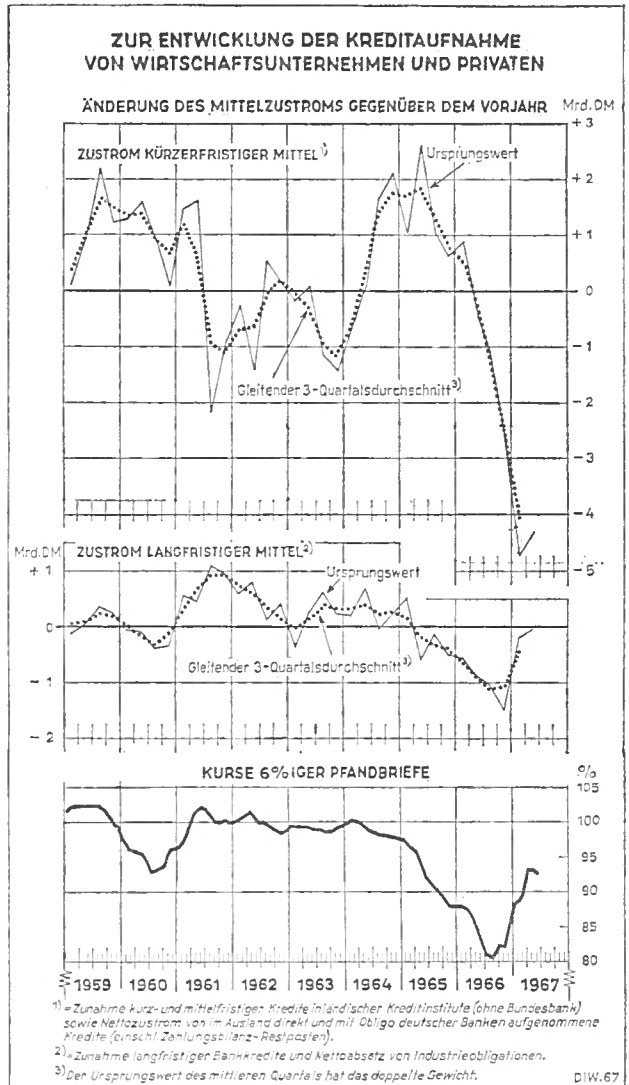
¹) Bargeld und Forderungen abzüglich Verbindlichkeiten.

Aus den gleichen Gründen muß auch die These bezweifelt werden, daß die Steigerung der Staatsverschuldung, die bisher nur ein gewisses Gegengewicht zum Rückgang der privaten Kreditnachfrage gebildet habe, zu einer Kumulierung von staatlicher und privater Kreditnachfrage beizutragen drohe, wenn sich die private Kreditnachfrage wieder kräftig beleben sollte. Tatsächlich ist der Kreditbedarf der Unternehmen keine von der öffentlichen Verschuldung unabhängige Größe. Im Gegenteil! Die Bereitschaft des Staates, sich stärker zu verschulden, war eine wesentliche Bedingung dafür, daß die Unternehmen ihren Netto-Kreditbedarf überhaupt einschränken konnten. Der Rückgang der zusätzlichen Nettoverschuldung der Unternehmen, also ihrer Ausgabenüberschüsse, war nur deshalb möglich, weil Staat und übrige Welt eine Zunahme ihrer Ausgabenüberschüsse hinnahmen und die privaten Haushalte ihre Einnahmenüberschüsse (Geldvermögensbildung) nicht verstärkten. Das gleiche gilt tendenziell, wenn sich die Unternehmen wieder mehr als bisher verschulden sollten. In diesem Falle würden bei den übrigen Sektoren geringere Ausgabenüberschüsse und/oder größere Einnahmenüberschüsse entstehen. Der Netto-Kreditbedarf der Unternehmen würde also nicht *neben* eine gegebene Zunahme der Nettoverschuldung von Staat und Ausland treten und zusammen mit dieser eine gegebene Geldersparnis der privaten Haushalte „überfordern“; vielmehr würde eine erhöhte Verschuldung der Unternehmen mit einer *Verschiebung* der Schuldner- und Gläubigerpositionen innerhalb der Volkswirtschaft Hand in Hand gehen. Wie sich dieser Prozeß im einzelnen vollziehen würde, ist allerdings noch eine völlig offene Frage.

