

DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

Institut für Konjunkturforschung

WOCHEN BERICHT

35. Jahrgang

Berlin, den 25. Juli 1968

Nummer 30

Anhaltende Kapitalmarkterholung im ersten Halbjahr 1968

Kapitalmarktzins gesunken ...

Im ersten Halbjahr standen die Kreditmärkte im Zeichen einer fühlbaren Entspannung. Die Zinssenkungstendenzen auf den Märkten für kürzerfristige Bankkredite verstärkten sich. Aber auch das Klima auf den Kapitalmärkten, die sich in der zweiten Hälfte vergangenen Jahres etwas angespannt hatten, verbesserte sich deutlich: Erstmals seit längerem erhöhten nicht nur die Kreditinstitute und die privaten Kapitalsammelstellen, sondern auch die übrigen privaten Geldanleger ihre Wertpapierkäufe; überdies stoppten die Sozialversicherungen ihre Wertpapierverkäufe. Obwohl die Bundesbank nicht mehr — wie in den letzten Monaten vorigen Jahres — öffentliche Anleihen aus dem Markt nahm, sondern sogar in gewissem Umfang wieder verkaufte, blieb die Effektivverzinsung dieser Titel stabil und gab im April und Mai sogar merklich nach. Ferner wurden — anders als im zweiten Halbjahr 1967 — die anhaltend kräftig steigenden Emissionen von Bankschuldverschreibungen, insbesondere Kommunalobligationen, zu annähernd konstanten und schließlich sogar sinkenden Zinssätzen untergebracht. Mitte Juli betrug die Effektivverzinsung aller umlaufenden inländischen Rentenwerte knapp 6,7 %, während sie Ende 1967 noch bei 7 % gelegen hatte. Öffentliche Anleihen, die sich dank der Intervention der Bundesbank als besonders „liquide“ Titel erwiesen haben, erbrachten zuletzt sogar nur eine Rendite von 6,4 %.

... trotz steigender Auslandszinsen ...

Daß sich die Zinssätze auf den deutschen Kreditmärkten von Herbst vorigen Jahres bis heute zum

Teil beträchtlich ermäßigt haben, ist um so bemerkenswerter, als gegenwärtig die Zinssätze auf den internationalen Geld- und Kapitalmärkten erheblich höher sind als in der zweiten Hälfte vergangenen Jahres. Auf dem Euro-Dollar-Markt (London) stiegen — wenn auch mit Unterbrechungen — die Sätze für Dreimonatsgeld von 5 % im September 1967 auf fast 7 % im Mai dieses Jahres. Auf dem Euro-Kapitalmarkt erhöhten sich die Sätze für Dollar-Anleihen von 7 % im November 1967 auf 8 % im Januar dieses Jahres; sie gaben dann zwar etwas nach, zeigten jedoch in den letzten Monaten wieder eine — wenn auch nur leicht — steigende Tendenz.

Die Beachtung, die der Euro-Kapitalmarkt seit einiger Zeit findet, entspricht allerdings nicht der quantitativen Bedeutung dieses Teilmarktes. Tatsächlich spiegeln die Änderungen der Zinssätze auf dem Euro-Markt die Zinsentwicklung auf den *Binnenmärkten* wichtiger Partnerländer der Bundesrepublik nur unvollkommen wider: In Großbritannien und den USA haben sich die Renditen öffentlicher Anleihen seit Herbst vorigen Jahres um nicht mehr als ein halbes Prozent erhöht, in den Niederlanden und der Schweiz ist das Niveau annähernd stabil geblieben, und in Belgien sind die Anleihezinsen sogar gesunken.

Ebensowenig kann aus der — auch das Währungsrisiko deckenden — Verzinsung von Euro-Dollar-Anleihen von gegenwärtig 8 % gefolgert werden, die Bundesrepublik sei bereits ein Niedrigzinsland. Trotz des starken Rückgangs seit Mitte 1966 ist der deutsche Anleihezins immer noch höher als

die Sätze auf den *nationalen* Anleihemärkten der Mehrzahl unserer Partnerländer.

... und trotz nachlassender Liquiditätszuflüsse zu den Banken

Die Auflockerung der deutschen Kreditmärkte fand aber auch in der jüngsten Entwicklung der Bankenliquidität kaum eine Stütze. Soweit bisher zu übersehen, haben sich die Liquiditätsreserven der Geschäftsbanken im zweiten Viertel dieses Jahres kaum noch erhöht; denn die Liquiditätszuflüsse aus der Devisenbilanz dürften durch die Zunahme der Bargeldbestände und der Zentralbankguthaben von Nichtbanken sowie durch höhere Mindestreserven der Banken weitgehend absorbiert worden sein¹. Gewiß können statistische Angaben, die sich nur auf ein Quartal beziehen und auf zwei Stichtagen (Ende März und Ende Juni) basieren, zur Beurteilung der Liquiditätsentwicklung nur mit erheblichen Vorbehalten herangezogen werden. Aber auch Liquiditätskennzahlen, denen eine etwas längere Periode und Dreimonatsdurchschnitte zugrunde liegen, lassen deutlich erkennen, daß sich der — Mitte 1966 einsetzende — sehr steile Liquiditätstrend in letzter Zeit nicht fortgesetzt hat: Während sich die Liquiditätsreserven vom Sommer 1967 (Juni bis August) bis zur Jahreswende (November bis Januar) um 5 Mrd. DM erhöht hatten, lagen sie im Durchschnitt der Monate April bis Juni 1968 nur um 1 Mrd. DM über dem Stand zur Jahreswende.

Ursachen der Kapitalzinssenkung

Wenn der Rückgang des deutschen Kapitalzinses im ersten Halbjahr nicht mit Zinssenkungen im Ausland, Anleihekäufen der Bundesbank oder einem verstärkten Liquiditätsstrom zu den Banken zu erklären ist, kann er nur darauf zurückgeführt werden, daß die Geldanleger das Risiko von Kursverlusten bei Rentenwerten jetzt geringer einschätzen als in der zweiten Hälfte vorigen Jahres und/oder bei gegebenen Risikoerwartungen mehr als vordem bereit sind, Risiken einzugehen.

