

DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

Institut für Konjunkturforschung

WOCHEN BERICHT

36. Jahrgang

Berlin, den 11. Dezember 1969

Nummer 50

L. Barth

Zur Wirtschaftslage

Eskalation der Zinssätze?

Die Wechselkursänderungen in der jüngsten Vergangenheit haben zwar zur Verminderung der Zahlungsbilanzungleichgewichte im westeuropäischen Raum beigetragen, sie haben jedoch das amerikanische Zahlungsbilanzproblem einer Lösung nur wenig nähergerückt. In den ersten drei Quartalen dieses Jahres war das amerikanische Zahlungsbilanzdefizit, gemessen an der Veränderung der Gold- und Devisenreserve sowie der Dollarverpflichtungen amerikanischer Banken, schon erheblich größer als in der entsprechenden Vorjahrszeit.

Die wirtschaftspolitischen Instanzen der Vereinigten Staaten sahen sich daher gezwungen, die herrschende Dollarparität durch eine Politik extrem hoher Zinssätze zu verteidigen. Der Entschluß zu dieser Politik wurde dadurch erleichtert, daß auch die Bekämpfung beträchtlicher Kostensteigerungen im Inland, die trotz abgeschwächten Wirtschaftswachstum in erhöhten Preisen weitergegeben wurden, eine restriktive Geldpolitik zu rechtfertigen schien. Unter dem Einfluß geldtheoretischer Konzeptionen — nach denen eine nicht-inflatorische Geldversorgung unter Umständen eine rigorose Zinspolitik verlangt —, wurde das Zinsniveau auf eine Höhe angehoben, die in früheren Jahren — selbst unter republikanischer Regierung — als unvertretbar galt.

Wenn trotz der Hochzinspolitik weder der Kosten- und Preisauftrieb noch das Zahlungsbilanzdefizit (in der üblichen Abgrenzung) in diesem Jahr verringert wurde, so hatte das folgende Gründe: Die

Dämpfung der Expansion wirkte sich allein auf das Produktionswachstum aus; die Preise stiegen sogar beschleunigt. Dabei ging der Produktivitätsfortschritt erheblich zurück, ohne daß sich der Anstieg der Lohnsätze fühlbar verminderte. Die Lohnstückkosten erhöhten sich deshalb in diesem Jahr beträchtlich. Wurde auch ein Teil dieser Stückkostensteigerung durch Gewinnminderung aufgefangen, so verstärkte sich doch der Preisauftrieb ebenfalls.

Obwohl das amerikanische Zinsniveau (gemessen an den Geldmarktsätzen für Dreimonatsgelder) bis in die jüngste Zeit über dem Durchschnitt der führenden kontinentaleuropäischen Industrieländer lag, verringerte sich auch das amerikanische Zahlungsbilanzdefizit in der oben genannten Abgrenzung nicht, sondern nahm beträchtlich zu. Diese Zunahme täuscht allerdings darüber hinweg, daß Kapitalimporte die amerikanische Außenwirtschaftslage erleichterten und damit verhindert wurde, daß der Dollar in diesem Jahr unter stärkeren Druck geriet. Nachdem das amerikanische Zinsniveau 1967 über das Niveau in führenden kontinentaleuropäischen Ländern gestiegen war, wurde auch für amerikanische Unternehmen die Aufnahme von Krediten auf dem Euro-Dollarmarkt attraktiv. Die amerikanische Kreditnachfrage führte zu einer erheblichen Ausdehnung dieses Geschäfts, wobei sich auch seine Grundlage — Dollar-Guthaben europäischer bei amerikanischen Banken — erweiterte. Da jedoch die Erhöhung der Dollarverpflichtungen amerikanischer Banken in der amerikanischen Zah-

lungsbilanz als Defizit erscheint, entsteht der Eindruck, daß die Nachfrage amerikanischer Staatsbürger nach im Ausland gehaltenen Dollarguthaben die amerikanische Zahlungsbilanz belastet und nicht — wie tatsächlich der Fall — zu einer Stützung des Dollars beigetragen hat. Wird, um derartige Fehlinterpretationen zu vermeiden, eine andere Abgrenzung des Zahlungsbilanzsaldos — die nur Veränderungen der Gold- und Devisenreserve sowie der Dollarverpflichtungen gegenüber ausländischen Notenbanken und internationalen Institutionen umfaßt — herangezogen, so schließt die amerikanische Zahlungsbilanz in den ersten drei Quartalen dieses Jahres mit einem positiven Saldo ab, der sogar größer als im Vorjahr ist. Diese Verbesserung ist jedoch allein die Folge eines durch das hohe amerikanische Zinsniveau bedingten Kapitalimports. Denn der Leistungsbilanzüberschuß lag im betrachteten Zeitraum noch unter dem entsprechenden, bereits sehr niedrigen Vorjahrswert.