Erstmals wieder Zunahme der kurzfristigen Bankkredite

Ist nicht wenigstens die Entwicklung der *kurzfristigen* Bankkredite ein einigermaßen zuverlässiges Konjunkturbarometer? Den Anlaß zu dieser — jetzt auch wieder von der Bundesbank aufgeworfenen — Frage gibt die jüngste Belebung der privaten Kreditnachfrage: Im zweiten Quartal haben sich die kurzfristigen Kredite der Geschäftsbanken an die Unternehmen um 2 Mrd. DM erhöht, nachdem sie im dritten und vierten Quartal vorigen Jahres stagniert hatten und im ersten Viertel dieses Jahres sogar um 1,5 Mrd. DM gesunken waren. Liegt es nicht nahe, die — vor allem im Juni verzeichnete — Expansion der kurzfristigen Bankkredite wenn schon nicht als Vorboten einer anhaltenden konjunkturellen Belebung, so doch als die erste — freilich nur temporäre — Wirkung des ersten Investitionshaushaltes zu deuten: Die Unternehmen übernehmen die Vorfinanzierung der staatlichen Investitionen?

So plausibel diese Erklärung erscheint, so wenig läßt sie sich belegen. Dies gilt um so mehr, als die



jüngste Expansion der kurzfristigen Bankkredite weitgehend als die Folge eines monetären Substitutionsprozesses interpretiert werden kann: Die Unternehmen haben im zweiten Quartal auf inzwischen billiger gewordene Inlandskredite zurückgegriffen, um Auslandskredite (per Saldo 1,5 Mrd. DM) zurückzuzahlen, die sie in den Jahren des knappen Inlandsgeldes aufgenommen hatten. Unter Berücksichtigung dieser Transaktionen kann allenfalls von einer saisonalen „Belebung“ der Kreditnachfrage gesprochen werden.

Gegen die übliche Verwendung der Bankenstatistik als eines Konjunkturindikators spricht ferner die Tatsache, daß auch die Substitution zwischen kürzer- und längerfristigen Krediten oft eine wichtige Rolle spielt. Die Grafik deutet darauf hin, daß die Wirtschaft in Zeiten knapper und teurer langfristiger Kredite meist zunehmend auf den kurz- und mittelfristigen Kredit auswich, während sie in Phasen einer Kapitalmarktentspannung verstärkt auf langfristige Kredite zurückgriff und ihre kürzerfristigen Schulden zu konsolidieren begann.

Stagnierender Kapitalzins trotz zunehmender Bankenliquidität

Von April bis Juli erhielten die Geschäftsbanken von den inländischen Nichtbanken und dem Ausland etwa 1,3 Mrd. DM liquide Mittel. Zwar erhöhte sich der Bargeldumlauf um reichlich 1 Mrd. DM. Andererseits aber führten öffentliche Stellen den Banken 0,7 Mrd. DM zu, indem sie sich per Saldo bei der Notenbank verschuldeten und überdies hochliquide Geldmarktpapiere an die Banken absetzten. Aus der Devisenbilanz flossen den Banken ebenfalls 0,7 Mrd. DM zu.

Dieser Liquiditätszustrom und die Freigabe von Mindestreserven führten zu einer weiteren Erhöhung der Liquiditätsreserven der Banken: Ihre liquiden Inlands- und Auslandsanlagen stiegen um fast 2,5 Mrd. DM, und die Refinanzierungsverbindlichkeiten nahmen um 0,3 Mrd. DM ab. Dieser Prozeß der Liquiditätsanreicherung hat sich, vor allem aufgrund der erneuten Mindestreservesenkung, im August fortgesetzt.

Die inländischen Geldmärkte lockerten sich in letzter Zeit erheblich auf; der Tagesgeldsatz sank von durchschnittlich 3,8 % im Juni auf 2,3 bis 2,4 % im Juli und August. Die Banken kauften weiterhin in beträchtlichem Umfange festverzinsliche Wertpapiere. Trotzdem verharrte der Kapitalzins auf dem im Mai erreichten Niveau von annähernd 7 %. Erst in jüngster Zeit zeigten sich gewisse Ansätze zu einer weiteren Zinssenkung auf dem Rentenmarkt.

