

DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

Institut für Konjunkturforschung

WOCHEN BERICHT

36. Jahrgang

Berlin, den 20. März 1969

Nummer 12

Fischer

Zur Wirtschaftslage

Allgemeine Anspannung auf den Geld- und Kapitalmärkten

Die internationale Wirtschaftslage ist durch eine zunehmende Anspannung der Geld- und Kapitalmärkte gekennzeichnet. Ausgelöst wurde sie dadurch, daß in den Volkswirtschaften, in denen die Regierungen aus Außenwirtschaftsrücksichten einen restriktiven wirtschaftspolitischen Kurs einschlugen, vor allem das geldpolitische Instrumentarium eingesetzt wird. Die Zinsanhebung hatte zur Folge, daß Kapitalbewegungen zur Entlastung der Zahlungsbilanzlage von Defizitländern beitrugen. Eine längerfristige Lösung der Zahlungsbilanzprobleme ist damit jedoch nicht erreicht. Zu der restriktiven Geld- und Kreditpolitik haben diese Länder gerade deshalb gegriffen, weil sie eine grundsätzliche Lösung der außenwirtschaftlichen Probleme scheuen.

Aus konjunkturellen Gründen wäre eine monetäre Restriktionspolitik in den meisten Volkswirtschaften der westlichen Welt nicht notwendig gewesen: Auch ohne diese Politik war in den Industrieländern für dieses Jahr mit einer verlangsamten Nachfrageexpansion zu rechnen, die nicht zu einer Vollausschüttung des Produktionspotentials geführt hätte.

In den Vereinigten Staaten verfolgen die wirtschaftspolitischen Instanzen einen restriktiven geldpolitischen Kurs, nachdem sich Ende vergangenen Jahres gezeigt hatte, daß die Zusatzeinkommensteuer allein nicht im gewünschten Ausmaß dämpfend wirkte. Die Zinssätze sind daraufhin auf ein Niveau gestiegen, das in der Nachkriegszeit noch nicht erreicht worden ist. Es ist gegenwärtig schwer zu prognostizieren, wie stark die wirtschaftliche Ex-

pansion in diesem Jahr davon beeinträchtigt werden wird. Die Entwicklung der industriellen Anlageinvestitionen hängt zwar stärker von den Absatz-erwartungen der Unternehmer als von den Zinskosten ab. In starkem Maße zinsempfindlich sind jedoch die Wohnungsbauinvestitionen. Einem Sinken dieser Investitionen könnte durchaus — wie schon einmal Ende 1966 — ein allgemeiner Investitionseinbruch folgen. Das Wachstum sowohl des öffentlichen als auch des privaten Verbrauchs wird sich in diesem Jahr verlangsamen; die Nachfrageexpansion erfordert daher kaum eine Rate der Kapazitätsausweitung, bei der die Anlageinvestitionen weiter zunehmen müßten. Der Abschwächung des Wachstums der binnenwirtschaftlichen Nachfrage wird allerdings eine Zunahme des amerikanischen Leistungsbilanzüberschusses gegenüberstehen, der im vergangenen Jahr extrem niedrig war. Ob dies aber ausreicht, das Zahlungsbilanzproblem ohne Beibehaltung der Kontrolle des Kapitalexports zu lösen, bleibt weiterhin zweifelhaft.

Auch in Großbritannien wird eine restriktive Wirtschaftspolitik betrieben, die sich in erster Linie des monetären Instrumentariums bedient. Während aber in den Vereinigten Staaten eine Krediteinengung durch Zinserhöhung angestrebt wird, verwendet man in Großbritannien weiterhin das Mittel der quantitativen Kreditbeschränkung. Die abermalige Herabsetzung des Kreditplafonds Ende vergangenen Jahres hatte jedoch nicht den gewünschten Erfolg. Beim herrschenden Zinsniveau überstieg die Kreditnachfrage das knapp gehaltene Angebot bei weitem. Die Geschäftsbanken sahen