Nach dem Scheitern der internationalen Zinssenkungsaktion Mitte vorigen Jahres hatte sich in der Öffentlichkeit die Befürchtung verbreitet, die Erhöhung des ausländischen Zinsniveaus werde den deutschen Rentenmarkt in Mitleidenschaft ziehen; außerdem werde der Rentenmarkt durch die Defizite und Wertpapierabgaben der Sozialversicherungen zu stark belastet. Dieser Skepsis wurde inzwischen der Boden entzogen. Mehrfach bekundete die Bundesbank, sie sei aus konjunktur- und

Geldvermögensänderungen und finanzielle Transaktionen¹⁾
 Zunahme der Forderungen } + — { Abnahme der Forderungen
 Abnahme der Verpflichtungen } — { Zunahme der Verpflichtungen
 Mrd. DM

Nettoschuldner und -gläubiger des jeweiligen Sektors	Halbjahre				II. Vierteljahr	
	Sommer 1966	Winter 1966/67	Sommer 1967	Winter 1967/68	1967	1968*)
Private Haushalte						
Bundesbank (Bargeld) . . .	+ 1,0	— 0,7	+ 0,6	— 0,3	+ 0,5	+ 0,8
Übrige Sektoren	+14,1	+17,8	+12,9	+18,9	+ 6,1	+ 6,2
Geldvermögensänderung . .	+15,1	+17,1	+13,5	+18,6	+ 6,6	+ 7,0
Unternehmen						
Bundesbank u. Geldmarkt ²⁾	+ 0,4	+ 0,4	+ 0,1	+ 0,1	— 0,4	+ 0,2
Übrige Sektoren	—16,6	— 9,2	— 5,8	— 7,8	— 1,5	— 2,2
Geldvermögensänderung . .	—16,2	— 8,8	— 5,7	— 7,7	— 1,9	— 2,0
Staat						
Bundesbank u. Geldmarkt ²⁾	— 1,4	— 2,8	— 0,3	— 1,5	— 0,5	+ 0,1
Übrige Sektoren	+ 2,2	— 0,7	+ 3,2	— 3,4	+ 1,5	— 3,1
Geldvermögensänderung . .	+ 0,8	— 3,5	+ 3,5	— 4,9	+ 2,0	— 3,0
Übrige Welt						
Bundesbank u. Geldmarkt ³⁾	— 1,6	— 2,9	— 1,1	— 2,3	+ 0,2	— 1,8
Übrige Sektoren	+ 1,9	+ 1,9	+ 3,2	+ 3,7	+ 2,9	+ 0,2
Geldvermögensänderung . .	+ 0,3	— 4,8	+ 4,3	— 6,0	+ 2,7	— 2,0
Langfristiger Kapitalverkehr	— 1,5	— 1,4	+ 1,7	— 3,0	— 1,0	— 1,5
Wertpapiermarkt						
Bundesbank ⁴⁾	0,0	0,0	— 0,2	— 0,8	0,0	— 0,1
Übrige Sektoren	0,0	0,0	+ 0,2	+ 0,8	0,0	+ 0,1
Transaktionen, gesamt . .	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzierungsinstitute⁵⁾						
Bundesbank	+ 1,7	+ 0,5	— 2,0	+ 1,2	— 0,5	+ 0,8
Einlagen	+ 0,8	— 1,1	+ 1,8	+ 0,7	+ 1,1	+ 1,1
Refinanzierung ⁶⁾	+ 0,9	+ 1,6	— 0,2	+ 0,5	+ 1,6	— 0,3
Geldmarkt	— 0,1	+ 5,5	+ 2,9	+ 3,6	0,7	0,0
Inlandsanlagen ⁷⁾	— 0,8	+ 4,0	+ 1,7	+ 3,2	— 1,0	— 0,6
Auslandsanlagen ⁷⁾	+ 0,7	+ 1,3	+ 1,7	+ 1,0	+ 1,0	+ 1,0
Ausländische Einlagen . .	0,0	+ 0,2	— 0,5	— 0,6	— 0,3	— 0,4
Übrige Sektoren	— 1,6	— 6,0	— 0,9	— 4,8	— 0,2	— 0,8
Transaktionen, gesamt . .	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nachrichtlich:						
Liquiditätsreserven der Geschäftsbanken ⁸⁾ . .	+ 0,8	+ 6,9	+ 3,2	+ 4,7	— 0,6	+ 0,1

1) Überwiegend Salden von Geldanlage und Kreditnahme. — 2) Bundesbank: Bargeld, Einlagen, Kredite und sonstige, nicht zurechenbare, Positionen; Geldmarkt: Nettokäufe(+) oder -verkäufe(—) von inländischen Schatzwechseln und unverzinslichen Schatzanweisungen. — 3) Zunahme (—) der Währungsreserven der Bundesbank sowie der liquiden Auslandsanlagen deutscher Geschäftsbanken (Anm. 7) und Zunahme (+) der Einlagen ausländischer Banken bei deutschen Geschäftsbanken. — 4) Kauf (—) oder Verkauf (+) von Anleihen durch die Bundesbank. — 5) Und geringfügige Postscheckguthaben der Bundesbank. — 6) Vgl. Anm. 2). — 7) Bankguthaben und Geldmarktpapiere der Geschäftsbanken. — 8) Liquide Inlands- und Auslandsanlagen minus Refinanzierung bei der Bundesbank. — 9) Geschäftsbanken, Bausparkassen und private Versicherungen. — *) Vorausschätzung.

zahlungsbilanzpolitischen Gründen an einer weiteren Senkung oder doch zumindest an einer Stabilisierung des deutschen Kapitalzinses interessiert. Sie erklärte sich bereit, die Geldmarktfinanzierung eines Teils der Defizite der Sozialversicherungen zu unterstützen, und sie bewies mit einer erfolgreichen Intervention am Anleihemarkt, daß der deutsche Kapitalzins innerhalb gewisser Grenzen gegen Zinssteigerungen im Ausland immunisiert werden kann. Viele Geldanleger rechnen des-

