

Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) (Ed.)

**Article — Digitized Version**

## Währungs- und handelspolitische Rolle der Devisen

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) (Ed.) (1960) : Währungs- und handelspolitische Rolle der Devisen, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 40, Iss. 4, pp. 183-189

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/132944>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

## Währungs- und handelspolitische Rolle der Devisen

Ein Gespräch zwischen Kennern der Konjunktur-, Finanz- und Bankpolitik

### Wirken Devisenüberschüsse inflatorisch?

Exporte von Waren und Leistungen in das Ausland begründen Forderungen gegen dieses, d. h. „bringen Devisen“. Umgekehrt erwirbt das Ausland Forderungen gegen unsere Volkswirtschaft aus allen Waren- und Leistungslieferungen, die wir von ihm beziehen. Die Bundesrepublik hat 1959 für 5,7 Mrd. DM mehr Waren und für 2,5 Mrd. DM mehr Dienstleistungen an das Ausland geliefert als von ihm empfangen. Besonders bemerkenswert ist dabei vor allem der hohe Überschuß bei den Dienstleistungen. Der letztgenannte Posten verdankt seine hohe Aktivität nämlich allein der Tatsache, daß die ausländischen Streitkräfte in der Bundesrepublik über 4 Mrd. DM für Lieferungen aller Art ausgegeben haben. Dieser „interne Export“ ist also ein ganz erheblicher Aktivposten in unserer Leistungsbilanz.

#### Leistungsbilanz und Kapitalbilanz

Die Leistungsbilanz aber erfaßt nur einen Teil der Transaktionen des Inlandes mit dem Ausland, nämlich sie besagt nur etwas über das Größenverhältnis der Güter- und Leistungsströme in beiden Richtungen. Sie besagt dagegen nichts über die „Finanztransaktionen“, die man cum grano salis als Kapitalausfuhr und -einfuhr bezeichnen kann. Dahinter verbirgt sich folgendes: Ein Teil der Waren- und Leistungsexporte wird, im Wege der Wiedergutmachung beispielsweise, unentgeltlich geliefert. Er begründet also überhaupt keine Forderung an das Ausland.

Ein anderer Teil der Waren- und Leistungslieferungen wird dem Ausland langfristig kreditiert, d. h. begründet langfristige Forderungen an das Ausland, die nicht „Devisen“ sind (Devisen sind relativ kurzfristig realisierbare Auslandsforderungen).

Bestand bei diesen Posten noch ein mehr oder weniger direkter Zusammenhang mit dem Waren- und Leistungsstrom, so gibt es darüber hinaus „reine Finanztransaktionen“, die davon völlig losgelöst sind. Dies ist beim Kauf ausländischer (langfristiger) Wertpapiere und beim sogenannten Geldexport der Fall. Geldexport bedeutet, daß im Ausland entstandene Forderungen nicht transferiert, sondern kurzfristig dort angelegt werden, wie beispielsweise in den USA in Schatzwechseln (Geldmarktpapieren). Gerade diese Gelder sind aber sehr mobil und werden bei Änderungen des Zinsgefälles zwischen Inland und Ausland (wie im November 1959) und bei größeren Liquiditätsanspannungen im Inland (wie in den letzten Wochen) schnell repatriert.

#### Gold- und Devisenstrom als Saldenausgleich

Im Jahre 1959 ist der Aktivsaldo der Leistungsbilanz kleiner gewesen als der Passivsaldo der Kapitalbilanz. Der Saldo der zusammengefaßten Leistungs- und Kapitalbilanz (Zahlungsbilanz im engeren Sinne) war damit zum ersten Mal seit 1950 passiv. Ein solches Defizit wird aber — sieht

man einmal von Differenzen ab, die vor allem durch Verschiebungen der sogenannten „terms of payment“ (Zahlungsziele im Handelsaustausch) zustande kommen — durch Abfluß (umgekehrt ein Überschuß durch Zufluß) von Devisen oder Gold ausgeglichen: der „Spitzenausgleich“ erfolgt „bar“. So ist leicht erkennbar, daß die Zahlungsbilanz im weiteren Sinne immer ausgeglichen sein muß.

Nach den oben demonstrierten Ergebnissen der Zahlungsbilanz 1959 könnte der Eindruck entstehen, als sei das Thema „Devisenüberschüsse“ bereits überholt. Das ist aber keineswegs der Fall. Seit dem Tiefstand im vergangenen September haben die Gold- und Devisenbestände der Bundesbank bereits wieder um über 2,5 Mrd. DM zugenommen. Die Auffassung der Skeptiker, die die Dauerhaftigkeit der vorjährigen Entwicklung bezweifeln, hat sich offensichtlich bestätigt.

#### Doppelte Problematik der Devisenüberschüsse

Devisenüberschüsse sind — zumal wenn sie vermeintlich oder tatsächlich chronisch sind — in doppelter Hinsicht problematisch. Erstens entzieht das Überschußland der „übrigen Welt“ internationale Liquidität. Das kann zuweilen — wie z. B. 1957 — einen derartigen Umfang annehmen, daß ernste Störungen des internationalen Austausches aufzutreten drohen. Für das Überschußland entstehen aber vor allem binnenwirtschaftliche Probleme, nämlich Probleme einer unter Umständen zu reichlichen Liquidität.