sich deshalb nicht in der Lage, den ihnen auferlegten Kreditplafond einzuhalten. Eine erneute Anhebung der Zinssätze als flankierende Maßnahme zu der bisherigen quantitativen Kreditbeschränkung war mithin nicht zu umgehen. Sie findet ihren Ausdruck in einem Diskontsatz von 8 vH. Ob die Ende vergangenen Jahres ergriffenen Maßnahmen zur Importerschwerung, durch die die Importeure zur Einlagebildung bei den Banken gezwungen sind, erfolgreich sein werden, ist davon abhängig, ob die Importeure sich von dem hohen Zinsniveau bei der Kreditaufnahme abschrecken lassen. Aber auch das Ausmaß, in dem die binnenwirtschaftliche Nachfrage zurückgestaut wird, um die britischen Unternehmen auf die Auslandsmärkte zu drängen, wird vom Verhalten der Kreditnehmer beeinflusst. Die Entwicklung des privaten Verbrauchs ist allerdings erheblich stärker durch die Zunahme der Einkommen bestimmt. Der Erfolg der britischen Wirtschaftspolitik, deren Ziel es ist, einen Teil der Produktion von der Inlands- auf die Auslandsnachfrage umzulenken und damit die Zahlungsbilanzlage zu verbessern, hängt deshalb entscheidend vom weiteren Einkommensanstieg ab. Im vergangenen Jahr stiegen die Durchschnittseinkommen noch um 8 vH. Es ist jedoch fraglich, ob eine fühlbare Verminderung des Lohnauftriebs ohne eine Verschärfung einkommenspolitischer Maßnahmen gelingen wird.

Für die *französische* Regierung erschweren die Zinssteigerungstendenzen in den angelsächsischen und einigen westeuropäischen Ländern die Bemühungen um eine Lösung der Zahlungsbilanzprobleme. Die Wirksamkeit der Diskonterhöhung in Frankreich ist insofern eingeschränkt, als die Kreditverteuerung im Ausland die Rückkehr kurzfristigen Kapitals nach Frankreich noch weniger attraktiv macht. Eine solche Tendenzumkehr wäre allerdings auch im Falle eines höheren französischen Zinsniveaus bei der neuerlichen Unsicherheit über die Währungssituation in Frankreich sehr unwahrscheinlich. Die Politik der zuständigen Instanzen, über die Diskonterhöhung hinaus das Geldangebot zu verteuern und zu verknappen, wird mithin in der gegenwärtigen Situation kaum ausreichen. Zudem ist das Bestreben problematisch, aus außenwirtschaftlichen Gründen die inländische Nachfrage mit monetären Maßnahmen einzudämmen. Denn falls die direkte Kreditbegrenzung wirksam sein sollte, wird sie vor allem die Investitionsfinanzierung erschweren. Allerdings besteht die Absicht der Regierung zweifellos auch darin, den Optimismus und die Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmer etwas einzuschränken, damit diese den Lohnforderungen der Gewerkschaften stärkeren Widerstand entgegenzusetzen.

Wenn auch die Kreditbegrenzung allein kaum als

geeignete Maßnahme zur Einschränkung des Lohnanstiegs angesehen werden kann, so ist dennoch nicht anzunehmen, daß Lohnerrhöhungen in ähnlichem Ausmaß wie 1968 durchgesetzt werden: Einerseits deuten einige Symptome bereits auf eine Verlangsamung des — bisher sehr raschen — Nachfragewachstums hin. Da sich andererseits der Spielraum für Produktivitätssteigerungen im Vergleich zum Vorjahr verringert hat und im übrigen die Preiskontrolle weiter besteht, wird der Widerstand der Unternehmer gegen solche Lohnzugeständnisse, die die Wettbewerbsfähigkeit der französischen Volkswirtschaft weiter einschneidend verschlechtern, jetzt größer sein als vor der Mai-Krise des Jahres 1968. Allerdings hat die bisherige günstige Konjunktorentwicklung die Position der französischen Arbeitnehmer gestärkt: Die Beschäftigung hat in den letzten Monaten deutlich zugenommen. Bisher ist noch nicht abzusehen, ob die Gewerkschaften in ihrer Taktik berücksichtigen werden, daß Lohnerrhöhungen, die eine Abwertung des Franc nach sich zögen, den Arbeitnehmern keineswegs nur Vorteile brächten. Denn eine Abwertung, die ja nicht nur die Exportwirtschaft stützen, sondern auch Preissteigerungen hervorrufen würde, müßte von restriktiven Maßnahmen begleitet werden, die wiederum die Vollbeschäftigung gefährden.