¹ Vgl. Tabelle „Geldvermögensänderungen“, vor allem die Position „Liquiditätsreserven“ und die Angaben über die Transaktionen der privaten Haushalte, der Unternehmen, des Staates und der übrigen Welt mit der Bundesbank und dem Geldmarkt.

halb seit einem halben Jahr mit abnehmenden Kursverlustrisiken. Allerdings dürften schon geringe Zweifel an der Bereitschaft der Bundesbank, ihre Politik der Zinsstabilisierung fortzusetzen, die Gefahr eines erneuten Stimmungsumschwungs auf dem Kapitalmarkt heraufbeschwören. Wie sich kürzlich gezeigt hat, reagieren viele Kapitalmarktanleger schon dann recht empfindlich, wenn die Möglichkeit eines baldigen Kurswechsels der Notenbank von maßgeblichen Wirtschaftspolitikern auch nur *angedeutet* wird.

Wirtschaft sehr liquide

Die Neigung der Geldanleger, Kapitalmarktmittel anzubieten, ist im ersten Halbjahr vermutlich auch deshalb gestiegen, weil die Ausstattung der Banken und der übrigen Wirtschaft mit Liquidität inzwischen einen Grad erreicht haben dürfte, der den Verzicht auf die Haltung zusätzlicher Liquidität erheblich erleichtert. Selbstverständlich gibt es keine Indikatoren, mit denen der Liquiditätsstatus der Banken und der übrigen Unternehmen erschöpfend beschrieben werden könnte, zumal die Erwartung, jederzeit zu günstigen Bedingungen Kredite zu erhalten, nicht quantifizierbar ist. Die verfügbaren statistischen Daten können deshalb nur als Anhaltspunkte für die Liquiditätsposition der genannten Bereiche dienen.

Ein recht brauchbarer Indikator für die Liquiditätssituation bei den Geschäftsbanken ist die Liquiditätsquote, die Relation zwischen den Liquiditätsreserven der Banken und den Einlagen von Nichtbanken. Diese Relation erreichte zur Jahreswende (November bis Januar) mit 6 vH wieder das hohe Niveau vor Beginn der Restriktionen im Frühjahr 1964.

Die Verbesserung des finanziellen Status des Sektors „Unternehmen ohne Wohnungswirtschaft“ kommt einmal darin zum Ausdruck, daß sich die Expansion der Bankkredite und sonstigen Verpflichtungen bis weit in das vorige Jahr verlangsamte, während sich das Wachstum der Bankeinlagen und sonstigen Forderungen im Laufe des vergangenen Jahres deutlich beschleunigte. Der Zuwachs der Verpflichtungen ging von 24,5 Mrd. DM im Jahre 1966 auf 16 Mrd. DM 1967 zurück; bei einer großen Anzahl von Unternehmen nahm das Bankkreditvolumen sogar ab. Dagegen verstärkte sich der Zuwachs der Forderungen in der gleichen Zeit von 10 Mrd. DM auf 17,5 Mrd. DM und übertraf damit erstmals die Zunahme der Verpflichtungen. Dies bedeutet: Die Unternehmen als Gruppe

verwendeten ihre eigenen Mittel (vor allem unverteilte Gewinne und Abschreibungen) nicht nur zur Bildung von Sachvermögen, sondern auch zum Abbau ihrer Nettoverschuldung, während sie in allen früheren Jahren mehr investiert als „gespart“, also ihre Nettoverschuldung vergrößert hatten.

Aber auch die Änderungen der Verschuldungsstruktur indizieren ausgeprägte Konsolidierungstendenzen im Unternehmenssektor. 1967 war der Zuwachs der langfristigen Bankkredite erheblich stärker als 1966. Der Nettoabsatz von Industrieobligationen, der 1966 fast auf Null geschrumpft war, erreichte 1967 gleichfalls einen Rekordumfang. Demgegenüber schwächte sich der Zuwachs der kurzfristigen Bankkredite 1967 gegenüber 1966 deutlich ab, wurden kurzfristige Auslandskredite getilgt und schränkten viele Unternehmer ihre mittelfristigen Bankkredite zugunsten langfristiger Verbindlichkeiten ein. Ende 1967 übertraf der Anteil der langfristigen Ausleihungen an den gesamten Bankkrediten der Geschäftsbanken an inländische Wirtschaftsunternehmen und Private (ohne Wohnungsbau) mit 40,6 vH nicht nur die niedrige Quote von Ende 1966 (38,7 vH), sondern der Anteil war auch größer als Ende 1963 und 1964 (39,3 und 40,0 vH).

Gebräuchlichster Indikator zur Beurteilung der Liquidität der Unternehmen ist der Bestand an Sichteinlagen; diese werden oft mit den kurzfristigen Termineinlagen² zusammengefaßt. Dieser Indikator deutet gerade für Ende vorigen Jahres auf eine besonders reichliche Liquiditätsausstattung der Unternehmen hin. Nachdem die Sicht- und kurzfristigen Termineinlagen der inländischen Unternehmen und Privaten zum Ende der Monate März, Juni und September 1967 um 8 bis 10 vH über den entsprechenden Vorjahrsbeständen gelegen hatten, schnellte die Wachstumsrate bis Ende des Jahres auf fast 20 vH. Es überrascht keineswegs, daß die kurzfristigen Guthaben, vor allem die Sichteinlagen, erheblich größer waren als vor einem oder zwei Jahren; denn wegen der hohen Geldhaltungskosten während der Periode des „teuren Geldes“ waren die Unternehmen bemüht, durch eine bessere Abstimmung der Zahlungsausgänge mit den Zahlungseingängen an Kasse zu „sparen“. Aber auch verglichen mit der Zeit vor Beginn der Restriktionen dürften die Liquiditätspolster der Unternehmen an der Jahreswende überaus reichlich gewesen sein. Jedenfalls sind die kurzfristigen Guthaben der

² Mit einer Laufzeit oder Kündigungsfrist von weniger als sechs Monaten.

inländischen Unternehmen und Privaten von Ende 1963 bis Ende 1967 um fast 50 vH gestiegen, während das nominale Sozialprodukt vom zweiten Halbjahr 1963 bis zum zweiten Halbjahr 1967 nur um ein Viertel zugenommen hat.

