

Hankel, Wilhelm; Schmahl, Hans-Jürgen; Schmahl, Hans-Jürgen

**Article — Digitized Version**

## Wie sicher ist die Deutsche Mark?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Hankel, Wilhelm; Schmahl, Hans-Jürgen; Schmahl, Hans-Jürgen (1968) : Wie sicher ist die Deutsche Mark?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 48, Iss. 10, pp. 538-549

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/133892>

**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.*

## Wie sicher ist die Deutsche Mark?

Die neuerliche Aufwertungspsychose, die vor allem im Ausland umging, hat vielfach den Eindruck erweckt, als sei eine Wechselkursänderung der DM bereits beschlossene Sache und nur noch eine Frage der Zeit. Die unterschiedenen Aufwertungsdelementis deutscher Stellen haben gegenüber hartnäckigen Gerüchten wenig Beachtung gefunden. Ausländisches Kapital ist in größerem Umfang in die Bundesrepublik geströmt und wird das Land zumindest solange nicht wieder verlassen, wie die DM im Verdacht steht, doch noch in eine Aufwertung hineingetrieben zu werden. Wir haben zwei Fachleute gebeten, zur Spekulation auf eine DM-Aufwertung Stellung zu nehmen und ihre ökonomische Rechtfertigung zu prüfen.

### Zur Aufwertung besteht kein Grund

Interview mit Dr. Wilhelm Hankel, Bonn

WD: Nach den kategorischen Aufwertungsdelementis deutscher Stellen hat Bundesbankpräsident Blesing am 4. September in Paris erklärt, daß die Bundesrepublik zu einer Aufwertung gezwungen werden könnte, wenn sich die Inflation in anderen großen westlichen Ländern fortsetzt. Wie beurteilen Sie

die mittlerweile recht verworrene Aufwertungsfrage?

HANKEL: Wenn eine Währung aufwertungsverdächtig ist, ist das zwar für die Wirtschaftspolitiker lästig, aber keine Schande. Im Gegenteil: es ist ein Kompliment der ausländischen Spekulanten und Journalisten für unsere Wirtschaftspolitik. In ihren Augen haben wir es besser gemacht als die anderen.

Sie haben mit Recht gesagt, daß die Aufwertungsfrage verworren ist. Nun, diese Verworrenheit betrifft mehr die Ausländer als die Inländer. In der Bundesrepublik werden die Dinge viel ruhiger beurteilt. Hier wird den Aufwertungsdelementis der Bundesregierung Glauben geschenkt. M. E., weil die Bundesregierung sich stets die Mühe gemacht hat, ihre Aufwertungsdelementis in den Zusammenhang ihrer Gesamtpolitik zu stellen. Sie hat sie an klare „Konditionen“ geknüpft. Vielleicht soll-

ten wir etwas über diese Konditionen sprechen.

#### Voraussetzungen einer Wechselkursänderung

WD: Gut, fangen wir gleich damit an. Nach den Regeln des IWF soll eine Währung dann aufgewertet werden, wenn ein fundamentales Zahlungsbilanzungleichgewicht vorliegt. Die Grundbilanz der BRD schloß im zweiten Quartal mit einem Defizit von 880 Mill. Kann man bei einem solchen Ergebnis überhaupt von einem fundamentalen Zahlungsbilanzungleichgewicht sprechen?

HANKEL: Die Frage so stellen, heißt beinahe schon, sie beantworten. Bei einer ausgeglichenen und neuerdings sogar leicht defizitären Grundbilanz läßt sich nicht ohne weiteres auf ein fundamentales Ungleichgewicht schließen. Da der internationale Handel kein Tauschgeschäft ist, ist es nur natürlich,

---

#### AUTOREN

*Dr. Wilhelm Hankel,*  
Leiter der Abteilung „Geld und Kredit“ im Bundesministerium für Wirtschaft

*Dr. Hans-Jürgen Schmahl,*  
Leiter der Abteilung „Allgemeine Wirtschafts- und Konjunkturpolitik“ des Hamburgischen Welt-Wirtschafts-Archivs

---

wenn entstehende Salden finanziert werden — durch Kapitalexporte.