Nachdem in *Italien* der Nettoabfluß an langfristigem Kapital 1968 mit 1,3 Mrd. \$ fast doppelt so hoch war wie 1967, hat er durch die jüngsten Diskonterhöhungen, die das Zinsgefälle wichtiger Industrieländer gegenüber Italien vergrößert haben, erneut zusätzliche Impulse erhalten. Zwar nimmt aufgrund des — allerdings verringerten — Zahlungsbilanzüberschusses und der wachsenden Staatsverschuldung gegenüber der Zentralbank die Liquidität der italienischen Wirtschaft weiter zu. Doch haben sich angesichts der Enge des Effektenmarktes die Unternehmen durch Bankkreditaufnahme zur Finanzierung ihrer Investitionen mehr und mehr in die Abhängigkeit der Banken begeben. Um eine weitere Verengung des heimischen Kapitalmarktes zu verhindern, versuchen Regierung und Währungsinstanzen einer Beschleunigung des Kapitalabflusses durch administrative Maßnahmen zu begegnen. So werden für 1969 strengere Prüfungen und härtere Strafen für den nicht genehmigten Erwerb ausländischer Kapitalanteile erwogen. Die tiefere Ursache der Kapitalmarktengte dürfte indessen allein durch baldige Verwirklichung der geplanten Reformen des Kapitalmarktes und des Finanzsystems zu beseitigen sein. Deren veraltete Strukturen schrecken immer mehr private Sparer ab, obwohl die seit langem fallenden Aktienkurse zumeist nicht mehr die Ertragskraft der Unternehmen widerspiegeln und überdurchschnittliche Renditen versprechen. Doch wird nicht

einmal das mit Vorrang behandelte Gesetz über die Einführung von Investmentfonds zügig verabschiedet, das dem privaten Kapitalmarkt beträchtliche Mittel zuführen würde.

So fällt es der öffentlichen Hand derzeit leicht, das im Inland verbleibende Anlagepotential auf sich zu lenken. Für 1969 plant der Staat wiederum eine beträchtliche Emission von Schuldverschreibungen:

Der Haushaltsplan sieht einen Kapitalmarktrückgriff von rund 1000 Mrd. Lire vor, das sind rund 80 vH mehr als 1968. Daß der Staat den starken Steuerdruck zu mildern begonnen hat und dennoch an seiner expansiven Ausgabenpolitik festhält — die Steigerung der Einnahmen wird für 1969 auf 10 vH, die der Ausgaben auf 14,5 vH geschätzt —, ist allerdings zu begrüßen.

Bundesbank wieder auf Restriktionskurs?

Seit einigen Wochen steht der westdeutsche Rentenmarkt im Zeichen einer bedeutsamen kreditpolitischen Entscheidung: Die Bundesbank hat sich entschlossen, am Markt für öffentliche Anleihen nicht mehr auf eigene Rechnung, sondern zu Lasten der Emittenten zu intervenieren. Manches mag dafür sprechen, daß damit kein abrupter geldpolitischer Kurswechsel signalisiert wird. Schon im vergangenen Jahre ließ es die Bundesbank zu, daß die Geschäftsbanken zeitweilig Liquidität verloren, und

beugen und auf diese Weise eine zahlungsbilanzpolitisch bedenkliche Restriktionspolitik der Notenbank überflüssig zu machen.

Die seit diesem „Warnschuß“ anhaltende Schwäche des Rentenmarktes deutet jedoch darauf hin, daß viele Geldanleger der letzten offenmarktpolitischen Entscheidung der Bundesbank nicht allein konstatierenden Charakter zuschreiben. De facto ist dieser Schritt eine Verschärfung der Kreditpolitik, die die Bemühungen einiger unserer Partnerländer um eine Überwindung ihrer Zahlungsbilanzschwierigkeiten erschweren wird.