Nach der Jahreswende wurden die extrem hohen Bestände der Unternehmen und Privaten an Sicht- und kurzfristigen Termineinlagen allerdings wieder stark abgebaut. Obwohl sie während des zweiten Vierteljahres erneut zugenommen haben, dürften sie jetzt noch um 3,5 Mrd. DM unter dem Jahresendstand liegen. Dieser Rückgang ist vor allem den längerfristigen Einlagen zugute gekommen: Die Termineinlagen mit einer Laufzeit oder Kündigungsfrist von mindestens sechs Monaten haben sich im ersten Halbjahr um vermutlich 5 Mrd. DM erhöht.

Beschleunigte Kreditexpansion — aber auch verstärkte Guthabenbildung der Unternehmen

Die Umwandlung von Kasse und Sekundärliquidität in längerfristige Einlagen ist einmal kapitalmarktpolitisch von Bedeutung: Die Fähigkeit der Banken, langfristige Mittel anzubieten, wird erhöht. Die längerfristige Bindung von Liquidität aber ist auch ein Faktum, das sich in das Bild fügt, das die Entwicklung der übrigen Bilanzpositionen von dem *konjunkturellen* Verhalten der Unternehmen vermittelt. Obwohl die Banken seit Mitte 1966 ihren Liquiditätsstatus in einem bis dahin nicht erreichten Maße verbessern konnten, obwohl die Zinssätze für kürzerfristige Kredite im Laufe des vergangenen Jahres auf das Niveau in der Zeit vor Beginn der Restriktionen sanken und obwohl Kapitalmarktmittel — wenn auch schwächer als kurzfristige Kredite — verbilligt wurden, hat die Bereitschaft der Unternehmen, neben der Konsolidierung kurzfristiger Verbindlichkeiten sich zusätzlich zu verschulden und mehr Sachvermögen zu bilden, nur relativ zögernd zugenommen.

Legt man ausschließlich die Kreditentwicklung zugrunde, so scheint sich allerdings die Wirtschaft seit Herbst wieder auf einem eindeutig expansiven Kurs zu befinden. In der Zeit von Oktober vorigen bis Mitte dieses Jahres war der Zuwachs der gesamten Verpflichtungen der Unternehmen (ohne Wohnungswirtschaft) mit 17 Mrd. DM fast doppelt so stark wie in der vergleichbaren Vorperiode (9 Mrd. DM). Dies deutet auf eine kräftige Steigerung der Ausgabenüberschüsse (des Überschusses der Investitionen über die eigenen Mittel) hin.

Bewegungsbilanz der Unternehmen¹⁾
in Mrd. DM

	Halbjahre				II. Vierteljahr	
	Sommer 1966	Winter 1966/67	Sommer 1967	Winter 1967/68	1967	1968*)
A. Investitionen, eigene Mittel und Verschuldungszunahme						
Brutto-Anlageinvestitionen	48,3	44,3	41,8	44,1	20,5	22,5
Lagerbildung	2,5	— 4,6	0,0	1,2	— 1,6	0,6
Brutto-Investitionen	50,8	39,7	41,8	45,3	18,9	23,1
"/. Eigene Mittel ²⁾	42,6	38,3	43,0	43,8	20,3	24,1
Verschuldungszunahme (C /- B) . . .	+ 8,2	+ 1,4	— 1,2	+ 1,5	— 1,4	— 1,0
B. Zunahme der Forderungen						
Kurzfristige Forderungen . .	+ 1,5	0,0	+ 2,9	+ 2,7	+ 1,6	+ 2,3
Bargeld u. Sichteinlagen ³⁾	+ 0,3	— 1,7	+ 3,0	0,0	+ 1,5	+ 2,2
Termineinlagen ⁴⁾	+ 1,3	+ 1,4	— 0,1	+ 2,5	+ 0,1	0,0
Übrige Welt	— 0,1	+ 0,3	0,0	+ 0,2	0,0	+ 0,1
Längerfristige Forderungen ⁵⁾	+ 3,3	+ 5,6	+ 5,0	+ 8,6	+ 3,3	+ 5,0
Finanzierungsinstitute ⁶⁾ .						
Termineinlagen ⁷⁾	0,0	+ 0,8	+ 1,5	+ 2,9	+ 1,0	+ 2,0
Sonstige Anlagen	+ 1,9	+ 3,0	+ 1,5	+ 3,2	+ 1,2	+ 1,6
Wohnungswirtschaft ⁸⁾ . .	+ 0,3	+ 0,2	+ 0,4	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,3
Übrige Welt	+ 0,3	+ 0,8	+ 0,5	+ 0,9	+ 0,3	+ 0,3
Wertpapiermarkt	+ 0,8	+ 0,8	+ 1,1	+ 1,4	+ 0,5	+ 0,8
Sonstige Forderungen ⁹⁾ . .	+ 0,7	— 0,2	— 0,6	— 1,1	— 1,2	— 0,8
Zusammen	+ 5,5	+ 5,4	+ 7,3	+ 10,2	+ 3,7	+ 6,5
C. Zunahme der Verpflichtungen						
Kurzfristige Verpflichtungen	+ 5,2	— 0,8	+ 0,2	— 0,5	+ 0,3	+ 2,0
Geldmarkt	0,0	— 0,2	— 0,1	+ 0,2	— 0,1	0,0
Geschäftsbanken	+ 3,6	+ 1,7	+ 2,3	+ 0,5	+ 2,0	+ 2,3
Übrige Welt ¹⁰⁾	+ 1,6	+ 1,1	— 2,0	— 1,2	— 1,6	— 0,3
Längerfrist. Verpflichtung. ¹¹⁾	+ 8,5	+ 7,6	+ 5,9	+ 12,2	+ 2,0	+ 3,5
Finanzierungsinstitute ⁶⁾ .	+ 5,8	+ 3,5	+ 4,4	+ 7,4	+ 1,8	+ 3,1
Staat	— 0,1	+ 0,6	— 0,6	+ 2,2	— 0,4	0,0
Übrige Welt	+ 1,4	+ 1,2	+ 0,5	+ 0,7	+ 0,1	+ 0,2
Wertpapiermarkt	+ 1,4	+ 2,3	+ 1,6	+ 1,9	+ 0,5	+ 0,2
Zusammen	+ 13,7	+ 6,8	+ 6,1	+ 11,7	+ 2,3	+ 5,5