Daß die Verflüssigung des Bankensystems nicht oder doch nur sehr zögernd dem Rentenmarkt zugute kam, lag gewiß zum Teil daran, daß sich viele Kapitalmarktanleger in der Erwartung eines günstigeren Konjunkturklimas seit Anfang Juli verstärkt dem Aktienmarkt zuwenden. Die Zurückhaltung vieler Anleger gegenüber dem festverzinslichen Papier dürfte aber nicht zuletzt auch darauf beruhen, daß weite Kreise der Öffentlichkeit damit rechnen, daß die zu erwartenden hohen Defizite der öffentlichen Hand den Rentenmarkt überfordern werden.

Daß hohe staatliche Defizite keineswegs gleichbedeutend sind mit einer Überbeanspruchung des Kapitalmarktes, wird durch die Erfahrungen ande-

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

	Winterhalbjahr		2. Vj.		Juli 1967*)
	1965/6	1966/7	1966	1967	
A. Kreditnahme bei Geschäftsbanken ²⁾					
Kreditnahme von Inländern	15,3	6,8	8,1	5,7	.
dar.: Privater Bereich	11,7	2,7	7,3	4,5	.
Kreditnahme von Ausländern ³⁾	0,6	0,7	0,2	0,4	.
Wertpapiererwerb der Banken ⁴⁾	1,1	3,9	0,1	2,3	.
Zusammen	17,0	11,4	8,4	8,4	.
B. Bildung von Anlagen bei Geschäftsbanken ²⁾					
Anlagen von Inländern	13,8	16,1	7,3	6,3	.
dar.: Privater Bereich	12,5	14,2	6,1	6,2	.
Anlagen von Ausländern ⁵⁾	0,0	-0,4	0,1	-0,1	.
Absatz von Bankobligationen	3,0	3,5	0,5	1,9	.
Sonstige Positionen	-1,0	-2,3	0,8	0,8	.
Zusammen	15,8	16,9	8,7	8,9	.
C. Saldo von Kreditnahme und Anlagen bei Geschäftsbanken ²⁾					
Kreditüberschuß (+)	+1,2	-5,5	-0,3	-0,5	-0,8
D. Kreditnahme (+) oder Bildung von Anlagen (-) bei der Bundesbank und auf dem Geldmarkt					
Bargeldzunahme (-)	-0,3	+0,9	-0,7	-0,7	-0,4
Öffentlicher Bereich (netto)	0,0	+2,7	+0,5	+0,5	+0,2
Ausland (netto) ⁶⁾	-0,7	+2,7	+0,3	+0,2	+0,5
Sonstige Positionen	-0,2	-0,8	+0,2	+0,5	+0,5
Zusammen (Ausgleich zu C)	-1,2	+5,5	+0,3	+0,5	+0,8
E. Nachrichtlich: Änderung der Zentralbankguthaben und Liquiditätsreserven der Geschäftsbanken ²⁾					
Zunahme der Zentralbankguthaben ⁷⁾	0,3	-1,1	0,7	1,1	-2,2
zum Vergleich Mindestreserve-Soll	-0,7	1,4	-0,4	0,4	.
Zunahme der liquiden Anlagen ⁸⁾	0,0	4,9	-0,5	1,4	1,0
Zunahme (-) der Refinanzierung ⁹⁾	-1,5	1,5	0,1	-1,7	2,0
Zunahme (-) der Einlagen ausländ. Banken	0,0	0,2	0,0	-0,3	—
Zusammen (=D)	-1,2	5,5	0,3	0,5	0,8

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

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

rer Länder mit hoher Staatsverschuldung hinreichend belegt. Da aber die westdeutsche Öffentlichkeit in den vergangenen Jahren immer wieder von amtlichen Stellen vor den kapitalmarktpolitischen Gefahren einer staatlichen Verschuldung gewarnt wurde, ist die Furcht vor staatlichen Defiziten inzwischen so tief verwurzelt, daß sie zum Hemmnis für die erwünschte Verbesserung des Kapitalmarktklimas geworden ist. Nur sehr massive liquiditätspolitische Maßnahmen können deshalb heute Erfolg haben.