Die Tragweite des offenmarktpolitischen Kurswechsels wird deutlich, wenn man sich vergegenwärtigt, daß die eindrucksvolle Erholung des Rentenmarktes im vergangenen Jahr fast ausschließlich darauf zurückzuführen ist, daß die Bundesbank im Herbst 1967 dazu übergegangen war, auf eigene Rechnung Anleihen zu erwerben. Ohne diese Maßnahmen wäre der westdeutsche Kapitalzins im Verlaufe des vergangenen Jahres zweifellos gestiegen: Seit etwa zwei Jahren stehen die internationalen Kreditmärkte im Zeichen geldpolitischer Restriktionen sowie unter dem Einfluß der administrativen Beschränkungen der amerikanischen Kapitalausfuhr. In Großbritannien, den USA und auf dem Euro-Markt lagen die Geldmarktsätze (Dreimonatsfrist) zu Beginn dieses Jahres um 1,5 bis etwa 3 % und die Renditen öffentlicher Anleihen um 1 bis 1,5 % über dem Stand vom Frühjahr 1967. Dies führte dazu, daß ausländische Emittenten von Herbst 1967 an in ungewöhnlich starkem Umfange und mit zum Teil recht hohen Zinsgeboten auf den westdeutschen Rentenmarkt auswichen.

Auch von der Bankenliquidität gingen — anders als 1967 — keine Impulse auf den Rentenmarkt aus: Ende Januar 1969 waren die Liquiditätsreserven der Banken nicht größer als Ende Januar 1968, nachdem sie von Februar bis August sogar beträchtlich abgenommen hatten.

Nettoabsatz und Erwerb von festverzinslichen Wertpapieren¹⁾
in Mrd. DM

	1964	1965	1966	1967	1968*)
Nettoabsatz von festverzinslichen Wertpapieren					
Pfandbriefe	4,4	3,8	2,2	3,2	4,0
Kommunalobligationen . .	2,9	2,9	2,0	5,2	8,2
Anleihen der öffentl. Hand	2,9	2,8	0,6	4,9	3,8
Sonst. inländische Renten	2,7	1,8	0,2	1,7	1,4
Inländische Papiere, gesamt	12,9	11,3	5,0	15,0	17,4
Nettoerwerb ausländ. Rentenwerte durch Inländer	0,5	0,4	0,5	0,5	4,1
Nettoabsatz, insgesamt . .	13,4	11,7	5,5	15,5	21,5
Nettoerwerb festverzinslicher Wertpapiere					
Geschäftsbanken ²⁾	4,5	3,2	1,5	11,6	14,5
Bundesbank	—	—	—	1,3	—0,3
Inländische Nichtbanken .	9,0	8,4	4,2	3,4	7,5
Nettoerwerb inländ. Rentenwerte durch Ausländer	—0,1	0,1	—0,2	—0,8	—0,2
Nettoerwerb, insgesamt .	13,4	11,7	5,5	15,5	21,5

¹⁾ Emissionskurswerte. — ²⁾ Kreditinstitute ohne Bundesbank.
^{*)} Schätzung.

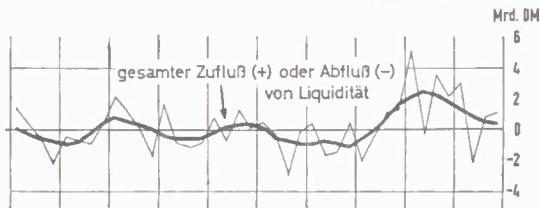
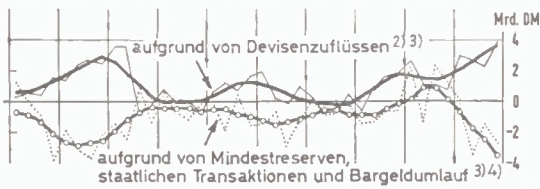
sie hat überdies ihre Interventionsbestände an öffentlichen Anleihen nicht mehr aufgestockt, sondern per Saldo sogar um rund 300 Mill. DM abgebaut. So gesehen erscheint der Verzicht auf eine Offenmarktpolitik in eigener Regie eher als eine konsequente Weiterführung der bisher verfolgten kreditpolitischen Linie und lediglich als ein nachdrücklicher Appell an die öffentliche Hand, mit finanzpolitischen Instrumenten einem Boom vorzu-