¹⁾ Ohne Wohnungswirtschaft. — ²⁾ Einschl. Vermögensübertragungen. — ³⁾ Einschl. Geldmarktpapiere. — ⁴⁾ Mit Laufzeit oder Kündigungsfrist bis unter sechs Monaten. — ⁵⁾ Überwiegend mittel- und langfristig. — ⁶⁾ Geschäftsbanken, Bausparkassen und Versicherungen. — ⁷⁾ Mit Laufzeit oder Kündigungsfrist von sechs Monaten und darüber. — ⁸⁾ Einschl. Konsumentenkredite an private Haushalte. — ⁹⁾ Saldo nicht zu-rechenbarer Positionen gegenüber Bundesbank und Geschäftsbanken. — ¹⁰⁾ Einschl. des „Restpostens“ der Zahlungsbilanz. — ¹¹⁾ Vorausschätzung.

Das Bild einer generell steigenden Verschuldungsbereitschaft ist jedoch zu korrigieren, zieht man auch die Entwicklung der Brutto-Geldvermögensbildung der Unternehmen in Betracht. Der Zuwachs der Forderungen hat sich im Winterhalbjahr und im zweiten Quartal etwa ebenso stark beschleunigt wie der Zuwachs der Verbindlichkeiten. Mit anderen Worten: Ein Teil der Unternehmen hat erheblich mehr Einnahmenüberschüsse als bisher erzielt, also in wachsendem Umfang seine Gewinne zur Geldvermögens- statt zur Sachvermögensbildung verwendet.

Die Feststellung, daß sich die Tendenz zu steigender Verschuldung und die Tendenz zu steigender Geldvermögensbildung im Unternehmenssektor durchaus noch die Waage halten, steht auch im Einklang mit den statistischen Daten über die Gewinn- und Investitionsentwicklung. In der Zeit von Herbst vorigen bis Mitte dieses Jahres übertrafen sowohl die Eigenmittel als auch die Brutto-Sachvermögensbildung erstmals seit längerem wieder das Vorjahresniveau. Die Sachvermögensbildung — zunächst die

Vorratsbildung, dann die Anlageinvestition — folgte jedoch dem Gewinnrend nur zögernd und ging in dem Betrachtungszeitraum nur wenig über die eigenen Mittel hinaus; im zweiten Quartal dürfte sie sogar — wie schon im Vorjahr — noch etwas hinter den Eigenmitteln zurückgeblieben sein.

Aber auch im Sektor „Wohnungswirtschaft“, der auf Zinssenkungen sehr viel elastischer zu reagieren pflegt als die meisten anderen Bereiche, hat sich die Verbilligung der langfristigen Mittel — zumindest bis zum ersten Quartal — noch nicht in einem erhöhten Netto-Verschuldungszuwachs niedergeschlagen. Immerhin sprechen die Zunahme der Bankkredite und das außergewöhnlich starke Wachstum der Hypothekenzusagen der Kapital-sammelstellen im ersten Quartal dafür, daß sich in nächster Zeit wieder eine Tendenz zu verstärkter Kreditexpansion in diesem Sektor durchsetzen wird.

Zahlungsbilanz

erfordert Fortsetzung der bisherigen Geldpolitik

Die Tatsache, daß sich die Verschuldungs- und Ausgabeneigung der Unternehmen trotz der ungewöhnlich umfangreichen Liquiditätszuflüsse seit Mitte 1966 nur relativ langsam verstärkt, zeigt deutlich, wie wenig geldpolitische Maßnahmen allein geeignet sind, eine Volkswirtschaft aus einem Rezessionstal herauszuführen. Sie läßt aber auch gleichzeitig die Möglichkeiten — und damit die Grenzen — erkennen, die einem Versuch gesetzt sind, außenwirtschaftliche Probleme ausschließlich mit Hilfe der Notenbank zu lösen: Die abnorm hohen Leistungsbilanzüberschüsse der Bundesrepublik können nur in dem Maße vermindert werden, wie es gelingt, die inländischen Sektoren zu bewegen, ihre Ausgaben für Güter und Dienste stärker zu erhöhen als ihre Einnahmen.

Dieser Zusammenhang wird aus der Tabelle „Geldvermögensänderung“ deutlich: Der Geldvermögenszuwachs der privaten Haushalte ist identisch mit dem Einnahmenüberschuß dieses Sektors, und die Abnahme des Geldvermögens der Unternehmen und des Staates (sie wird oft auch als Zunahme der Nettoverschuldung bezeichnet) ist gleichbedeutend mit Ausgabenüberschüssen dieser Sektoren. Ein Geldvermögenszuwachs aller inländischen Sektoren zusammengekommen entspricht einer Geldvermögensabnahme (Ausgabenüberschuß) des Sektors „übrige Welt“ und deckt sich grundsätzlich mit dem Überschuß in den laufenden Posten der deutschen Zahlungsbilanz.