*Alle in der Abteilung „Zeitgespräch“ veröffentlichten Beiträge sind freie Meinungsäußerungen von Persönlichkeiten aus Wirtschaft und Politik und von in- und ausländischen Mitarbeitern. Sie enthalten keine Stellungnahme der Redaktion und sind keine offiziellen Äußerungen der herausgebenden Institutionen.*

Die Wirtschaft nimmt Devisen aus Ausfuhren u. ä. ein, sie benötigt. Devisen andererseits zur Bezahlung von Einfuhren u. ä. Die Exporteure bieten den Geschäftsbanken (von der Möglichkeit der Direkteinlösung bei der Bundesbank kann hier abgesehen werden) ihre Devisen zum Kauf an, die Importeure fragen bei ihnen Devisen nach. Im Ergebnis hat die Wirtschaft den Banken 1959 für etwa 5,2 Mrd. DM mehr Devisen verkauft als abgenommen. In diesem Betrage hat sie also „netto“ Devisen an die Banken abgegeben. Den Gegenwert bekam sie auf ihren Konten gutgeschrieben, d. h. um diesen Betrag hat sie ihre Liquidität (hier im mengenmäßigen Sinne als Verfügbarkeit über Zahlungsmittel, zu denen bekanntlich auch die Sichtguthaben gehören) erhöhen können. Fazit: die Wirtschaft hat auch 1959 wieder ihre Liquidität aus der Quelle „Devisenüberschüsse“ ganz beträchtlich erhöhen können.

Die Geschäftsbanken hatten ihrerseits vor allem zwei Möglichkeiten, die ihnen zugeflossenen Devisen zu verwenden. Sie konnten sie (d. h. die Forderungen gegen ausländische Schuldner) im Ausland stehenlassen — als Guthaben bei ausländischen Banken oder indem sie diese Guthaben zum Kauf ausländischer Geldmarkttitel verwendeten. Wir sprechen dann von Geldexport. Sie haben von dieser Möglichkeit ausgiebigen Gebrauch gemacht, indem sie ihre Auslandsforderungen um 1,5 Mrd. DM aufstockten. Den übrigen Teil der ihnen von der Wirtschaft „netto“ verkauften Devisen lösten sie bei der Zentralbank ein, die zur Annahme gesetzlich verpflichtet ist. Und damit geschieht das letztlich Entscheidende: der — eingelöste — Devisenüberschuß führt zur Ausgabe zusätzlichen Zentralbankgeldes, und zwar zunächst als Zentralbankguthaben der Banken. Fazit: auch den Banken sind infolge der Devisenüberschüsse der Wirtschaft in erheblichem Umfang liquide Mittel zugeflossen.

Die öffentliche Hand dagegen leistete so große Auslandszahlungen, daß sie der Bundesbank mehr

Devisen abkaufen mußte, als diese von den Geschäftsbanken angekauft hatte. So ergab sich die Abnahme des Devisenbestandes der Bundesbank. Bezahlt wurden die Devisenkäufe der öffentlichen Hand dadurch, daß sie ihre Guthaben bei der Bundesbank erheblich abbaute und darüber hinaus einen Teil ihrer laufenden „ordentlichen“ Einnahmen und sogar Erlöse aus Kreditaufnahmen dazu verwandte. Fazit: die Liquidität der öffentlichen Hand nahm ab.

Faßt man nun die Auswirkungen aller Transaktionen mit dem Ausland auf die inländische Liquidität (im Sinne der Verfügbarkeit von Zahlungsmitteln) im Jahre 1959 zusammen, so ergibt sich, daß sie insgesamt zwar auf eine Verminderung der liquiden Mittel hingewirkt haben. Aber betroffen wurde davon nur der Sektor öffentliche Hand. Die Wirtschaft und die Banken dagegen haben ihre Bestände an liquiden Mitteln aus den Devisenüberschüssen wiederum anreichern können.

#### *Liquidität und Nachfrage*

Es ist inzwischen zur allgemeinen Erkenntnis geworden, daß Devisenüberschüsse Inflationsgefahren heraufbeschwören („importierte Inflation“). Unter welchen Voraussetzungen ist das richtig?

Zunächst bedeuten Devisenüberschüsse, wie gezeigt, nichts anderes als erhöhtes Liquiditätspotential. Die Aussage, daß Devisenzuflüsse inflatorisch wirken, impliziert aber ein weiteres Moment, nämlich erhöhte Nachfrage. Vereinfacht ausgedrückt entsteht Inflation in dem gebräuchlichen Sinne steigender Preise dadurch, daß die Nachfrage im Verhältnis zum verfügbaren Angebot (und seinen kurzfristigen Ausweitungsmöglichkeiten) „zu“ stark zunimmt, so daß sie nur noch zu steigenden Preisen

befriedigt werden kann. Nun besagt eine Liquiditätserhöhung nichts über eine Veränderung der Nachfrage; das wird häufig übersehen. Und selbst wenn die Nachfrage durch höhere Liquidität zur Ausweitung angeregt würde, so hängt es von der Elastizität des Angebots (also vom Beschäftigungsgrad) ab, ob das zu Preissteigerungen führen muß.

Die Besorgnis, die die Devisenüberschüsse hier und jetzt verursachen, sind natürlich damit zu erklären, daß unsere Wirtschaft bereits voll- bis überschäftigt ist (von einzelnen Bereichen wie der Verbrauchsgüterindustrie abgesehen). Deshalb die Bestrebungen der Bundesbank, die in der erhöhten Liquidität liegende „Versuchung“ zur Nachfrageausdehnung an der Wurzel zu fassen, nämlich durch eine Politik der Liquiditätseinengung — was ihr allerdings nur bei den Banken möglich ist.