BANKENLIQUIDITÄT, ZINSSATZE UND DEISENZUFLÜSSE

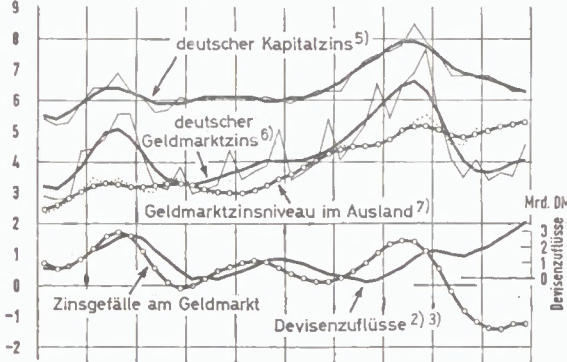
Bundesgebiet einschl. Berlin (West)

----- Vierteljahrswerte ———— Gleitende Fünfquartalsdurchschnitte

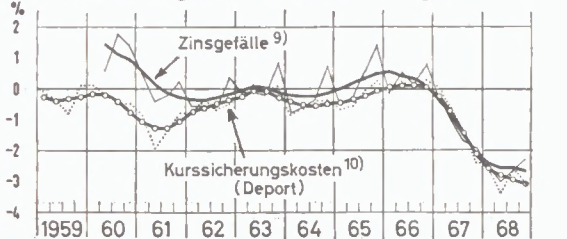
Zunahme (+) oder Abnahme (-) der Bankenliquidität¹⁾



Zinssätze und Devisenzuflüsse



Geldmarktzinsgefälle und Kurssicherungskosten⁸⁾



- 1) Liquide Inlands- und Auslandsanlagen minus Refinanzierung bei der Bundesbank. — 2) Zunahme der Währungsreserven der Bundesbank, sowie der liquiden Auslandsanlagen der Geschäftsbanken. — 3) Um öffentlichen Kapitalverkehr bereinigt. — 4) Und Anleihekäufe oder -verkäufe der Bundesbank, sowie „sonstige“ Transaktionen. — 5) Emissionsrendite. — 6) Dreimonatsgeld in Frankfurt. — 7) Gewogener Durchschnitt aus den Zinssätzen für Dreimonats-Schatzwechsel in Amsterdam, Brüssel, London, New York und dem Satz für Dreimonatsgeld in Zürich. — 8) Bis Anfang 1967 nicht voll vergleichbare Reihen. — 9) Dreimonatsgeld: Frankfurt minus Euro-Dollar-Markt (London). — 10) US-Dollar-Swapsatz am freien Markt (Dreimonatskontrakte).

DIW 69

Daß die von der Liquiditätsentwicklung und insbesondere vom Ausland ausgehenden zinstreibenden Einflüsse überspielt wurden, ist weitgehend der offenkundigen Bereitschaft der Bundesbank zu verdanken, ständig „im Markt“ zu bleiben und gegebenenfalls den Kurs öffentlicher Anleihen zu stützen. Schon die grundsätzliche Bereitschaft der Bundes-

bank zur Zinsstabilisierung hat entscheidend dazu beigetragen, daß die Geldanleger seitdem wieder zumindest mit konstanten Kapitalzinssätzen — und geringen Kursverlusttrisiken — rechnen konnten. Die Neigung der Inländer, festverzinsliche Wertpapiere zu erwerben, nahm deshalb beträchtlich zu. Besonders bemerkenswert ist, daß nicht nur die Geschäftsbanken ihre Nettokäufe weiterhin erhöhten, sondern erstmals seit längerem auch die privaten Haushalte und Unternehmen ihre Geldersparnisse verstärkt in Rentenwerten anlegten¹⁾. Die Gesamtnachfrage nach festverzinslichen Wertpapieren stieg so kräftig, daß das beträchtliche Angebot an inländischen Emissionen und das besonders stark steigende Auslandsangebot bis weit in das vergangene Jahr hinein sogar zu sinkenden Zinssätzen aufgenommen wurde: Die Rendite neuemittierter inländischer Rentenwerte sank von 6,8 % im Dezember 1967 auf 6,3 % im August 1968 und verharrte bis vor wenigen Wochen auf diesem Niveau.