Der Staat erzielte von Oktober 1967 bis Juni 1968 einen größeren Ausgabenüberschuß (8 Mrd. DM) als im entsprechenden Vorjahrszeitraum (5,5 Mrd. D-Mark). Die Unternehmen (einschließlich der Wohnungswirtschaft) hingegen verringerten ihren Ausgabenüberschuß von 10,7 Mrd. DM auf 9,7 Mrd. D-Mark, während die privaten Haushalte ihren Einnahmenüberschuß von 23,7 Mrd. DM auf 25,6 Mrd. DM erhöhten. Die Bilanz der laufenden Posten in der westdeutschen Zahlungsbilanz schloß also im Betrachtungszeitraum mit einem noch etwas größeren Überschuß (8 Mrd. DM) als ein Jahr zuvor (7,5 Mrd. DM).

Obwohl die konjunkturelle Erholung in Westdeutschland fortschreiten wird, ist nicht damit zu rechnen, daß die Verschuldungsbereitschaft und die Ausgaben der Unternehmen stark genug zunehmen werden, um über vermehrte Einfuhren den Überschuß der Leistungsbilanz (bzw. der Bilanz der laufenden Posten) fühlbar sinken zu lassen. Eine Milderung der außenwirtschaftlichen Spannungen kann deshalb nur von der Finanzierungsseite her erhofft werden: durch einen stärkeren langfristigen Kapitalexport.

Während im vergangenen Jahr der Export langfristiger Mittel unzureichend geblieben war, sind die Aussichten auf eine Finanzierung der Überschüsse mit langfristigem Kapital für 1968 weit aus günstiger. Mit der Auflockerung des Kapitalmarktes seit Anfang dieses Jahres ist auch der langfristige Kapitalexport erheblich in Gang gekommen. In der ersten Hälfte des vorigen Jahres war der Überschuß in den laufenden Posten von 5,5 Mrd. D-Mark nur in Höhe von 1,3 Mrd. DM langfristig finanziert worden. In der ersten Hälfte dieses Jahres dagegen stand einem Überschuß in den laufenden Posten von 5,0 Mrd. DM bereits ein langfristiger Kapitalexport von etwa 3,5 Mrd. DM gegenüber.

Im Hinblick auf die anhaltende konjunkturelle Erholung ist allerdings die Gefahr nicht von der Hand zu weisen, daß die Kapitalmarktanleger immer mehr zu der Überzeugung gelangen werden, die Bundesbank werde demnächst ihre kreditpolitischen Zügel wieder anziehen. Dies würde einen erneuten Rückschlag auf dem Kapitalmarkt zur Folge haben und den dringend erforderlichen Zahlungsbilanzausgleich in Frage stellen. Die Bundesbank sollte deshalb nicht den geringsten Zweifel daran aufkommen lassen, daß sie an ihrem bisherigen Kurs vorerst festzuhalten gedenkt.

Belebung des privaten Verbrauchs

Die Einflüsse der Rezession des vorigen Jahres wirkten noch im Verlauf des ersten Halbjahres 1968 nachhaltig auf die Ausgabenneigung der privaten Haushalte. Obgleich sich die Verbrauchernachfrage in jüngster Zeit wieder belebt hat, ist nicht zu verkennen, daß die Haushalte bei ihren Ausgaben noch immer zur Vorsicht neigen. Den vorläufigen Informationen zufolge dürfte im ersten Halbjahr mit einer Verbrauchssteigerung um 3,4 vH bei einer gleichzeitigen Erhöhung der verfügbaren Einkommen um 4,8 vH zu rechnen sein.

Nachdem die Einkommen im vierten Quartal 1967 wieder zugenommen hatten, schienen sich — den ersten verfügbaren Indikatoren zufolge — die Verbrauchsausgaben am Ende des Jahres überproportional auszudehnen. Sprunghaft erhöhte sich die Nachfrage nach einigen, längere Zeit vernachlässigten Waren, wie Elektroerzeugnisse jeder Art, Möbel sowie andere Haushaltsgegenstände, Oberbekleidung, Schuhe und auch Kraftfahrzeuge. Gefördert wurde diese Kaufbereitschaft nicht nur durch das in der Regel zu immer größeren Ausgaben anreizende Weihnachtsfest, sondern offenbar auch durch die Ungewißheit über die künftige Preisgestaltung als Folge des bevorstehenden Wechsels im Steuersystem. Es wurde aber nicht — wie zunächst vermutet — der gesamte Einkommenszuwachs ausgegeben, sondern sowohl Spartätigkeit als auch Verbrauchsausgaben erhöhten sich in gleichem Maße wie die Einkommen zunahmen.

Deutete sich zum Ende des vierten Quartals eine Neigung zu vermehrtem Sparen nur an, so war die Tendenz in den folgenden Monaten sehr ausgeprägt: Im ersten Quartal 1968 sparten die Haushalte fast 20 vH mehr als zur gleichen Zeit des Jahres 1967; für Waren und Dienstleistungen gaben sie hingegen nur um reichlich 2 vH mehr aus. Dieser Ausgabenzuwachs, der sich zwar auf das noch relativ hohe Ausgabenniveau des Vorjahres bezieht, zeigt im Vergleich zur Steigerung der verfügbaren Einkommen um 4,4 vH und der hohen Sparquote die außerordentlich zurückhaltende Nachfrageentwicklung der privaten Haushalte. Wenn auch dieses Verhalten im ersten Quartal teilweise von Sonderfaktoren bestimmt gewesen ist, so sprechen doch viele Zeichen dafür, daß die Verbraucher aufgrund der unsicheren Beschäftigungs- und Einkommensentwicklung des vergangenen Jahres in ihrer Ausgabengestaltung überlegter und zugleich preisbewußter geworden sind. Hinzu kam, daß seit Jahresanfang die Bruttoeinkommen mit erhöhten Sozialabgaben belastet sind. Überdies blieb die Wirkung der neu eingeführten Mehrwertsteuer auf die Preisbildung zunächst im ganzen noch unübersichtlich; bekannt war jedoch, daß der Wechsel im Steuersystem in einzelnen Bedarfsbereichen — vor allem den Dienstleistungen — beträchtliche Preissteigerungen ausgelöst hatte. Dämpfend auf die Nachfrageentwicklung im ersten Quartal wirkte weiterhin, daß im Dezember 1967 Einkäufe zeitlich vorgezogen worden waren, und der gegenüber 1967