Den Zinsdifferenzen zwischen den amerikanischen und europäischen Geldmärkten entsprachen Erwartungen von Wechselkurskorrekturen, die vor allem in Kursaufschlägen beim DM-Terminhandel zum Ausdruck kamen. Nach der DM-Aufwertung und Franc-Abwertung hat sich der Zwang verringert, Zinsdifferenzen zur Entmutigung von Auf- oder Abwertungsspekulationen aufrechtzuerhalten. Da jedoch das amerikanische Zahlungsbilanzproblem nach wie vor ungelöst ist, besteht für die amerikanische Regierung weiterhin schon aus Zahlungsbilanzrücksichten ein Interesse daran, das amerikanische Zinsniveau leicht über dem europäischen zu halten, um ausländischen Kapitalexport in die Vereinigten Staaten anzuregen. Die hierzu erforderliche Zinsdifferenz könnte jedoch nach den Währungsauf- und -abwertungen im europäischen Raum geringer sein als zuvor.

Die jüngste Zinsentwicklung hat bereits zu einer erheblichen Verminderung dieser Zinsdifferenz geführt. Dabei paßte sich jedoch nicht das amerikanische Zinsniveau tendenziell dem europäischen an, sondern das Gegenteil war der Fall. In der Bundesrepublik nahm die Zinserhöhung sogar ein Ausmaß an, bei dem die Geldmarktsätze für Dreimonatsgelder die entsprechenden amerikanischen Sätze, allerdings noch nicht die Sätze auf dem Euro-Dollarmarkt, überstiegen. Die Anpassung der europäischen Zinssätze an das amerikanische Niveau beschwört die Gefahr einer weiteren Eskalation der Zinssätze herauf, bei der die Vereinigten Staaten — um eine positive Zinsdifferenz gegenüber dem Ausland bemüht — das Zinsniveau noch mehr in die

Höhe treiben und die europäischen Volkswirtschaften der durch Kapitalabstrom ausgelösten Tendenz zur Anpassung der Zinssätze an das amerikanische Niveau nicht mit liquiditätsausweitenden Maßnahmen entgegenwirken.

An der Bereitschaft zu einer solchen, dem weiteren Zinsanstieg entgegengerichteten Politik scheint es solange zu fehlen, wie auch in den europäischen Ländern der Kampf gegen Kosten- und Preissteigerungen in der Spätphase eines kräftigen Wirtschaftsaufschwungs Priorität hat. Aber auch wenn die Notenbanken der europäischen Volkswirtschaften zu einer solchen monetären Politik bereit wären, ist es zweifelhaft, ob diese Bemühungen größere Erfolgchancen haben könnten, solange die USA an ihrer Hochzinspolitik festhalten. Eine Umkehr des Zinssteigerungstrends wäre dagegen zu erreichen, wenn nicht nur die europäischen Notenbanken, sondern auch die amerikanische durch Liquiditätserweiternde Maßnahmen auf eine Zinssenkung hinwirkten, d. h., wenn die Notenbanken der einzelnen Länder ihren zinspolitischen Kurs aufeinander abstimmten. Die aus Zahlungsbilanzrücksichten erforderliche Zinsdifferenz zwischen dem amerikanischen und den europäischen Geldmärkten könnte dann auch auf niedrigerem internationalen Durchschnittszinsniveau aufrechterhalten werden.