Herausgeber: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, 1 Berlin 33, Königin-Luise-Str. 5 u. 53 Bonn, Adenauerallee 170
Tel. 76 10 33 — telex 0183247 diwbl

Präsident: Prof. Dr. Dr. h. c. Ferdinand Friedensburg. Abteilungsleiterkollegium: Dr. Ingeborg Köhler-Rieckenberg, Dr. Rolf Krengel, Dr. Manfred Liebrucks, Dr. Herbert Martell, Dr. Horst Seidler

Schriftleitung: Dr. Wolfgang Watter, 1 Berlin 33, Königin-Luise-Str. 5. Verlag: Duncker & Humblot, 1 Berlin 41, Dietrich-Schäfer-Weg 9. Nachdruck und sonstige Verbreitung — nur mit Quellenangabe zulässig. Druck: Büro-Technik G. m. b. H., 1 Berlin 36, Muskauer Str. 43. Bezugspreis für den Jahrgang DM 32,—, vierteljährlich DM 9,—

— Hierzu 1 Zahlenbeilage —

Gegenstand*)			Einheit†)		1966							1967						
					Jun	Juli	August	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.	Febr.	März	April	Mai	Jun	Juli
Anzahl der Arbeitstage					21,2	22,0	23,7	22,8	22,0	21,4	21,8	22,5	20,8	21,8	21,0	20,2	22,6	22,0
Kredite an Nichtbanken																		
Zentralbanksystem	Mill.DM	E	4089	4613	4997	4011	3995	4343	5640	4447	4665	4007	3868	3770	4230	4153		
Kreditbanken	"	"	77319,0	77235,0	76858,8	77932,3	76930,5	76822,4	78611,8	77354,0	78083,8	77955,6	77947,9	78301,4	79817,0			
an Wirtschaft und Private	"	"	64684,8	64828,5	64448,4	65291,0	64412,5	64061,6	65509,0	64092,1	64537,3	64114,9	64269,0	64258,8	65665,3			
kurzfristige Kredite	vH	"	61,9	61,1	60,4	60,7	60,1	59,8	60,4	59,9	59,8	59,4	59,8	59,3	59,8			
dar. Wechselkredite	"	"	24,1	24,0	23,8	23,4	23,0	23,1	25,1	24,4	24,1	23,6	24,2	23,9	24,2			
mittelfristige Kredite	"	"	18,0	18,6	19,0	18,9	19,1	19,3	19,0	18,8	18,7	18,9	18,6	18,7	18,5			
langfristige Kredite	"	"	20,1	20,3	20,6	20,4	20,8	20,9	20,6	21,3	21,5	21,7	21,6	22,0	21,7			
an öffentl.-rechtl. Körperschaften	Mill.DM	"	2877,5	2946,4	2830,3	2902,9	2916,8	3032,0	3086,1	3197,0	3249,1	3326,6	3325,4	3348,7	3413,2			
Wertpap. u. Konsortialbeteiligung	"	"	9756,7	9570,7	9580,1	9738,4	9601,2	9728,8	10016,7	10064,9	10297,4	10514,1	10353,5	10693,9	10738,5			
Übrige Kreditinstitute ¹⁾	"	"	246639,4	247499,0	249162,4	251389,8	255368,3	255207,7	257056,2	258698,4	260714,6	262735,9	264606,6	266773,1	270880,7			
an Wirtschaft und Private	"	"	171340,0	171782,7	172785,9	174584,0	175346,8	176212,5	177378,4	176903,9	177683,7	178533,4	179471,0	180216,0	181778,5			
kurzfristige Kredite	vH	"	18,5	18,2	18,0	18,3	18,1	17,9	18,1	17,7	17,7	17,8	17,8	17,6	17,9			
dar. Wechselkredite	"	"	6,5	6,5	6,5	6,5	6,4	6,3	6,3	6,2	6,1	5,9	5,9	5,8	5,8			
mittelfristige Kredite	"	"	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,4	9,4	9,3	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2			