#### *Begrenzte Wirkungsmöglichkeiten der Bundesbank*

Denn die Einwirkung der Bundesbank kann direkt nur auf die Einengung der Bankenliquidität gerichtet sein. Das wirksamste Mittel ist dabei die Heraussetzung der Mindestreservesätze (auf andere Mittel kann hier auch nicht mehr eingegangen werden), durch die den Banken Liquidität entzogen wird. Aber die Banken verfügen noch über große Reserven an Sekundärliquidität, nicht zuletzt in Form ihrer Auslandsanlagen, auf die sie bereits in den letzten Wochen und Monaten zurückgegriffen haben. Repatriierung der exportierten Gelder und zugleich natürlich das Aufhören weiterer Geldexporte aber bedeutet höhere Devisen- und damit höhere Liquiditätszuflüsse, die den Bestrebungen der Bundesbank entgegenwirken. (H. J. S.)

### **Gefährdung der internationalen Liquidität**

Die Deutsche Bundesbank hat in ihrem Februar-Bericht eine ausführliche Begründung über die Notwendigkeit der seit Herbst letzten Jahres eingeleiteten Restriktionspolitik gegeben. Sie ist ferner auf die Schwierigkeiten ein-

gegangen, vor die sie sich gegenwärtig gestellt sieht. Sie meint, nicht nur Auslands Guthaben würden jetzt zurückgerufen, eventuell könne auch Auslandsgeld zur Anlage in die Bundesrepublik fließen. Aus binnenwirtschaftlichen Grün-

den — Erhaltung der Preisstabilität — seien die Notenbank-Maßnahmen durchaus notwendig. Da man aber in der Zeit der Konvertibilität lebe, könnten diese Maßnahmen auch bedauerliche Nebenwirkungen auf die Zahlungsbilanz haben, und zwar im Sinne der Verbesserung der deutschen Devisenposition und damit — als Nebenwirkung — Zunahme der Liquidität der deutschen Wirtschaft.

#### **Das Dilemma der Kreditpolitik**

Die Bundesbank spricht in diesem Zusammenhang mit Recht von einem Dilemma, das um so kleiner werde, je mehr auch im Ausland „den Tendenzen zur Konjunkturüberhitzung konsequent entgegenwirkt und damit sowohl die Entstehung eines unerwünschten monetären Gefälles zwischen der Bundesrepublik und den übrigen Ländern als auch die Herausbildung eines einseitigen Nachfragezugs vom Ausland her vermieden wird.“ (Anmerkung: die Bundesbank wünscht den konjunkturellen Gleichschritt im Bereich der konvertiblen Welt.)

Das ist die eine Seite. Die zweite ist, daß es aus Gründen der Zahlungsbilanz bedauert werden muß, daß die Bundesbank ihren bis Herbst 1959 verfolgten kreditpolitischen Kurs hat aufgeben müssen. Die Bundesbankpolitik war bekanntlich bis zu diesem Zeitpunkt darauf gerichtet, im Prinzip den Überschüssen im Handels- und Dienstleistungsverkehr entsprechende Geld- und Kapitalexporte gegenüberzustellen. Für das Jahr 1959, betrachtet man es statistisch, hat sie durchaus Erfolg gehabt: der Aktivsaldo im Waren- und Dienstleistungsverkehr mit dem Ausland stellte sich 1959 auf 7,5 Mrd. DM. Für den gleichen Zeitraum ist der gesamte kurz- und langfristige Kapitalexport auf netto 6,2 Mrd.

DM zu veranschlagen. Hinzu kommen noch die unentgeltlichen Leistungen an das Ausland, die sich 1959 auf 2,6 Mrd. DM beliefen. Somit wurde der Aktivsaldo in der Leistungsbilanz durch die Gegengewichte weit übertroffen. Die Gold- und Devisenbestände der Bundesbank verminderten sich um 2,3 Mrd. DM auf 23,8 Mrd. DM.

#### **Geldexporte der Banken vermindert**

Im Rahmen des Kapitalexports — im Sinne der allgemein verwendeten Definition — spielte der Geldexport der Banken eine besondere Rolle. Bei der gegebenen Liquidität nutzten die Banken die sich an den ausländischen Märkten bietenden günstigen Anlagemöglichkeiten. Ihre Auslandsforderungen erhöhten sich von 1,9 Mrd. DM auf 3,5 Mrd. DM. Nur, die Geschäftsbanken betrachten — und das muß ihre Sicht sein, sonst wären sie keine Geschäftsbanken — ihre kurzfristigen Auslandsanlagen als Teil ihrer Gesamtliquidität. Mit dieser Gesamtliquidität geht man nach dem rationalen Maßstab der günstigen Anlage um, gleichgültig, ob man sie im Inland oder Ausland findet. Es ist daher nur natürlich, wenn Bankiers sagen, ein Rückruf von Auslandsgeldern sei ja nur der Rückruf eigener Liquidität.

Die Banken haben also, wie gesagt, bis Jahresende ihre Geldexporte auf 3,5 Mrd. DM erhöht. Das hat sich nun gewandelt. Einmal hat die Notenbank die Liquidität der Kreditinstitute durch 40% Mindestreservesteigerung sowie erhebliche Einengung der Rediskontmöglichkeiten gekürzt.

Zum anderen ist die innerdeutsche Kreditnachfrage stärker geworden. Im Frühjahr 1959 hat die Großindustrie von den damaligen relativ billigen Geldaufnahmemöglichkeiten am Rentenmarkt sowie am Markt der Schuldscheindarlehen

Gebrauch gemacht, sich also — mehr oder weniger — Vorratskredite besorgt. In diesem Jahr sind diese Möglichkeiten weitaus geringer. Man verschuldet sich mehr kurzfristig. Und man bedarf auch dieser Betriebsmittel; denn ein Blick in die Februar-Produktionsstatistik zeigt, daß in fast allen Branchen — Ausnahmen sind nur Metallerzbergbau, Flachglasindustrie, Kohlenbergbau, Tabakverarbeitung, Ledererzeugung — die Industrieproduktion gegenüber Februar 1959 zwischen 3% und 38% angezogen hat. Das erfordert Betriebsmittel. Die positive Einstellung zur Konjunktur ist dabei unverändert geblieben.