Der Übergang zu einer derart abgestimmten Zinssenkungspolitik liefe zwar — vordergründig gesehen — in fast allen Industrieländern den konjunkturpolitischen Erfordernissen zuwider. Zweifel sind jedoch berechtigt, ob eine restriktive Hochzinspolitik in der gegenwärtigen Konjunkturphase das angemessene Mittel zur Verringerung des Kosten- und Preisauftriebs ist. Abgesehen davon, daß das finanzpolitische Instrumentarium bei zügigem Einsatz ohne parlamentarische Verzögerung zur Konjunktursteuerung ebenfalls, wenn nicht besser geeignet ist, stellt sich für das führende Industrieland der westlichen Welt, die Vereinigten Staaten, die Frage, ob eine Fortsetzung der konjunkturellen Dämpfungspolitik, die eine wirtschaftliche Rezession einleiten könnte, der einzige Weg zur Bekämpfung der Kosten- und Preissteigerungen ist. Größere Preisruhe wäre nicht nur dadurch zu erreichen, daß der bisher nur wenig verminderte Lohnsatzanstieg dem gegenwärtig unzureichenden Produktivitätsfortschritt angepaßt wird, sondern auch dadurch, daß das Tempo des Produktivitätsfortschritts beschleunigt wird. Dies setzte ein expansives Klima voraus, bei dem die Unternehmen die Produktion wieder stärker ausdehnen.

Auch gegenwärtig sind die Aussichten noch günstig, daß eine Änderung des wirtschaftspolitischen Kurses zu einer raschen konjunkturellen Belebung führen würde. Trotz des hohen Zinsniveaus ist bisher die Investitionsneigung der privaten Unternehmen durch die Konjunkturabschwächung nur wenig beeinträchtigt worden. Auch halten die Unternehmen gegenwärtig einen Beschäftigungsstand aufrecht, der durch das Produktionsvolumen nicht gerechtfertigt erscheint; sie horten Arbeitskräfte. Einiedereinsetzender Wirtschaftsaufschwung würde daher vorerst nicht an Kapazitätsgrenzen stoßen. Die bessere Auslastung des Produktionsapparates und der effizientere Einsatz der Arbeitskräfte würden den Produktivitätsfortschritt erheblich beschleunigen. Da zunächst der Bedarf an zusätzlichen Arbeitskräften gering wäre und eine Arbeitskräfteverknappung schon deshalb nicht befürchtet werden müßte, wäre eine Verstärkung des Lohnsatanstiegs vorerst nicht zu erwarten.

Zu einem derartigen Durchbruch nach vorn, mit dem die Kosten- und Preissteigerungen verringert werden könnten, läßt die amerikanische Regierung bisher keinerlei Ansätze erkennen. Zwar soll zu Beginn des nächsten Jahres die Zusatzeinkommensteuer, die Mitte 1968 eingeführt wurde, verringert werden. Dafür sollen aber steuerliche Investitions erleichterungen wegfallen. Gleichwohl wird sich der Einnahmenüberschuß der öffentlichen Hand — auch als Folge der konjunkturellen Abschwächung — vermindern. In dieser Konstellation sind die wirtschaftspolitischen Instanzen entschlossen, die kreditpolitischen Zügel vorerst nicht zu lockern.

Die amerikanische Regierung dürfte sich nicht zuletzt deswegen vor einer Änderung des wirtschaftspolitischen Kurses scheuen, weil eine binnenwirt-

schaftliche Wiederbelebung den schon in den letzten Jahren stark geschrumpften Leistungsbilanzüberschuß weiter verringern könnte. Eine nochmalige Leistungsbilanzverschlechterung könnte aber die Vereinigten Staaten in eine Lage bringen, in der mit einer Hochzinspolitik das Zahlungsbilanzproblem auch kurzfristig nicht mehr zu lösen wäre.

Da die Schaffung von Sonderziehungsrechten beim Weltwährungsfonds die Bedeutung des Dollars als Reservewährung nur wenig vermindern wird, ist eine Dollarabwertung weiterhin kein gangbarer Weg. In dieser Situation stellt die amerikanische Regierung Überlegungen darüber an, wie sie die Exporte auf andere Weise anregen könnte — etwa über verbesserte Bereitstellung von Exportkrediten oder sogar durch Androhung von Gegenmaßnahmen, falls die Handelspartner (vor allem im EWG-Agrarbereich und in Japan) ihre Importe nicht weiter liberalisieren. Daneben erwägt sie Veränderungen des Steuersystems, die z. B. mit der Einführung einer Mehrwertsteuer eine Verschiebung von den direkten zu den indirekten Steuern bringen und gleichzeitig die Möglichkeit bieten würde, die Exporte zu ent- und die Importe zu belasten. Damit wäre ein Instrument geschaffen, mit dem ohne Änderung der Wechselkursparität die Wettbewerbsstellung der Vereinigten Staaten auf den Weltmärkten verbessert werden könnte, ähnlich wie seinerzeit die deutsche Konkurrenzposition beim Übergang der Bundesrepublik von der All-Phasen-Umsatzsteuer zur Mehrwertsteuer — wenn auch ungewollt — gestärkt worden war. Eine solche nur den Warenverkehr tangierende Maßnahme hätte den großen Vorteil, daß die hohen Auslandsverpflichtungen der Vereinigten Staaten davon unberührt blieben.