langfristige Kredite	"	"	72,2	72,5	72,7	72,4	72,6	72,7	72,5	73,0	73,1	73,0	73,0	73,2	72,9			
an öffentl.-rechtl. Körperschaften	Mill.DM	"	46555,5	47022,1	47634,3	48029,4	48868,3	49745,1	50182,9	51166,6	51833,8	52270,5	52848,8	53128,8	53621,1			
Wertpap. u. Konsortialbeteiligung	"	"	28743,9	28694,2	28742,2	28776,4	29153,4	29250,1	29494,9	30627,9	31197,1	31932,0	32286,8	33428,3	35481,1			
Bargeldumlauf und Bank-einlagen²⁾																		
Bargeldumlauf außerhalb der Kreditinstitute	Mill.DM	E	30467	31492	30564	31100	30400	31138	30758	29291	29955	30162	30797	30034	30861	31189		
Sicht- u. Termineinlagen, ges. ¹¹⁾	"	"	78982	77999	79478	78674	79412	81203	84053	82010	84128	82535	83300	86494	85496	86018		
von Wirtschaft und Privaten	"	"	60993	61466	62389	61080	62738	64284	66043	63874	64946	63358	65568	66746	66464	67259		
Sichteinlagen	vH	"	70,0	69,4	68,9	68,2	67,8	68,6	67,1	65,1	65,2	65,4	65,2	65,2	65,4	66,0		
Termineinlagen	"	"	30,0	30,6	31,1	31,8	32,2	31,4	32,9	34,9	34,8	34,6	34,8	34,8	34,6	34,0		
von deutschen öffentl. Stellen ¹¹⁾	Mill.DM	"	17989	16533	17089	17594	16674	16919	18010	18136	19182	19177	17732	19748	19032	18759		
Sichteinlagen bei Kreditinstituten außerhalb d. Zentralbanksystems	vH	"	30,5	27,4	27,6	28,4	26,9	29,2	31,0	24,8	25,6	25,9	25,4	25,4	28,0	24,8		
Sichteinlagen beim ZBS ¹¹⁾	"	"	19,8	16,8	14,3	14,3	12,4	9,7	11,7	13,8	14,7	15,7	11,9	14,8	13,6	16,3		
Termineinlagen	"	"	49,7	55,8	58,1	57,3	60,7	61,1	57,3	61,4	59,7	58,4	62,7	59,8	58,4	58,9		
ERP-Sondervermögen	Mill.DM	"	163	205	215	239	310	198	143	566	530	229	342	396	431	669		
Spareinlagen	"	"	116077	117285	118266	118984	120313	120622	126029	128040	129443	130217	131365	132177	133019	133832		
Deutsche Bundesbank																		
Gold und Devisen, gesamt	Mill.DM	E	28838,5	29629,9	29455,4	29498,2	30306,3	30457,0	31020,0	29873,0	30650,7	31089,8	31139,4	30629,2	30673,5	30948,8		
Gold	"	"	16970,7	16938,9	16919,7	16910,7	16887,0	16892,2	16905,2	16897,2	16893,2	16913,7	16921,9	16916,9	16907,5	16881,3		
Guthaben bei ausländ. Banken	"	"	10852,6	11673,5	11574,0	11613,2	12431,4	12569,4	13031,3	11924,7	12694,3	12971,5	12822,7	12255,6	12033,1	12306,8		
Sorten, Wechsel, Schecks	"	"	1015,2	1017,5	961,7	974,3	974,3	995,4	1083,5	1051,1	1063,2	1204,6	1394,8	1456,7	1732,9	1760,7		
Wertpapiermarkt																		
Absatz an festverz. Schuldverschreibungen und Aktien ²⁾	Mill.DM	S	701,0	1035,7	707,3	695,1	849,7	710,1	1545,6	2584,1	1717,9	1345,4	1125,8	1640,6	1326,9	2280,0		
Pfandbriefe	vH	"	30,3	21,4	28,4	33,7	21,3	32,0	15,9	12,7	13,0	20,6	23,0	21,8	16,4	16,9		
Kommunalobligationen	"	"	28,7	27,8	33,5	34,3	29,6	29,4	28,9	18,0	27,1	44,2	36,9	30,4	31,5	26,6		