Mit anderen Worten: Einengung der liquiden Mittel einerseits und stärkere Kreditnachfrage andererseits führen bei steiferen Geldmarktsätzen in Deutschland zum Rückruf von liquiden, im Ausland angelegten Geldern, zumal man „draußen“ nicht mehr die Sätze des vorigen Jahres erhält. So zeigen die Zinssätze an dem für Geldanlagen in erster Linie in Frage kommenden New Yorker Markt seit geraumer Zeit erheblich sinkende Tendenz. Der Glaube an eine günstige Konjunktur in den USA ist nämlich nicht mehr voll gegeben. Aber im Herbst sind Präsidentenwahlen. Da ist es nur natürlich, daß von politischer wie wirtschaftlicher Seite eine leichtere Geldpolitik gefordert wird.

#### **Verstärkter Liquidisierungseffekt**

Es ist also festzustellen, daß die Geschäftsbanken ihren Geldexport nicht nur einschränken und Gelder in die Bundesrepublik zurückrufen, es klopfen auch die ausländischen Banken an. Die D-Mark ist fest, die hier zu erzielenden Renditen sind günstig. (Es gibt ja nicht nur die Anlagemöglichkeiten bei deutschen Banken, die ihrer-

# VEREINSBANK IN HAMBURG

## ÄLTESTE HAMBURGER GIROBANK

ZENTRALE: HAMBURG 11. ALTER WALL 20-30. TELEFON 361 061  
27 FILIALEN UND ZWEIGSTELLEN IN GROSS-HAMBURG, CUXHAVEN UND KIEL

seits hohe Mindestreserven auf ausländische Gelder zu leisten haben und damit ihren ausländischen Partnern nicht allzu günstige Sätze bieten können.)

Als Ergebnis bleibt ein Liquidisierungseffekt, dem von seiten des langfristigen Kapitalexports nicht genügend Gegengewicht gegenübergestellt werden kann; denn der deutsche Kapitalmarkt ist ja bekanntlich seit Herbst vorigen Jahres in seiner Ergiebigkeit beschränkt. Und durch die Liquiditätseinengung sind Neuemissionen nur dosiert möglich. Nicht umsonst empfehlen alle, die es angeht, den Markt weiter „auszutrocknen“.

An dieser Stelle sei festgehalten, daß auf Grund der bestehenden Zinsrelationen nicht damit gerechnet werden kann, daß der weiterhin bestehende Aktivsaldo im Handels- und Dienstleistungsverkehr durch entsprechende Geld- und Kapitalexporte ausgeglichen wird, auch nicht durch Kapitalexporte aus Steuermitteln. Es ergibt sich also — abgesehen von tendenziell jetzt immer möglichen Zuflüssen an Auslandsgeld — eine erhebliche Lücke: Die aus dem Überschuß in der Leistungsbilanz resultierenden Devisenzuflüsse werden nicht erneut im Ausland angelegt, sondern der Notenbank gegen D-Mark wieder zur Verfügung gestellt.

Dabei ist nicht ausgeschlossen, daß sich der deutsche Aktivsaldo noch weiter verstärkt. Jedenfalls — das wäre logisch — muß er sich dann weiter verstärken, wenn es der Bundesbank gelingt, die heimische Nachfrage zugunsten der Preisstabilität zu drosseln. Die Unternehmen werden sich dann, je mehr die Absatzchancen sinken, um so stärker um den Absatz im Ausland bemühen. Das ist natürlich nur möglich, soweit die im Ausland herrschende Investitionslust anhält. Der deutsche Investitionsgüter-Exportboom wird ja auf diese Weise genährt.

Aber auch hier ist die Notenbank am Werk. Sie beginnt nun, den AKA-Plafonds B um 200 Mill. DM zu kürzen, um auf diese Weise die Exportfinanzierung schwieriger zu gestalten und die deutschen

Produzenten anzuregen, ihre Ware verstärkt am Inlandsmarkt anzubieten. Infolge des damit möglicherweise verbundenen Waren-drucks kann ein Preisdruck aufgelöst werden. Der restliche B-Plafonds der AKA soll nur für Kredite an entwicklungsfähige Länder vorbehalten bleiben. Hier spielt auch noch (für dieses Thema aber nur am Rande) die EWG-EFTA-Situation hinein. Höhere Zölle bedeuten letztlich doch Importdrosselung und damit Verringerung des Angebots am Inlandsmarkt. Dabei wäre Angebotsausdehnung das klassischste Mittel zur Erhaltung der Preisstabilität bei blühender Konjunktur.

#### **Konvertibilität verlangt Abstimmung der Notenbankpolitik**

Alle diese Überlegungen machen deutlich, von welcher Bedeutung in einem System konvertibler Währung letztlich die Abstimmung der Notenbanken untereinander ist; denn Devisenzuflüsse in die Bundesrepublik sind nicht nur wegen ihres den Geldumlauf steigernden Effekts unerwünscht, sondern auch im Hinblick auf die Verteilung internationaler Liquidität.