Trotz Aufwertung Verschärfung der Kreditpolitik in der Bundesrepublik Deutschland

Die Erwartung der Banken und der übrigen Wirtschaft, nach der Aufwertung der DM werde sich das Kreditmarktklima fühlbar verbessern, hat sich nicht erfüllt. Im Gegenteil! Heute sind die Bedingungen für eine Stabilisierung oder gar Senkung des Zinsniveaus ungünstiger als vor der Aufwertung:

— Angesichts der konjunkturellen Entwicklung im Inland hält die Bundesbank eine scharfe monetäre Restriktionspolitik vorerst für unumgänglich. Sie hat zwar Anfang November, also kurz nach der offiziellen Paritätsänderung, die Mindestreserveverpflichtungen der Banken um 2 Mrd. DM ermäßigt. Diese Maßnahme hat jedoch nicht verhindert, daß sich seitdem die Geld- und Kapitalmärkte zusehends an-

spannen. Die kreditpolitischen Erleichterungen sollen lediglich eine „Zuspitzung der Lage“ vermeiden. Die am 4. Dezember beschlossene Senkung des Reserve-Solls um weitere 2 Mrd. DM ist auf den Dezember beschränkt worden und kann nur als ein gewisses „Gegengewicht“ gegen die gleichzeitig verfügte — zahlungsbilanzpolitisch motivierte — Erhöhung des Lombardsatzes von 7,5 auf 9% aufgefaßt werden.

— Auch die geldpolitischen Instanzen in den Vereinigten Staaten haben in den letzten Wochen ihre Bemühungen verstärkt, mit einer Politik des teuren Geldes den heimischen Preisauftrieb in Schach zu halten. Amerikanische Kreditnehmer weichen deshalb in starkem Maße auf internationale Kredit-

märkte aus. Der Euro-Dollar-Markt blieb bis zuletzt angespannt; für Drei-Monats-Gelder werden nach wie vor Zinssätze von 10 bis 11% bezahlt.