Natürlich stört es — übrigens die Bundesregierung auch und nicht nur unsere Partner im Ausland —, daß der Gesamtsaldo als Überschuß einen Prozentsatz erreicht hat, der weit höher liegt als alle Werte, die wir bisher hatten. Der Außenbeitrag, d. h. grosso modo der Handels- und Dienstleistungsbilanzüberschuß der BRD gegenüber dem Ausland, bewegt sich immerhin in einer Größenordnung von reichlich 3% des Bruttosozialprodukts. Zweifellos hängt das Hochschnellen dieses Satzes mit der Rezession und ihren noch nicht gänzlich überwundenen Folgen zusammen. Er soll jedoch nach der Zielprojektion der Bundesregierung bis zum Jahre 1972 auf die Hälfte reduziert werden. Dahinter steht eine Wirtschaftspolitik, die darauf gerichtet ist, die Exportüberschüsse der BRD von innen her aufzuzehren durch eine genau dosierte und kontrollierte Expansionspolitik und eine gezielte Strukturpolitik. Deswegen sind in der mittelfristigen Finanzplanung, die auf den Zielprojektionen basiert, Programme für Strukturhilfen regionaler und sektoraler Art vorgesehen. Die Folge dieser Incentives wird auf der einen Seite eine zunehmende Ausschöpfung des noch vorhandenen Importspielraumes, andererseits eine verstärkte Umlenkung bisher exportierter Güter in den Inlandsabsatz sein. Je mehr wir uns von der Talsohle entfernen, desto deutlicher wird sich die gegenwärtige „Exportlastigkeit“ der deutschen Produktion wieder korrigieren. *Pari passu* mit dem voraussehbaren und vorausgeplanten Rückgang des Außenbeitrages wird sich dann auch der Bedarf an ausgleichendem Kapitalexport vermindern.

WD: Könnte eine Aufwertung auch unter den Aspekten der Stabilitätspolitik in der BRD als erforderlich gelten?

HANKEL: Die Bundesregierung hat immer wieder erklärt, daß die Aufwertungsfrage für sie überhaupt erst dann gestellt ist, wenn

die innere Geldwertstabilität in Gefahr gerät und sich herausstellen sollte, daß das bisherige Zahlungsausgleichsmittel der Zahlungsbilanz, der Kapitalexport, zu Beeinträchtigungen der inneren Finanzierungsmöglichkeiten führt. Solange also der Preistrend nicht nach oben weist, und solange die Zinsen trotz des erheblichen Kapitalexports fallen, d. h. der Zinstrend anzeigt, daß der beträchtliche Kapitalexport ohne Beeinträchtigung des inneren Kapitalbedarfs möglich ist, stellt sich keinerlei Aufwertungsnotwendigkeit.

#### Spekulation gegen die Bundesbank?

WD: Die Bundesbank soll gezwungen gewesen sein, in großem Umfange Devisen aufzukaufen. Ist die Bundesbank überhaupt in der Lage, einer massiven Spekulation über längere Zeit ohne Aufwertung standzuhalten?

HANKEL: Bisher hat noch jede Spekulationswelle gezeigt, daß es eine riskante und in der Regel auch verlustreiche Angelegenheit ist, gegen Notenbanken oder auch nur eine Notenbank zu spekulieren. Wie aus den Bundesbankausweisen hervorgeht, ist die Swap-Satz-Politik der Bundesbank höchst erfolgreich gewesen. Die Bundesbank hat eine sehr differenzierte Swap-Satz-Politik verfolgt. Sie hat nicht nur die Gesamtkosten der Kurssicherung verbilligt, sondern zugleich auch die Fristen variiert. Sie sehen daraus, daß das Arsenal der Swap-Satz-Politik sehr viel mehr Möglichkeiten bietet, als es auf den ersten Blick scheint.

Dabei hat die Bundesbank bisher nur mit kleiner Munition geschossen; sie hat nur die Kurssicherung verbilligt — minimal übrigens —, hat also keineswegs Verluste bei diesen Transaktionen gemacht. Sie könnte, wenn Not am Mann ist, sehr viel weiter gehen und auch Swap-Prämien zahlen, also eine echte Offenmarktpolitik in Devisen betreiben und auch zeitweilig Verluste hinnehmen. Die Bundesbank könnte also noch eine

sehr viel größere Spekulationswelle abfangen.

WD: Erwarten Sie für die nächste Zeit neue größere Spekulationswellen?

HANKEL: Ausschließen kann man so etwas nie, zumal das ja nicht nur von der Stärke unserer Währung, sondern auch den Schwächen anderer Währungen abhängt. In einer Zeit wie dieser laufen die meisten Leute mit einer Art Lautverstärker im Ohr herum, der sie immer nur die Töne auffangen läßt, die ihre Befürchtungen zu bestätigen scheinen. Sie überhören, und das ist auch das Schicksal unserer Dementis, die anderen Töne, die bei normaler Gemütsverfassung als die Stimme der Vernunft registriert worden wären.

#### Aufwertung kein Allheilmittel

WD: Vor allem in Deutschland und in der Schweiz wird bezweifelt, daß eine DM-Aufwertung die anstehenden Probleme lösen könnte. Geben sich ausländische Staaten, die die Aufwertung fordern, nicht einem wishful thinking hin?