In einem konvertiblen System ist es nämlich notwendig, daß die Zahlungsbilanzen annähernd ausgeglichen werden. Die Konvertibilität kann eben dann nicht funktionieren, wenn ein Land ständig Devisen an sich zieht. Über kurz oder lang sind die anderen Partner im konvertiblen System gezwungen, entsprechende Gegenmaßnahmen zu treffen. Es kommt also auf den Gleichschritt an: Welche Art Gleichschritt man wählt, ist letztlich eine politische Frage. Soll sich der „Gesunde“ (also der, der Devisen an sich zieht) nach den „Kranken“ richten, oder sollen die „Kranken“, weil sie in der Mehrzahl sein dürften, die Schritte der „Gesunden“ bestimmen?

#### **Zunahme des Geldumlaufs**

In den gleichen Gedankengang gehört dann auch noch die enge Verbindung, die die Devisenreserve und der Notenumlauf eingegangen sind. Es gibt im deutschen Wäh-

rungssystem keine gesetzliche Bestimmung, nach der der Notenumlauf durch eine bestimmte Menge ausländischer Valuta zu decken ist. Unsere Währung ist nun einmal keine Goldwährung, wo eine bestimmte Relation zwischen umlaufenden Mitteln und der Goldmenge besteht. Eine solche festgelegte Relation hatte den Nachteil, daß die Notenbanken sich letztlich passiv verhalten mußten, also — auch gegen ihren Willen — Inflationen und Deflationen, somit Krisen, zulassen mußten. Nur, auch im heutigen System kann eine Zentralbank nicht Devisen in jeder Menge aufnehmen, weil sie ja diese Devisen nur im Umtausch gegen eigene Währung erwerben kann. Devisenzufluß heißt nun einmal Verstärkung des Zahlungsmittelumschlages im Innern und damit Wachsen der potentiellen (Inlands-) Nachfrage, wenn man nicht parallel Gegengewichte zum Liquiditätsentzug anwendet.

#### **Wie soll es weitergehen?**

Liquiditätszufluß läßt sich nicht durch Diskonterhöhung bremsen, weil man dann nur noch mehr unerwünschte internationale Liquidität erhält. Wendet man das Mittel der Mindestreserveverhöhung (als Ersatz) an, so führt dies zu einer Geldmarktversteifung, die letztlich fast wie eine Diskonterhöhung wirkt. Oder: wendet man die Verschärfung der Rediskont-Kontingente an, dann macht man direkt Kredite knapper und auch teurer. Bei der gegebenen Konvertibilität aber können sich die Unternehmen auch im Ausland verschulden und sich damit der heimischen Restriktion — zumindest zum Teil — entziehen.

Die Schlußfolgerung kann nur sein, daß neben der Abstimmung der Notenbanken auch die Abstimmung der internationalen Konjunktur zu treten hat, ein notwendiges, aber schwieriges Unterfangen; denn die Strukturen der Länder, die gemeinsam die Konvertibilität erklärt haben, sind doch recht unterschiedlich. Folglich werden Konjunkturanhebung oder Konjunkturbremmung nach nationalen Gesichtspunkten jeweils anders gehandhabt. (W.)

## Koordinierung der Notenbankpolitik mit der allgemeinen Wirtschafts- und Kreditpolitik

Die Devisen haben sich mit den immer enger und komplizierter werdenden außenwirtschaftlichen Verflechtungen zu einem Phänomen entwickelt, das für manche bis in die heutige Zeit hinein mit Geheimnissen umgeben ist. Während die Problematik der Devisenzwangswirtschaft mit ihren verschiedenen Varianten vornehmlich darin liegt, daß sie der Aufrechterhaltung einigermaßen normaler Außenhandelsbeziehungen entgegenwirkt und damit eine weltweite Arbeitsteilung verhindert, sind es beim Spiel der freien Kräfte die ausgeprägten Devisenüberschüsse oder der Devisenmangel im zwischenstaatlichen Wirtschaftsverkehr, die im Mittelpunkt der konjunktur- und währungspolitischen Diskussion stehen. Die Bedeutung der Devisen ist damit in ein gänzlich anderes Licht gerückt worden.

### *Die Bundesrepublik als Überschußland*

Für ein ausgesprochenes Exportland, wie es die Bundesrepublik seit über acht Jahren auf Grund der hohen Überschüsse in ihrer Waren- und Dienstleistungsbilanz ist, hat die Ansammlung einer Devisenreserve zunächst einen günstigen Effekt. Sie bietet die Möglichkeit, weitgehend unabhängig von außenhandels- und Zahlungsbilanzmäßigen Erwägungen politische oder kommerzielle Kapitaltransaktionen durchzuführen und vorübergehende, saisonal oder konjunkturell bedingte Defizite ohne Inanspruchnahme von Auslandskrediten abzudecken. Ein genügend großes Devisenpolster ist

auch bei rückläufigen Ausfuhren dann erforderlich, wenn der Einfuhrbedarf groß bleibt oder gar eine steigende Tendenz aufweist.

Wie die Erfahrungen zeigen, führt nicht nur eine schnelle Verminderung, sondern auch ein rasches Wachstum der Devisenbestände unter Umständen zu gefährlichen weltwirtschaftlichen Ungleichgewichten. Da ein Überschußland wie die Bundesrepublik mehr Waren und Leistungen exportiert als bezieht, erhält es zwangsläufig Forderungen gegen das Empfängerland in Form von Devisen oder Gold, also Gegenleistungen von nur indirekter Nützlichkeit.

Werden die Devisenerlöse nicht im Ausland belassen (Geldexport) oder dort langfristig angelegt (Kapitalexport), sondern an die Notenbank abgegeben, strömt Zentralbankgeld in den Einkommenskreislauf. So hat die sich aus den steigenden Ausfuhren bei anhaltend geringeren Importen ergebende zusätzliche D-Mark-Schöpfung in der Vergangenheit sowohl den Liquiditätsgrad der Wirtschaft und Banken als auch das Krediterschöpfungspotential beträchtlich erhöht, und zwar ohne gleichlaufende Vergrößerung des Warenangebots.