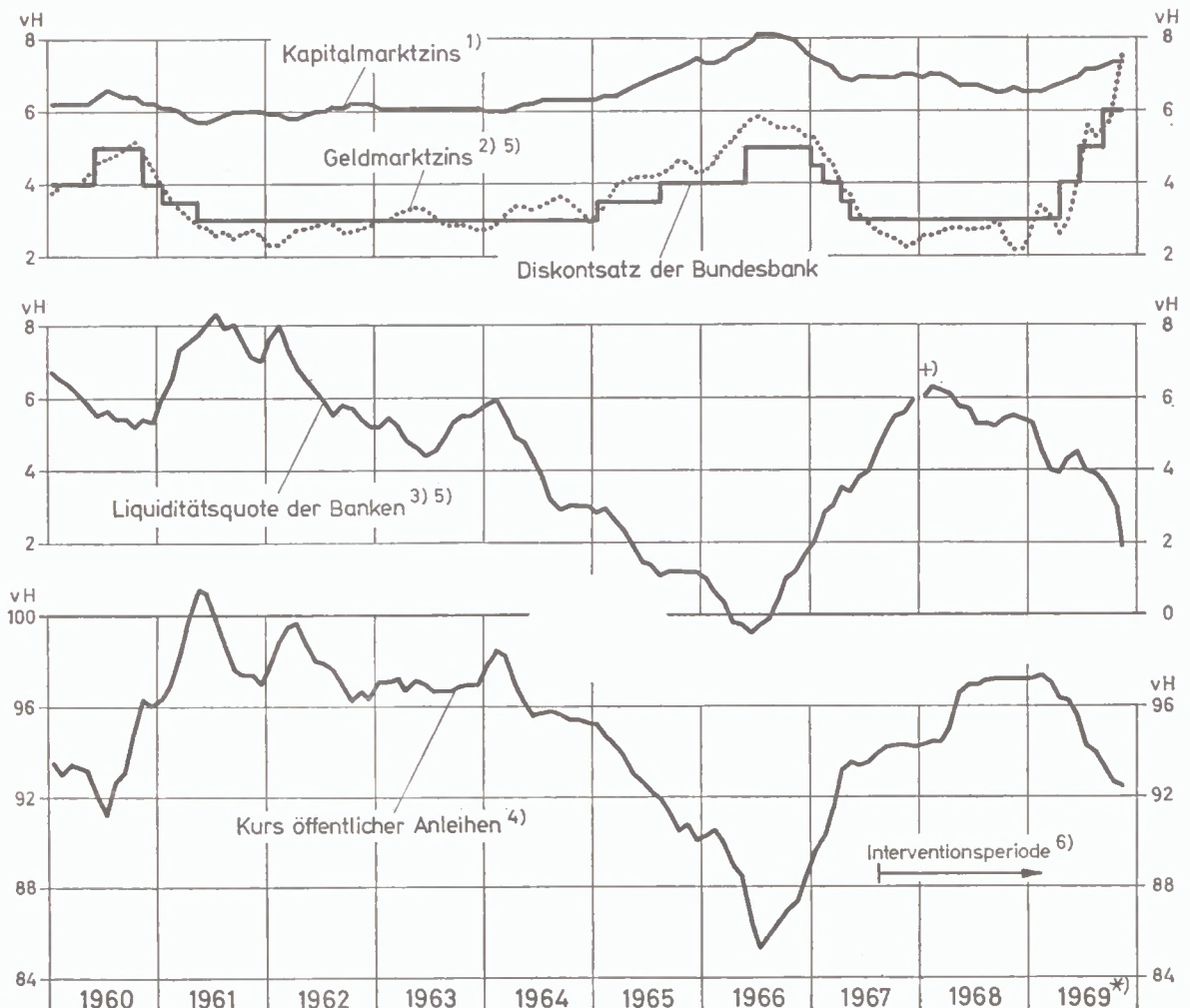
Geldmarktzins übertrifft erstmals Kapitalmarktzins

Seit der Freigabe des DM-Wechselkurses und insbesondere nach der amtlichen Fixierung einer neuen Parität ist ein erheblicher Teil der Gelder (Bankeinlagen, Finanz- und Lieferantenkredite), die bis dahin aus „spekulativen“ Gründen in die Bundesrepublik geflossen waren, wieder ins Ausland zurückgeströmt. Einen — wenn auch unvollständigen — Anhaltspunkt für die Größenordnung der bisherigen Rückflüsse gibt die Veränderung der

amtlichen — auch die IWF-Position umfassenden — Währungsreserven: Von Ende September bis Ende November sind die offiziellen Reserven um rund 15 Mrd. DM gesunken; nach Ausschaltung des durch die Aufwertung der DM bedingten Wertverlustes der bisherigen Bestände ergibt sich ein Devisenabfluß von etwa 12 Mrd. DM.

Mit dem Abzug von Auslandsgeldern verloren auch die Geschäftsbanken in erheblichem Umfange liquide Mittel. Die Ermäßigung des Reserve-Solls brachte zwar eine gewisse Entlastung; andererseits nahm aber der Bargeldumlauf weiter zu, und auch öffentliche Stellen dürften — über Konsolidie-

BANKENLIQUIDITÄT UND KREDITMARKTKONDITIONEN Bundesgebiet einschließlich Berlin (West)



1) Rendite der im Umlauf befindlichen festverzinslichen Wertpapiere. — 2) Tagesgeld, Frankfurt a.M. —

3) Liquiditätsreserven in %H der Einlagen von Nichtbanken. Liquiditätsreserven: Inländische Schatzwechsel und U-Schätze, ausländische Geldmarktpapiere und kurzfristige Forderungen an ausländische Banken minus Refinanzierung (Wechsel und Lombard) bei der Bundesbank. — 4) Durchschnittskurs tarifbesteuerte 5 1/2 %-Anleihen. — 5) Gleitender Drei-Monats-Durchschnitt. — 6) Offenmarktoperationen der Bundesbank am Markt für öffentliche Anleihen.