Öffentliche Anleihen	"	"	1,7	4,4	1,8	3,0	2,4	7,1	32,5	49,5	25,4	27,0	31,3	32,8	12,8	52,0		
Industrieobligationen	"	"	—	11,4	—	—	—	—	—	4,6	17,5	—	—	—	13,2	1,8		
Aktien	"	"	29,2	19,5	19,2	6,5	23,6	8,2	9,3	10,3	3,8	1,0	6,2	4,0	10,8	2,7		
Kursdurchschnitt ³⁾	31.12.65	D	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100		
Aktien ⁴⁾	= 100	D	92	87	87	89	87	85	82	85	91	92	92	90	89	91		
50%ige Pfandbriefe, steuerfrei	vH	"	105,38	101,98	102,26	104,09	106,12	106,30	107,75	108,70	108,67	109,81	113,77	114,19	114,29	115,51		
60%ige Pfandbriefe, tarifbesteuert	"	"	83,16	82,07	81,42	81,82	82,66	82,83	86,70	88,36	88,84	90,15	93,55	93,43	92,72	92,09		
60%ige Komm.-oblig., tarifbesteuert	"	"	82,43	81,23	80,98	81,69	83,06	83,28	86,43	88,05	88,60	89,85	93,17	93,03	92,51	91,50		
Finanzen																		
Kassenmäßige Einnahm. aus Steuern des Bundes und der Länder ⁵⁾	Mill.DM	S	11268,5	6619,1	6822,3	10735,6	6670,0	6762,1	11817,0	7725,3	6050,9	10146,3	6036,0	6705,0	10480,3	7125,3		
Einkommen- u. Körperschaftst. ⁶⁾	"	"	6723,3	2338,0	2177,7	6478,2	2274,9	2024,1	7272,1	2998,2	1899,4	6016,8	1905,2	1945,6	6156,5	2633,3		
Lohnsteuer	"	"	1326,4	1684,1	1672,6	1808,9	1895,6	1759,0	2075,4	2197,7	1409,4	1040,6	1268,7	1251,7	1312,0	1726,0		
Veranlagte Einkommensteuer	"	"	3404,2	369,0	231,7	3108,0	198,1	152,0	3382,1	346,7	291,3	3329,5	409,2	435,6	3277,8	503,8		
Körperschaftsteuer	"	"	1725,0	123,4	19,9	1507,3	123,8	56,9	1756,5	272,5	137,1	1560,3	166,3	123,0	1398,5	139,6		
Umsatzsteuer	"	"	2082,4	2130,9	2073,7	2043,1	2163,5	2160,3	2146,9	2464,9	1789,7	1694,9	2000,8	1956,1	1956,5	2121,6		
Zölle und Verbrauchsteuer	"	"	1957,9	1649,4	1671,5	1722,3	1721,3	1686,0	1836,5	1694,1	1476,7	1852,8	1544,9	1839,7	1824,7	1784,3		
Lastenausgleichsabgaben ⁷⁾	"	"	25,8	45,7	291,2	21,3	54,1	310,2	41,5	42,1	302,1	51,1	53,0	310,8	24,9	44,9		
Außenhandel																		
Einfuhr, insgesamt	Mill.DM	S	6176	5911	5793	5928	6429	6118	6132	5570	5104	5770	5624	5612	6228	5606		
Ausfuhr, insgesamt	"	"	6580	6480	6149	6910	7235	6875	8047	6999	6515	7264	7468	6898	7535	6906		
Saldo ⁸⁾	"	"	+404	+570	+356	+982	+806	+757	+1915	+1429	+1411	+1494	+1844	+1286	+1307	+1300		
Einfuhrvolumen ⁹⁾	"	"	5986	5726	5640	5800	6247	5982	5977	5487	4951	5632	5510	5540	6133	5460		
Ausfuhrvolumen ⁹⁾	"	"	6471	6593	6592	6732	6985	6711	7845	6779	6301	7070	7350	6854	7529	6785		
Terms of Trade ¹⁰⁾	1962:100	D	98,6	100,4	101,1	100,4	100,6	100,2	100,0	101,8	100,3	100,4	99,5	99,3	98,6	99,1		
Einfuhr																		
Güter der Ernährungswirtschaft	Mill.DM	S	1386	1371	1431	1420	1440	1562	1552	1325	1161	1390	1312	1405	1499	1378		
Rohstoffe	"	"	1009	1009	978	932	961	896	977	984	869	938	920	937	933	901		
Halbwaren	"	"	932	947	932													