Eine derartige Ansammlung von Devisen aus dem Güterverkehr bedeutet für das Überschußland eine entsprechende Kürzung des Sozialprodukts, das heißt einen Konsumverzicht, dem ein Preisauftrieb gegenübersteht. Diese Entwicklung muß naturgemäß einen bereits bestehenden leicht inflatorischen Effekt verstärken, falls es nicht gelingt, die durch die Devisenakku-

mulation hervorgerufene Vermehrung des Geldumlaufs zu kompensieren.

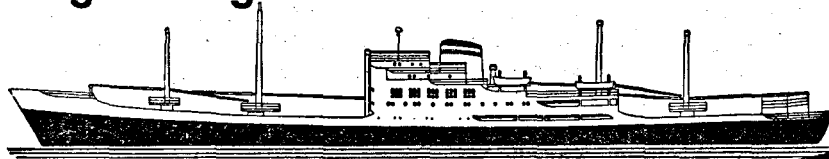
### *Rückwirkungen auf die Handelspolitik*

Das Wachsen der deutschen Währungsreserven hat naturgemäß eine Verminderung der Währungsreserven unserer Handelspartner, insbesondere der währungsschwachen Länder, ausgelöst. Der Gold- und Devisenverlust vollzieht sich gegenwärtig um so schneller, als nicht nur die Bundesrepublik, sondern auch fast alle übrigen währungsstarken Länder Westeuropas, also solche mit einer relativ gemäßigten Preisentwicklung, immer stärker Gold und Devisen an sich ziehen.

Diese krasse ungleichmäßige Verteilung der internationalen Liquidität ist nicht nur für die wirtschaftliche Entwicklung der währungsschwachen Länder, in denen die deflatorischen Effekte des Einfuhrüberschusses vielfach bereits durch eine defizitäre Finanzpolitik überkompensiert wurden, von Nachteil, sie muß sich auch in einer Beeinträchtigung der Handelsbeziehungen mit Deutschland auswirken. Da die devisenschwachen und wenig entwickelten Länder trotz ihres nicht unbeachtlich gestiegenen Kapitalimportes ihre von vornherein knappen Devisenreserven zur Finanzierung ihres immer noch hohen Einfuhrbedarfs weitgehend aufgebraucht haben, werden sie über kurz oder lang genötigt sein, die Einfuhr protektionistisch zu drosseln.

Eine wegen fehlender Devisen verminderte oder gar gesperrte Nachfrage des Auslandes wäre aber in zweifacher Hinsicht verhängnisvoll. Einmal könnte sich, da

## Regelmäßige Liniendienste nach allen Teilen der Welt



# HAMBURG-AMERIKA LINIE



HAMBURG 1  
BALLINDAMM 25

die in der Bundesrepublik herrschende Vollbeschäftigung in hohem Grade durch die günstige Beschäftigung in unserer Exportindustrie getragen wird, eine Gefährdung der Konjunktur abzeichnen; zum anderen würde sich bei derartigen handelspolitischen Restriktionsmaßnahmen das bisher erreichte Ausmaß an Freizügigkeit im Welthandelsverkehr wieder verringern. Eine Überwindung der Zahlungsbilanzschwierigkeiten, eine gleichmäßigere Verteilung der internationalen Devisenreserven auf die einzelnen Wirtschaftsräume, erweist sich daher als besonders dringlich.

#### *Ursachen des Devisenüberflusses*

Nach den Erkenntnissen der klassischen Außenhandelslehre wären die bestehenden Ungleichgewichte in den Zahlungsbilanzen, hoher Devisenüberschuß einerseits und akuter Devisenmangel andererseits, weitgehend zu vermeiden gewesen, wenn die am internationalen Güter- und Leistungsaustausch beteiligten Nationalwirtschaften ihre binnenwirtschaftliche Aktivität an den durch die Außenwirtschaft gesetzten Daten ausgerichtet hätten, wenn ihre Konsumtion und Investition im Rahmen der durch die Produktionsfaktoren begrenzten Erzeugungskraft und der über freiwillige Kapitalbewegungen finanzierten Gütereinfuhr geblieben wären.

Spürt man im einzelnen den Ursachen nach, die den Devisenüberschuß der Bundesrepublik hervorgerufen haben, dürfte er vornehmlich auf die Stabilität der D-Mark und die Tatsache zurückzuführen sein, daß Deutschland als einer der größten Investitionsgüterlieferanten der Welt seit Jahren auf der Sonnenseite der Weltkonjunktur steht.

Andererseits spielt aber auch die inflationistische Entwicklung in den Käuferländern eine Rolle. Da sich das Verhältnis der deutschen Ausführpreise zu den Einfuhrpreisen nicht unwesentlich zugunsten der Ausführpreise verlagert hat, also eine entscheidende Verbesserung der „terms of trade“ vorliegt, steigt die Nachfrage nach deutschen Erzeugnissen ständig, wobei noch zu

berücksichtigen ist, daß die deutschen Investitionsgüter angesichts des starken Industrialisierungsprozesses ohnehin sehr begehrt sind.