*) Oktober und November z.T. geschätzt; November nur Ursprungswerte. — +) Bruch bedingt durch Umstellung der Bankenstatistik.

rung von Geldmarktschulden — den Banken Liquidität entzogen haben. Um diese Geldabflüsse zu finanzieren, griffen die Banken in Höhe von 7 Mrd. DM auf Zentralbankkredite zurück und reduzierten ihre Bestände an staatlichen Geldmarktpapieren um vermutlich 2 bis 3 Mrd. DM; ein Teil (rund 2 Mrd. DM) der auf diesen Wegen beschafften Mittel wurde allerdings zum Aufbau der liquiden Auslandsanlagen verwendet. Die Liquiditätsreserven der Banken sind somit von Ende September bis Ende November um schätzungsweise 7 bis 8 Mrd. DM geschrumpft. Die Liquiditätsquote der Banken¹ sank von 3 vH Ende August und 4 vH Ende September, also nach der letzten Spekulationswelle, auf 2 vH Ende November.

Der Rückgang der Liquiditätsquote hat entscheidend dazu beigetragen, daß sich das Klima auf den Geld- und Kapitalmärkten merklich abgekühlt hat. Die Durchschnittsrendite festverzinslicher Wertpapiere, die im Oktober wegen der Erwartung einer liberaleren Notenbankpolitik noch leicht rückläufig gewesen war, zog im November wieder deutlich an; gegenwärtig liegen die Renditen öffentlicher Anleihen zwischen 7,5 und 8%. Auf dem Geldmarkt stiegen von September (Durchschnitt) bis zur ersten Dezemberwoche der Satz für tägliches Geld von 4 auf über 8%, und der Satz für Drei-Monats-Geld erhöhte sich von 6,6% auf fast 9%. Erstmals übertrafen damit die Geldmarktsätze die Zinssätze auf dem Kapitalmarkt.

In den kommenden Wochen wird im Falle der Beibehaltung des bisherigen Kurses die Liquiditätsquote weiter sinken und sich rasch der extrem niedrigen Quote von Mitte 1966 nähern. Die Geldmarktsätze werden weiter steigen. Wenn aber kaum noch jemand damit rechnet, daß die Bundesbank ihren Restriktionspfad in der nächsten Zeit verläßt, werden sich die Zinssätze für längerfristige Mittel schneller als bisher dem erhöhten Zinsniveau auf dem Geldmarkt anpassen. Besonders empfindlich wird vermutlich das Zinsniveau auf dem Markt für festverzinsliche Wertpapiere reagieren; denn hier erbringen Anlagen zur Zeit nicht nur eine niedrigere Rendite als auf dem Geldmarkt, sondern sie sind, da vorerst keine geldpolitische Umkehr erwartet wird, auch von weiteren Kursverlusten bedroht.

Ist eine Zinsstabilisierung überhaupt durchsetzbar?

In seinen „Grundlinien“² hatte das DIW der Bundesbank eine entschiedene Abkehr von ihrem Restriktionskurs empfohlen: eine merkliche Verbilligung und Erleichterung der Refinanzierung, eine kräftige Senkung des Reserve-Solls der Banken und eine „expansive“ Offenmarktpolitik am

Anleihemarkt. Diese Empfehlungen stützten sich auf die Vermutung, daß eine Ausschöpfung des mit der Aufwertung gewonnenen Spielraums für eine härtere Restriktionspolitik prozyklisch zu wirken drohe. Die Zinserhöhung werde erst dann auf die Ausgaben der Wirtschaft durchschlagen, wenn die Preissteigerungen ohnehin ihren Höhepunkt überschritten haben und die konjunkturellen Auftriebskräfte bereits erlahmen.