Der private Verbrauch in der Bundesrepublik¹⁾

Bedarfsgruppe	1965	1966	1967	1967				1968	
				1. Vj.	2. Vj.	3. Vj.	4. Vj.	1. Vj.	2. Vj. ²⁾
Werte in Mrd. DM									
Nahrungs- und Genußmittel ³⁾	87,6	92,6	94,0	22,3	23,5	23,5	24,7	22,7	24,3
Kleidung, Schuhe	31,1	32,5	32,1	7,1	7,6	7,3	10,1	6,7	8,0
Wohnung ⁴⁾	34,4	39,4	43,3	10,9	10,5	10,5	11,4	12,3	11,3
Sonstige Waren und Dienstleistungen ⁵⁾	102,6	110,4	112,0	25,9	26,9	26,8	32,4	25,9	28,1
Insgesamt	255,7	274,9	281,4	66,2	68,5	68,1	78,6	67,6	71,7
Zuwachs gegenüber dem Vorjahr in vH									
Nahrungs- und Genußmittel ³⁾	7,5	5,6	1,6	4,4	2,0	0,5	— 0,2	1,8	3,0
Kleidung, Schuhe	11,9	4,7	— 1,4	1,6	— 4,8	— 1,4	— 0,8	— 5,3	4,5
Wohnung ⁴⁾	10,6	14,4	10,1	9,4	11,4	9,9	9,7	11,2	8,0
Sonstige Waren und Dienstleistungen ⁵⁾	10,9	7,6	1,4	1,5	— 0,6	— 0,3	4,5	0,3	4,5
Insgesamt	9,8	7,5	2,4	3,7	1,5	1,3	2,9	2,2	4,7
Zum Vergleich:									
Verfügbare Einkommen der privaten Haushalte	11,1	6,3	2,2	4,5	1,9	— 0,3	2,9	4,4	5,1
Ersparnis	20,3	— 1,9	1,1	9,6	5,1	— 12,0	3,1	19,4	8,4
¹⁾ Berechnung des DIW, einschl. Berlin (West); vorläufig. — ²⁾ Erste Schätzung. — ³⁾ Einschl. Verzehr in Gaststätten. — ⁴⁾ Einschl. Elektrizität, Gas, Brennstoffe u. ä. — ⁵⁾ Einschl. Eigenverbrauch der privaten Organisationen ohne Erwerbscharakter.									

¹⁾ Berechnung des DIW; einschl. Berlin (West); vorläufig. — ²⁾ Erste Schätzung. — ³⁾ Einschl. Verzehr in Gaststätten. — ⁴⁾ Einschl. Elektrizität, Gas, Brennstoffe u. ä. — ⁵⁾ Einschl. Eigenverbrauch der privaten Organisationen ohne Erwerbscharakter.

spätere Ostertermin eine Verlagerung der vor dem Fest üblichen höheren Nachfrage vom März auf den April bewirkt hatte.

Die Ausgaben für Waren wurden im ersten Vierteljahr dieses Jahres kaum nennenswert erhöht; der weniger elastische Bedarf an *Dienstleistungen* dagegen erforderte infolge von Preiserhöhungen teilweise deutliche Ausgabesteigerungen. Die schon seit Jahren anhaltenden Mietpreissteigerungen und der — allerdings etwas verminderte — Neuzugang an Wohnraum erforderten eine Mehrausgabe für Wohnungsnutzung von 800 Mill. DM (11 vH) gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrsquartal. Bei den anderen Dienstleistungen bewegten sich die Preissteigerungen im ersten Vierteljahr zwischen 0 und 11 vH. Für den kurzfristig kaum elastischen Bedarf an Strom, Gas und Verkehrsleistungen waren diese Kostensteigerungen nicht zu umgehen, bei den übrigen Dienstleistungen reagierten die Verbraucher teilweise mit Verbrauchseinschränkung. Dies war z. B. bei der Inanspruchnahme von Leistungen der Wäschereien, der Friseure und der Gaststätten der Fall; der Verzehr in Gaststätten erbrachte trotz hoher Preissteigerungen kaum mehr den Vorjahrsumsatz. Im zweiten Quartal dürften sich die Ausgaben für Dienstleistungen ähnlich entwickelt haben.

**Veränderung von Preisen für die Lebenshaltung
im 1. Quartal 1968**
— 1. Quartal 1967 = 100 —

Verbrauchs- und Gebrauchsgüter, gesamt	99,8
Dienstleistungen und Reparaturen (ohne Wohnungsnutzung) .	105,0
darunter: Strom	107,6
Gas	111,2
Waschen und Reinigen	104,1
Friseurleistungen	107,6
örtliche Verkehrsmittel	110,0
Postgebühren	100,0
Beherbergung	105,9
Verzehr in Gaststätten	106,9
Theater, Kino usw.	108,3

Die Zurückhaltung der Verbraucher bei den *Warenkäufen* im ersten Quartal betraf mit wenigen Ausnahmen alle Bereiche, wie die Umsätze des Einzelhandels — der wichtigste Indikator für die private Nachfrage nach Waren — erkennen lassen. Die Ausgaben für Bekleidung wurden am stärksten eingeschränkt; sie sind allerdings infolge der starken Saisonabhängigkeit der Nachfrage nur im Zusammenhang mit der Entwicklung in den nachfolgenden Monaten zu sehen. Der Ostermonat April erbrachte im Bekleidungseinzelhandel beispielsweise einen Umsatzsprung um + 16 vH (gegenüber Vorjahr), der sich zwar im Mai nicht wiederholte, aber doch auf eine ausgleichende Nachfragesteigerung

im zweiten Quartal schließen läßt. So werden im ersten Halbjahr 1968 die Ausgaben für Bekleidung ebenso hoch wie in der gleichen Zeit des Jahres 1967 gewesen sein; real dürfte sich sogar eine kleine Verbrauchssteigerung ergeben haben, da in zunehmendem Umfang Waren geringerer Preisklassen nachgefragt worden sind. Mit wachsenden Einkommen wird sich allerdings das Verbraucherinteresse künftig auch wieder höheren Preiskategorien zuwenden.