#### *Beseitigung der Ungleichgewichte*

Die Beseitigung der bestehenden Ungleichgewichte setzt die Anwendung mehrerer aufeinander abgestimmter Einzelmaßnahmen voraus. Wenn die durch die hohen Devisenzuflüsse zusätzlich geschaffene Geldmenge in der Bundesrepublik in den letzten Jahren weitgehend durch echte Sparkapitalbildung, durch Verringerung der Umlaufgeschwindigkeit und durch die Überschufbildung der öffentlichen Haushalte kompensiert wurde, so dürfte in der gegenwärtigen Situation von diesen Faktoren nur eine geringe ausgleichende Wirkung ausgehen. Auch eine Änderung der Wechselkursrelationen zur Redressierung der Zahlungsbilanzüberschüsse erscheint — da sie nicht nur durch die inflatorischen Tendenzen im Ausland begünstigt wird, sondern auch die deutsche Exportfähigkeit schwächen und darüber hinaus die wirtschaftliche Position der Bundesrepublik beeinträchtigen würde — ebenso wenig geeignet wie etwa die Errichtung eines Devisenausgleichsfonds oder eine Steigerung des inländischen Preisniveaus, zumal wir Deutsche auf Preissteigerungen recht empfindlich reagieren.

Was übrig bleibt, wäre, abgesehen von den weniger wirksamen Maßnahmen, wie Verzicht auf künstliche Ausfuhrförderung, Fernhaltung heißer ausländischer Gelder und Erschwerung der Kapitaleinfuhr, eine elastische Verbindung von Kapitalexport und Güterimport. Die zur Zeit noch relativ geringen Einkommen einiger Bevölkerungsgruppen bedeuten eine gewisse Reserve zusätzlicher Nachfrage auch nach Importwaren. Die Steigerung der Einfuhr durch Abbau von Devisenreserven findet allerdings ihre Grenzen in der Erhaltung einer gut ausgewogenen binnenwirtschaftlichen Struktur. Eine weitere Liberalisierung der Importe würde im Augenblick nur unwesentlich zur Verbesserung der Devisenposition unserer im Entwicklungsstadium stehenden Handelspartner beitragen.

#### *Grenzen des Kapitalexports*

Auch dem häufig vorgeschlagenen Mittel zum Ausgleich der Zahlungsbilanz, dem Kapitalexport, kommt eine geringere Bedeutung zu, als allgemein angenommen wird. Die Währungsreserven der Deutschen Bundesbank werden besonders im Ausland vielfach überschätzt, weil einmal ihre Zusammensetzung nicht berücksichtigt und zum anderen die Devisenposition der deutschen Wirtschaftsunternehmen nicht in Rechnung gestellt wird.

Zieht man von den Währungsreserven der Bundesbank die nur beschränkt verwendbaren Teile ab, entspricht der verbleibende Betrag der Einfuhr von ungefähr sechs Monaten. Im Gegensatz zu vielen anderen Industrieländern bilden die von der Bundesbank gehaltenen Reserven fast das gesamte Auslandsvermögen der deutschen Volkswirtschaft, deren hoher Auslandsverschuldung nur geringfügige Auslandsaktiven gegenüberstehen. Daher lassen sich weder die Währungsreserven noch die Zahlungsbilanzüberschüsse ohne weiteres für langfristige Ausleihungen verwenden, wenn sie auch dazu geführt haben, die Kapitalausfuhr in allen Formen völlig freizugeben.

Bei dem noch verbleibenden Kapitalexportvolumen wird es entscheidend darauf ankommen, wie und wo es eingesetzt wird. Fließen die aus den Entwicklungsländern stammenden Devisen in die Industrieländer, könnten die handelspolitischen Beziehungen zu den Rohstoffländern mit der Zeit sehr zum Schaden des deutschen Exports getrübt werden. Werden die den internationalen Handel störenden und der deutschen Volkswirtschaft wenig nützlichen Währungsreserven als Entwicklungshilfe zur Verfügung gestellt, so könnte dies für die Bundesrepublik zu einer Minderung oder Verzögerung der Wachstumsrate zugunsten einer erhöhten Wachstumsrate der ausländischen Wirtschaft führen. Bei längerfristiger Betrachtung ändert sich jedoch das Bild. Sobald in den Entwicklungsländern bessere Produktionsanlagen geschaffen sind und ergiebiger Erzeugungsmetho-

den angewendet werden, wird nicht nur der internationale Handel belebt, das weltwirtschaftliche Austauschvolumen erhöht und die internationale Arbeitsteilung intensiviert, sondern wird letztlich auch eine Produktivitäts- und Wohlstandssteigerung in allen Ländern erreicht.

#### **Konventionelle Maßnahmen genügen nicht**

Es scheint aber, daß die konventionellen Maßnahmen nicht genügen, eine bessere Verteilung der internationalen Liquidität herbeizuführen, zumal die wirtschaftliche Entwicklung in den westlichen Ländern seit der Herstellung der Konvertibilität in hohem Maße vom Ausland her beeinflußt wird. Die einzelnen Länder und Notenbanken stehen daher vor einer ungleich schwereren Aufgabe als noch vor einigen Jahren. So wäre es nur folgerichtig, wenn die Wirtschafts- und Kreditpolitik und die Maßnahmen der Notenbanken mehr und mehr gemeinsame Züge aufweisen. Die Durchsetzung einer solchen Politik ist jedoch sehr mühevoll und bedarf einer geduldrigen Kleinarbeit. Solange das Vorgehen der einzelnen Länder nicht miteinander in Einklang steht und nicht aufeinander abgestimmt ist, solange wird eine dauernde Stabilisierung der Zahlungsbilanzverhältnisse nicht zu erwarten sein.