Die These, daß eine Politik der Zinsstabilisierung zahlungsbilanzpolitisch erwünscht und auch durchsetzbar sei, beruhte auf der folgenden Annahme: Die Notenbanken anderer Länder hatten im Verlaufe dieses Jahres ihre Zinssätze nicht nur aus binnenwirtschaftlichen Gründen (innerer Geldwert), sondern zu einem erheblichen Teil auch zahlungsbilanzpolitischer Schwierigkeiten wegen erhöht. Da sich geldpolitische Maßnahmen im Gegensatz zu fiskal- und lohnpolitischen Maßnahmen primär zur Regulierung der Zahlungsbilanz und weit weniger zur Steuerung der Konjunktur eignen, durfte unterstellt werden, daß nach der DM-Aufwertung zahlreiche andere Länder nicht mehr an einer weiteren Zinseskalation interessiert sein würden. Wie bereits im Abschnitt „Eskalation der Zinssätze?“ dargelegt, ist Zahlungsbilanzausgleich auch bei einer De-Eskalation der Zinssätze möglich, da zahlungsbilanzpolitisch lediglich die Abweichungen des Notenbankzinses vom internationalen Durchschnitt relevant sind.

Diese Annahme hat sich — zumindest bis jetzt — nicht bestätigt. Die Vereinigten Staaten sind sogar auf einen noch rigoroseren Restriktionskurs eingeschwenkt. Vieles spricht deshalb dafür, daß das inländische Zinsniveau selbst dann nicht stabilisiert werden könnte, wenn die Bundesbank hierzu bereit wäre. Denn auch eine Politik des billigen Geldes könnte eine Steigerung der Geldmarktsätze nicht verhindern. Die Banken würden sich bei der Notenbank zu niedrigen Zinssätzen verschulden und inländische Geldmarkttitel abgeben, um den Erlös zu höheren Zinssätzen auf den ausländischen Geldmärkten anzulegen. Allerdings lehrt die Erfahrung, insbesondere aus der Zeit von August 1967 bis Anfang 1969, daß die Bundesbank mit der Bereitschaft, den Anleihemarkt durch Offenmarktoperationen zu stützen, den internationalen „Zinszusammenhang“ etwas zu lockern und trotz steigender Geldmarktsätze im In- und Ausland sogar eine

¹ Vgl. Definition in Anmerkung 3 der Graphik. Diese Abgrenzung weicht von der von der Bundesbank gewählten Definition der „freien Liquiditätsreserven“ ab: Da die Bundesbank keine Angaben über die Komponenten der freien Liquiditätsreserven veröffentlicht (Rediskontkontingente, Geldmarktanlagen im Ausland, Vorratsstellenwechsel, Privatdiskontkonten), kann die Entwicklung dieser Reserven als Zeitreihe nicht nachvollzogen werden.

² Wochenbericht des DIW, Nr. 46/47 vom 13. Nov. 1969.

Kapitalzinssenkung durchzusetzen vermag. Wäre die Bundesbank in der gegenwärtigen Anspannungsphase in gleicher Weise vorgegangen, so hätte sie die — im Oktober in sinkenden (!) Kapitalzinssätzen zum Ausdruck kommenden — Erwartungen der Geldanleger rechtfertigen können und eine Kapitalzinssteigerung zumindest verzögert. Durch die Aufhebung der Kuponsteuer für Gebietsfremde und des Verzinsungsverbotes für Ausländereinlagen hätte ein solcher Kurs unterstützt werden können.

Dennoch könnte die Bundesbank einen solchen Versuch zur Zinsstabilisierung aus zahlungsbilanzpolitischen Gründen nicht lange durchhalten. Der Geldexport, der Abzug von Auslandseinlagen und der langfristige Kapitalexport blieben weiterhin so stark, daß die offiziellen Reserven an Gold und Devisen bald so stark schrumpfen würden, daß die Bundesbank — nicht zuletzt mit Rücksicht auf die öffentliche Meinung — diesen Kurs verlassen müßte. Dabei würde der Hinweis auf die „Einfuhrdeckungsquote“ der Währungsreserven, die seit 1958 tendenziell zurückgeht, eine Rolle spielen: Ende 1958 waren noch 87 vH der Wareneinfuhr desselben Jahres durch Gold und Devisenreserven „gedeckt“, Ende 1967 betrug die Quote 47 vH, und Ende November 1969 dürfte die Relation sich nur noch auf 35 vH belaufen haben.