Zahlungsbilanz
Devisenzustrom (+) oder -abstrom (-) in Mrd. DM

Posten	1967	1968
Überschuß (+) der laufenden Posten	+9,7	+11,7
Langfristiger öffentlicher Kapitalverkehr . .	-1,4	-1,4
Direktinvestitionen	+1,7	-0,2
von Inländern	-1,1	-1,6
von Ausländern	+2,8	+1,4
Sonstige langfristige Kapitalbewegungen . .	-0,3	-0,4
Zusammen	+9,7	+9,7
Kredite und Darlehen (netto)	-1,2	-4,0
Portfolioinvestitionen (netto)	-2,0	-5,6
Erwerb von ausländischen Rentenwerten durch Inländer	-0,5	-4,1
Überschuß (+) der Grundbilanz	+6,5	+0,1
Kurzfristiger Kapitalverkehr	-6,1	+7,0
öffentlich	+0,2	+1,3
privat ¹⁾	-6,3	+5,7
Überschuß (+) der Devisenbilanz	+0,4	+7,1

¹⁾ Einschl. des Restpostens in der Zahlungsbilanz.

Die Offenmarktpolitik der Bundesbank hat somit die Bemühungen der Regierung um eine Belebung der Konjunktur von der Finanzierungsseite her unterstützt. Ihren stärksten Niederschlag fand sie aber in der Zahlungsbilanz: Sowohl 1967 als auch 1968 wiesen die Bilanzen in laufender Rechnung und die Bilanzen des „autonomen“ Kapitalverkehrs (Salden des langfristigen öffentlichen Kapitalverkehrs und der privaten Direktinvestitionen) zusammengekommen einen Überschuß von annähernd 10 Mrd. DM auf. Daß dieser hohe Überschuß im vergangenen Jahr — anders als 1967 — voll durch sonstige langfristige Kapitalexperte ausgeglichen

¹⁾ Allerdings beruht ein Teil der Zunahme der Nettokäufe von Nichtbanken darauf, daß die Sozialversicherung im Jahre 1968 keine Rentenwerte verkauft haben dürfte.

wurde, ist weitgehend der Auflockerung der inländischen Kapitalmärkte zu verdanken. Sowohl die privaten Kredite und Darlehen an das Ausland als auch die Netto-Kapitalexporte über die Wertpapiermärkte, insbesondere den Rentenmarkt, haben 1968 außergewöhnlich stark zugenommen. Mit anderen Worten: Die Grundbilanz, die 1967 noch mit einem Überschuß von über 6 Mrd. DM abgeschlossen hatte, war 1968 ausgeglichen. Völlig entgegengesetzt zur Grundbilanz entwickelte sich die Bilanz des kurzfristigen Kapitalverkehrs und damit auch die Devisenbilanz der Bundesbank. 1967 waren kurzfristige — und zwar ausschließlich private — Gelder in Höhe von 6 Mrd. DM in das Ausland abgeflossen, so daß die Devisenreserven der Bundesbank trotz des Grundbilanzüberschusses nahezu unverändert geblieben waren. 1968 hingegen strömten 7 Mrd. DM kurzfristige Mittel in die Bundesrepublik, und im gleichen Umfange schollen die Währungsreserven der Notenbank an. Dieser Zufluß ist, da gleichzeitig die Zinssätze für inländische kürzerfristige Mittel weiter zurückgingen, wohl ausschließlich mit der Währungsunruhe und der Spekulation auf eine Aufwertung der D-Mark (oder eine Abwertung anderer Währungen) zu erklären, die das ganze vorige Jahr angedauert hatte. Hierfür spricht die Tatsache, daß nach der im November abgehaltenen Bonner Währungskonferenz der größte Teil der seit Jahresbeginn von der Bundesbank aufgenommenen Devisen wieder abgeflossen ist. Legte man nicht, wie dies bei Jahresberichten üblich ist, das Kalenderjahr 1968, sondern den Zeitraum von Ende Februar 1968 bis Ende Februar 1969 zugrunde, so könnte die Zahlungsbilanz durchaus das Prädikat „befriedigend“ erhalten; denn nicht nur die Grundbilanz dürfte in dieser zeitlichen Abgrenzung etwa ausgeglichen sein, sondern auch die Devisenbilanz schließt nur mit einem geringen Überschuß (rund 1 Mrd. DM) ab.