Die Grenzen und die Problematik internationaler Liquiditätshilfen, soweit sie von der Deutschen Bundesbank gewährt werden, sind klar erkennbar. Die Bundesbank dürfte sich nur an solchen Maßnahmen beteiligen, die mit der Funktion und den institutionellen Schranken einer Notenbank vereinbar sind; sie müssen im Rahmen von reinen Devisenpositionen oder von relativ kurzfristigen Kredittransaktionen mit internationalen Währungseinrichtungen liegen. Problematisch erscheinen solche temporären Zahlungsbilanz- oder Liquiditätshilfen, die unmittelbar oder mittelbar die inflatorische Übernachfrage von Defizitländern — in den vergangenen Jahren einer der Hauptgründe der Zahlungsbilanzstörungen in der Weltwirtschaft — fördern, wodurch die bestehenden Verzerrungen nur

verlängert und die notwendigen Anpassungen lediglich hinausgeschoben würden. Liquiditätshilfen zur Überbrückung temporärer Zahlungsbilanzschwierigkeiten sollten somit nur in den Fällen gewährt werden, in denen die Schuldnerländer gleichlaufende Maßnahmen treffen, durch die die Übernachfrage zurückgeführt und die Zahlungsbilanzstörungen beseitigt werden.

#### **Devisen als Deckungsmittel**

So groß die Bedeutung der Devisen für die Erreichung eines handels- und währungspolitischen Gleichgewichts geworden ist, so sehr haben sie ihren Charakter als Deckungsmittel für die umlaufende Notenmenge verloren. Notenausgabe und Notenumlauf werden

immer mehr als ein von der gesamten Notenbankpolitik ausgelöster sekundärer Vorgang angesehen, dem keine gesetzlich festgelegte Begrenzung des Zahlungsmittelumschlags zugrunde zu liegen braucht. Deckungsrelationen werden daher kaum noch besonders herausgestellt. Dennoch ist zur Erhaltung der internationalen Austauschbarkeit der einzelnen Valuten auch unter schwierigen Umständen sowie aus psychologischen Gründen das Vorhandensein eines angemessenen Gold- und Devisenbestandes notwendig. Je größer der durch Gold und Devisen bestimmte Grad der Zahlungsfähigkeit ist, desto stärker ist auch die internationale Geltung der Valuta. (gn)

## Die „ökonomische Inflation“

Es ist heute beinahe zu einem wirtschaftswissenschaftlichen Theorem geworden, daß die schleichende Inflation als ein Preis für die permanente Expansion und die Vollbeschäftigung angesehen wird. Mit den Erkenntnissen der Wissenschaft hat aber dieses Phänomen nichts zu tun. Tatsache ist allerdings, daß in allen Ländern, die eine permanente Expansion und eine dauernde Vollbeschäftigung anstreben, dieses Ziel sich politisch am leichtesten durch die Konzidierung einer schleichenden Inflation erreichen läßt.

Wir sind natürlich froh, daß wir die Zeiten der großen Krisen, die sogenannten Selbstheilungsprozesse der Wirtschaft, wohl endgültig überwunden haben. Deshalb sind wir der „schleichenden Inflation“ gegenüber nachsichtiger. Wir sollten das aber auch nicht sein, und wir hätten das nicht nötig, wenn wir anstelle der Gewinnmaximierung die Stabilisierung der bestmöglichen Versorgung als wirtschaftliches Prinzip deklarierten. Aber mit der Deklaration allein ist es nicht getan. Es ist ein Entscheid der Geisteshaltung, der psychologisch und ethisch bedingt ist.

Die Unzulänglichkeit des menschlichen Erkennens wird es selbst bei intensiver Marktforschung mit mathematischen Methoden nicht vermeiden lassen, daß Fehlinvestitionen entstehen. Auch eine Planwirtschaft kann sich vor falschen Einschätzungen nicht schützen. Der Fortschritt der Technik, der eine Hebung des Lebensstandards in Aussicht stellt, verlangt immer wieder einen Umbau der Produktionstechnik und damit Abschreibungen für nicht verbrauchte Anlagen. So wird es immer Zeiten geben, in denen die wirtschaftliche Vernunft eine Drosselung oder Bremsung des Konsums verlangt. Dies kann im Rahmen der Marktwirtschaft durch Deflation oder durch Inflation erreicht werden. Der inflatorische Weg ist der bequemere und politisch leichtere, weil er die temporäre Verarmung verschleiert und die Auftriebskräfte nicht lähmt. Aber beide Wege führen immer zu unnötiger Verarmung einerseits und unangebrachter Bereicherung andererseits, die die sozialen Spannungen verschärfen. Dieser Vorgang ist sowohl in den Industriestaaten wie in den Entwicklungsländern zu beobachten und verführt sie beide leicht zu radikalen Experimenten.

Die wirtschaftliche Vernunft zeigt uns, daß es weder ökonomisch bedingte Inflationen noch Deflationen zu geben brauchte, wenn wir den politischen Mut aufbrächten, rechtzeitig entsprechende wirtschafts- und fiskalpolitische Maßnahmen zu treffen. Gewiß, es gibt keine Richtzahl, die die erforderliche Geldmenge bestimmt. Sie ist von Land zu Land je nach dem wirtschaftlichen Entwicklungsstand und nach den monetären Usancen verschieden. Wir erkennen aber sehr bald am Preisspiegel, wenn die extremen Swingpunkte überschritten werden. Dazu brauchen wir weder eine gold- noch devisengedeckte Währung, die die gesunde Relation nur verfälscht. Wir brauchen aber in der freien Wirtschaft eine entsprechende Geisteshaltung des Individuums, die durch Selbstbeschränkung im Macht- und Gewinnstreben die kritischen Perioden der bestmöglichen wirtschaftlichen Versorgung respektiert. (sk)