Allerdings sind derartige Argumente wissenschaftlich wenig überzeugend. Relationen zwischen Währungsreserven einerseits und dem Devisenbedarf (für Einfuhren von Waren und Diensten, aber auch für Geld- und Kapitalexporte) andererseits sind ungeeignete Gradmesser des Bedarfs einer Volkswirtschaft an amtlichen Währungsreserven; nicht der Umfang der erwarteten Devisenzahlungsausgänge, sondern die erwarteten Zahlungsdefizite determinieren den Bedarf an volkswirtschaftlicher „Kasse“. Ferner ist der Verlust an offiziellen Währungsreserven nicht identisch mit einem Verlust an nationalen Währungsreserven; denn soweit Inländer die bei der Notenbank erworbenen Devisen zum Aufbau liquider Auslandsanlagen benutzen, findet lediglich eine Verlagerung der Währungsreserven von der Notenbank zur privaten Wirtschaft statt. Freilich ändert das nichts daran, daß durch solche Verlagerungen die Fähigkeit der Notenbank, in bezug auf ausländische Zahlungsmittel liquide zu

bleiben, ernstlich beeinträchtigt werden kann. Diese Gefahrenzone ist in der Bundesrepublik aber noch keineswegs erreicht. Ende November betrugen die amtlichen Währungsreserven³ etwa 35 Mrd. DM. Das ist erheblich mehr als der zur Zeit von Privaten für Devisenkäufe bei der Bundesbank mobilisierbare Betrag an Zentralbankgeld; denn der von Nichtbanken gehaltene Bestand an Bargeld kommt hierfür kaum in Frage. Auch die unausgenutzten Rediskontkontingente und die Bestände an Geldmarktpapieren dürften kein „bedenkliches“ Potential mehr darstellen. Von dieser Liquiditätsbilanz der Notenbank aus gesehen, eröffnet sich also noch ein nennenswerter Spielraum für eine — mit Devisen finanzierbare — liquiditätsexpansive Politik.

Dieser — theoretisch gegebene — Spielraum wird aber — wie schon angedeutet — aus psychologischen Gründen nicht ausgeschöpft werden können. Eine von der Bundesbank betriebene Politik der Zinsstabilisierung müßte deshalb schon sehr rasch vom Ausland honoriert werden: durch einen Verzicht auf weitere Restriktionen und durch Zinssenkungen, die die Politik der Bundesbank von außen her absichern. Zwar haben die übrigen Länder auch mehrere Wochen nach der Aufwertung der DM noch keine Bereitschaft hierzu erkennen lassen. Trotzdem sollte die Bundesrepublik nichts unversucht lassen, um möglichst viele Länder zu einer — ähnlich der vor zwei Jahren in Chequers beschlossenen — internationalen Zinssenkungsaktion zu gewinnen. Eine zinspolitische Kooperation liegt auch im zahlungsbilanzpolitischen Interesse anderer Länder: Die Alternative zu einer De-Eskalation der Zinssätze könnte eine Eskalation der Devisenbewirtschaftung sein. Denn die Abschirmung einer Politik der Zinsstabilisierung in der Bundesrepublik mit den oben erwähnten Mitteln — Abschaffung der Kuponsteuer und des Verzinsungsverbots für Ausländereinlagen — würde ohne internationale Kooperation nicht ausreichen. So könnte der Fall eintreten, daß sich die Bundesrepublik, dem „Beispiel“ anderer Länder folgend, zu einer Entliberalisierung des Zahlungsverkehrs mit dem Ausland gezwungen sieht. Möglichkeiten hierzu bietet der § 23 des Außenwirtschaftsgesetzes.

³ Die Ziehung der Bundesrepublik beim Weltwährungsfonds stellt keine Verminderung der amtlichen Währungsreserven dar, da ihr ein Zuwachs der Devisenbestände der Notenbank entspricht.

Herausgeber: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, 1 Berlin 33, Königin-Luise-Str. 5 und 53 Bonn, Adenauerallee 170
Tel.: (0311) 8 29 11 — telex 01 83247 diwbl

Präsident: Dr. Klaus Dieter Arndt

Abteilungsleiterkollegium: Dr. Wolfgang Kirner, Dr. Ingeborg Köhler-Rieckenberg, Prof. Dr. Rolf Krengel, Dr. Manfred Liebrucks, Dr. Herbert Martell, Dr. Peter Mitzscherling, Dr. Horst Seidler, 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. In Vertretung Dr. Horst Seidler

Eskalation der Zinssätze? bearbeitet von Manfred Teschner. — *Verschärfung der Kreditpolitik in der BRD* 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,—