In seinem Jahresgutachten 1968 warnt der Sachverständigenrat davor, den Ausgleich der Grundbilanz als Ausdruck eines außenwirtschaftlichen Gleichgewichts zu werten. Er begründet seine These unter anderem damit, daß der starke „nicht-autonome“ Kapitalexport „ohne die Politik des billigen Geldes in der Bundesrepublik und ohne die Zahlungsbilanzbedingten Restriktionen der Partnerländer ... nicht erklärbar wäre“. Dies sei eines der Indizien, die darauf hindeuteten, „daß die westdeutsche Zahlungsbilanz ein Ungleichgewicht aufweist, allenfalls ein Gleichgewicht, das künstlich gestützt und dabei noch sehr labil ist“ (Ziffer 195). Denn: „Sollte die Bundesbank zur Vermeidung von Preisniveausteigerungen versuchen (wollen), das Zinsniveau im Inland zu erhöhen, bevor eine Anpassungs-inflation ihren Höhepunkt erreicht hat und

die übermäßigen Leistungsbilanzüberschüsse sich zurückgebildet haben, so würde der Kapitalexport sehr schnell in einen massiven Kapitalimport umschlagen ...“ (Ziffer 202). Das Urteil darüber, ob es sich um ein „künstlich gestütztes, dabei labiles Gleichgewicht“ handele, fiel allerdings anders aus, „wenn es zuträfe, daß jetzt und künftig mehr als früher deutsche Investoren und Sparer von sich aus eine Anlage im Ausland bevorzugten und die Bundesrepublik mithin vor einer Welle autonomen Kapitalexports stünde“ (Ziffer 196).

Zweifellos spricht die Erfahrung für die These, daß die Devisenbilanz auf geldpolitische Maßnahmen empfindlich reagiert, sofern der internationale Zahlungsverkehr nicht durch administrative Eingriffe gehemmt wird. Überspitzt ausgedrückt: Eine Politik des relativ teuren (billigen) Geldes führt zu einer Anspannung (Entspannung) der inländischen Geld- und Kapitalmärkte und induziert damit Devisenzuflüsse (Abflüsse). Diese Hypothese wird auch durch die Entwicklung im vergangenen Jahr keineswegs widerlegt: Zwar wurde den Banken von inländischer Seite her (Mindestreserven, Bargeldbedarf der Nichtbanken, staatliche Transaktionen) Zentralbankgeld entzogen, und die Bankenliquidität nahm trotz der Devisenzuflüsse vorübergehend sogar ab. Da jedoch die Bundesbank ihre „Passivität“ auf dem Gebiet der Mindestreservepolitik durch eine zinssenkend wirkende offenmarktpolitische Aktivität voll wettmachte, ist es durchaus nicht abwegig, von einer den Kapitalexport und den Zahlungsbilanzausgleich fördernden Politik des relativ billigen Geldes zu sprechen. Freilich zeigt das monetäre Bild vom vergangenen Jahr auch die Grenzen, die dem „Zahlungsbilanzmechanismus“ durch die wirtschaftspolitische Praxis gesetzt sind: Mit Rücksicht auf die Binnenkonjunktur sehen sich die wirtschaftspolitischen Instanzen im In- und Ausland nicht in der Lage, ein Zinsgefälle zwischen den nationalen und internationalen Geldmärkten zuzulassen, das den Einfluß der Währungsspekulation kompensieren würde.

Dem Sachverständigenrat ist insofern zuzustimmen, als er eben diese binnenwirtschaftlichen Erwägungen im Auge hatte, indem er die Zahlungsbilanzsituation als labil charakterisierte: Es muß damit gerechnet werden, daß die Notenbank einen den Zahlungsbilanzausgleich bedrohenden Kurs einschlägt, wenn das Problem der Geldwertstabilität nicht wechselkurspolitisch gelöst wird. Fragwürdig ist jedoch die Auffassung, das Zahlungsbilanzgleichgewicht sei unter anderem deshalb „künstlich gestützt“ und labil, weil es durch eine Politik des billigen Geldes und nicht über stärkere „autonome“ Kapitalexporte zustandegekommen sei.