Etwas weniger schränkten die Verbraucher ihre Ausgaben für die zur Haushaltsführung benötigten Waren ein. Umsatzeinbußen im Einzelhandel von 5 bis 12 vH bei Möbeln, Elektrogeräten, Haushaltsmaschinen, Metallwaren, Tapeten u. a. m. waren im gleichen Umfang im Verlauf des vergangenen Jahres kaum zu beobachten gewesen. Allerdings sind diese Absatzeinbußen insofern negativ überhöht, als die vorgezogenen Käufe im Dezember gerade diese Warengruppen betroffen haben. Die Entwicklung im April und Mai zeigt wieder wachsendes Interesse der Verbraucher, allerdings vorwiegend zunächst für Möbel und Geschirr und nur ganz allmählich auch für die anderen Waren. Es ist anzunehmen, daß im zweiten Quartal auch in diesem Bedarfsbereich die Ausgabeneinschränkung des ersten Quartals beinahe wieder ausgeglichen wurde. Eine Nachfrageexpansion auf breiterer Basis ist bei weiteren Einkommenssteigerungen möglicherweise besonders im vierten Quartal zu erwarten.

Die allgemein als Wohlstandsindikator gewertete Nachfrage nach Kraftfahrzeugen stand im ersten Quartal noch unter dem Einfluß der starken Sonderbewegung im Dezember. Dennoch unterschritt sie den Vorjahrsstand in geringerem Maße als in früheren Quartalsabschnitten, so daß sich hier eine langsame Belebung des Verbrauchs abzeichnet. Die steigende Wachstumsrate der Zulassungen neuer Pkw in den Monaten April und Mai sowie die Umsatzerhöhung im Einzelhandel um durchschnittlich 6 vH lassen auch im zweiten Quartal auf beschleunigt zunehmende Verbrauchsausgaben schließen, so daß für den Verwendungsbereich Verkehr — die Dienstleistungen einbegriffen — im ersten Halbjahr 1968 eine Zuwachsrate von reichlich 3 vH wahrscheinlich erscheint.

Unberührt von Einschränkungen blieben vor allem die Ausgaben für Körper- und Gesundheitspflege, die seit langer Zeit einen relativ hohen Nachfragezuwachs verzeichnen. Einschließlich der Dienstleistungen ist in dieser Verbrauchsgruppe

sowohl im ersten als auch im zweiten Quartal mit zusätzlichen Ausgaben von fast 9 vH zu rechnen.

Sehr wechselhaft ist dagegen die Nachfrage nach Brennstoffen. Nachdem sie im Durchschnitt des vorangegangenen Jahres nahezu unverändert geblieben war, wurden offenbar zur Jahreswende erhöhte Vorratskäufe vorgenommen. In Verbindung mit gleichzeitig außerordentlich stark erhöhten Preisen für Heizöl (21,4 vH) mußte daher im ersten Quartal ein erheblicher zusätzlicher Betrag aufgebracht werden: Für Brennstoffe und Energie zusammen wurden fast 600 Mill. DM mehr ausgegeben als im ersten Quartal 1967. Von April bis Juni dürfte der zusätzliche Ausgabenbetrag aber wieder geringer gewesen sein, so daß im ersten Halbjahr der Ausgabenzuwachs für Brennstoffe und Energie zusammen auf etwa 10 vH zu veranschlagen ist.

Die günstigste Entwicklung wies — sieht man einmal von den Sondereinflüssen Ende 1967 ab — nach wie vor der Verbrauch an Nahrungs- und Genußmitteln auf. Die Umsätze im Einzelhandel dehnten sich im ersten Quartal mit 3,2 vH genauso stark aus wie im Durchschnitt des Jahres 1967; die Verbrauchsausgaben dieses Verwendungsbereichs

— er umfaßt die Käufe beim Handel, dem produzierenden Bereich, vor allem dem Handwerk, sowie den Gaststätten — wuchsen allerdings mit 1,8 vH etwas langsamer. Im ganzen zeigt diese Entwicklung, daß die Nachfrage der Verbraucher hier weniger zurückhaltend war — zweifellos eine Folge des geringeren Elastizitätsgrades dieses Verwendungsbereichs.

Der vorläufige Überblick über das erste Halbjahr zeigt, daß sich die Verbrauchsentwicklung im zweiten Quartal beschleunigt hat. Weitere Einkommenssteigerungen dürften das Vertrauen der Verbraucher zunehmend festigen, so daß im zweiten Halbjahr mit einer lebhafteren Verbrauchsausdehnung gerechnet werden kann. Dabei ist es durchaus möglich, daß die Spartätigkeit etwas zurückgedrängt wird. Selbst wenn der private Verbrauch nur in gleichem Maße zunimmt, wie die Einkommen steigen — für die ein Wachstum bis zu 6 vH nicht ausgeschlossen erscheint —, könnte sich die Verbrauchssteigerung gegenüber dem ersten Halbjahr beinahe verdoppeln. Die Voraussetzungen hierfür sind sowohl von der Nachfrage als auch von der Angebotsseite her gegeben.

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

Präsident: Dr. Klaus Dieter Arndt, Abteilungsleiterkollegium: Dr. Ingeborg Köhler-Rieckenberg, Prof. Dr. Rolf Krengel, Dr. Manfred Liebrucks, Dr. Herbert Martell, Dr. Peter Mitzscherling, Dr. Horst Seidler, Dr. Wolfgang Watter
Für den Inhalt verantwortlich: das Kollegium der Abteilungsleiter. 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 — auch auszugsweise — 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,—, Einzelnummer DM 1,—

Hierzu 2 Prospekte des Verlages Duncker & Humblot, Berlin