Nach diesen Vorstellungen wird das, was innerhalb einer Volkswirtschaft und auf die einzelnen Wirtschaftssubjekte bezogen als normal gilt, im Bereich der Weltwirtschaft als „künstlich“ oder als stabilitätswidrig bezeichnet: eine Geldpolitik, die dafür sorgt, daß die privaten und öffentlichen Haushalte und Unternehmen, die Einnahmenüberschüsse erzielen, bereit sind, ihre Überschüsse nicht in Form von Kasse zu halten, sondern denjenigen über den Geld- und Kapitalmarkt zur Verfügung zu stellen, die Ausgabenüberschüsse erzielen. Nun ist aber die Summe der individuellen Einnahmen- und Ausgabenüberschüsse in einer Volkswirtschaft nichts anderes als der Leistungsbilanzsaldo dieser Volkswirtschaft, und die Zahlungsbilanz eines Landes ist nichts anderes als der Niederschlag der finanziellen Dispositionen der einzelnen Haushalte und Unternehmen (einschließlich der Finanzierungsinstitute). Deshalb gilt: In dem Maße, wie die einzelwirtschaftlichen Einnahme-Ausgabe-Salden und die individuellen finanziellen Dispositionen durch Zinsniveau und Zinsstruktur² beeinflußt werden, sind auch die Leistungs- und Zahlungsbilanzen durch Zinssätze — genau: durch die um Währungsrisiken bereinigten Zinsdifferenzen — bestimmt. Und: Solange die Geldpolitik dafür sorgt, daß die inländischen Einnahmenüberschüsse voll auf den Geld- und Kapitalmärkten angelegt werden, sorgt sie auch für einen Ausgleich der Zahlungsbilanz. Ob dieser Ausgleich stabil oder labil zu nennen ist, hängt nicht

primär davon ab, ob mit der Summe der inländischen Einnahmenüberschüsse ausschließlich inländische Ausgabenüberschüsse (ausgeglichene Leistungsbilanz) oder ob mit ihnen auch ein ausländischer Netto-Ausgabenüberschuß (Leistungsbilanzüberschuß) zu finanzieren ist. Ob der Zahlungsbilanzausgleich ein stabiles, nicht „künstlich gestütztes Gleichgewicht“ repräsentiert, ist auch unabhängig davon, ob der Leistungsbilanzüberschuß vollständig oder — wie es bei uns der Fall ist — nur teilweise durch „autonome“, von Geldzinsen weitgehend unabhängige Kapitalexporte ausgeglichen wird. Auch nach einer Welle autonomen Kapitalexports würde die Zinsempfindlichkeit der Wirtschaftssubjekte so groß bleiben³, daß keine Garantie dafür bestünde, daß geldpolitische Restriktionen nicht wieder zu einem „massiven Kapitalimport“ führen würden. Aus diesen Überlegungen folgt, daß ein stabiles Gleichgewicht nur dann erreicht werden könnte, wenn die Notenbanken im In- und Ausland gewillt wären und auch die Möglichkeit hätten, konsequent eine auf den Ausgleich der einzelwirtschaftlichen und damit der gesamtwirtschaftlichen Zahlungsbilanzen bedachte Geldpolitik zu betreiben und die Regulierung der Binnenkonjunktur und des Geldwertes anderen Instanzen zu überlassen.

² Unter Berücksichtigung der Bonität des Geldnehmers.

³ Die „autonomen“ Kapitalanlagen der Bundesrepublik im Ausland sind — gemessen an den Gesamtbeständen der Inländer an zinsempfindlichen Aktiven und Passiven — eine marginale Größe.

Herausgeber: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, 1 Berlin 33, Königin-Luise-Str. 5 und 53 Bonn, Adenauerallee 170
Tel.: (0311) 76 10 33 — telex 01 83247 diwbl

Präsident: Dr. Klaus Dieter Arndt

Abteilungsleiterkollegium: Dr. Wolfgang Kirner, Dr. Ingeborg Köhler-Rieckenberg, Prof. Dr. Rolf Krenzel, Dr. Manfred Liebrucks, Dr. Herbert Martell, Dr. Peter Mitzscherling, Dr. Horst Seldler, Dr. Wolfgang Watter
Für die wissenschaftliche Leitung des Instituts und für den Inhalt der Wochenberichte verantwortlich ist das Kollegium der Abteilungsleiter. Schriftleitung: Dr. Wolfgang Watter.

Allgemeine Anspannung auf den Geld- und Kapitalmärkten bearbeitet von Manfred Teschner und Ellen Engelke. — Bundesbank wieder auf Restriktionskurs? bearbeitet von Reinhard Pohl.

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,—