HANKEL: Ausländische Staaten — also Regierungen und Notenbanken — „fordern“ keine DM-Aufwertung, auch nicht intern. Im Gegenteil, sie sehen die Gefahren des feedbacks, der Rückwirkungen auf die eigene Position, sehr viel klarer und besorgter als viele ihrer Journalisten. Und das ist objektiv richtig. Nehmen wir nur einmal — die lautesten Stimmen kommen aus England — den Fall der deutsch-englischen Handelsbeziehungen. Der englische Warenimport aus Deutschland macht etwa 5% der englischen Gesamteinfuhr aus. Bei einem derart geringen Importanteil ist der unmittelbare Zahlungsbilanzeffekt einer DM-Aufwertung sehr gering. Sicher ist auch die verbesserte Konkurrenzsituation englischer Exporteure in Deutschland und vor allem auf dritten Märkten in Betracht zu ziehen; aber insgesamt würde sich aus einer deutschen Aufwertung nur ein vergleichsweise mäßiger Vor-

teil ergeben, dem auf der anderen Seite ein ganz gewichtiger Nachteil gegenübersteht: Schon nach der letzten Aufwertung im März 1961 war zu beobachten, daß die deutsche Kapitalbilanz monatelang Aktivierungstendenzen aufwies. Wir hatten auch nach der Aufwertung Kapitalzufluß. Inzwischen hat sich das Volumen des flottierenden Kapitals vervielfacht. Man muß also annehmen, daß im Zuge einer deutschen Währungsaufwertung sehr viel mehr Kapitalimporte zu uns hereinströmen als 1961. Diese Kapitalimporte gehen aber von denjenigen Ländern aus, die besonders unter Zahlungsbilanzlabilität zu leiden haben, d. h. gerade die währungsschwachen Länder müßten also mit einer weiteren Verschlechterung ihrer Kapitalposition rechnen. Der relativ geringen Verbesserung in der Leistungsbilanz stünde also eine erhebliche Verschlechterung in der Kapitalbilanz gegenüber. Die internationale cost-benefit-ratio einer Aufwertung wäre demnach außerordentlich schlecht: Die Kosten würden mit Sicherheit sofort eintreten, die benefits wären dagegen schmal und höchst ungewiß.

WD: England hat nach der letzten Abwertung die Erfahrung machen müssen, daß eine Kurskorrektur allein keine Maßnahme ist, um die Wettbewerbsfähigkeit entscheidend zu beeinflussen. Glauben Sie überhaupt, daß in der BRD eine Aufwertung dazu führen könnte, daß unsere Zahlungsbilanzlage schlagartig verändert wird?

HANKEL: Wir könnten aus einer wie auch immer dosierten Aufwertung bestenfalls eine mäßige Reduzierung unseres Exportüberschusses erwarten, aus dem einfachen Grunde, weil — wie sich ja auch bei der letzten Aufwertung 1961 gezeigt hat — sowohl die Preis- als auch die Einkommenselastizität unserer Leistungsbilanzströme nicht sehr groß ist. Dagegen ist, wenn ich das so ausdrücken kann, die Wechselkurs- und Zinselastizität der Kapitalströme höher. Wir würden mit einer Auf-

wertung zum zweitenmal innerhalb einer überschaubaren Zeitspanne unsere Währungsparität zu einer Art zweitem Diskontsatz deklarieren. Der ausländische Anleger hätte das Gefühl, daß er bei uns nicht nur Zins bekommt, sondern, wenn er lange genug anlegt, auch noch einen periodischen Aufwertungsgewinn. Umgekehrt hätte der ausländische Schuldner die berechtigte Furcht, daß er noch während der Laufzeit seiner langfristigen Anleihen möglicherweise ein- bis zweimal zusätzlich durch eine Aufwertung in Währungsverluste gestürzt wird. Er muß also mehr tilgen, als er ursprünglich bei Vertragsabschluß seiner Anleihe kontrahiert hat. D. h. wir würden mit einem solchen Schritt, wenn er bei uns zur Gewohnheit würde, sowohl unsere Fähigkeit zum Kapitalexport lähmen, insbesondere zum langfristigen Kapitalexport, als auch umgekehrt eine Prämie für langfristige Kapitaleinfuhren in Aussicht stellen.

#### Abwertung in Großbritannien und Frankreich?

WD: Aus den Stellungnahmen der deutschen Industrie geht recht deutlich hervor, daß man sich darüber beschwert, zur Zeit ein Währungssystem zu haben, das die „Braven“ straft und die Inflationshungrigen begünstigt. Wäre es etwa „gerecht“, zunächst einmal den Franc abzuwerten und vielleicht noch eine zweite Abwertung in Großbritannien vorzunehmen?

HANKEL: Das wären autonome Entscheidungen der dortigen Regierungen. Wenn wir für uns das Recht in Anspruch nehmen zu entscheiden, ob wir aufwerten oder nicht, müssen wir das wohl auch anderen zugestehen. Im übrigen sehe ich persönlich keinen Grund, warum eine der von Ihnen genannten Währungen abgewertet werden sollte. Die britische Zahlungsbilanzsituation ist im Begriffe, sich zu stabilisieren. Der sog. Erosion der Sterling-Guthaben ist nach dem Abkommen von Basel Einhalt geboten. Die französische

Regierung hat durch die Wiederherstellung der Franc-Konvertibilität bewiesen, daß sie nicht daran denkt, die Franc-Parität zu ändern.

#### Exportüberschüsse kein langfristiges Problem

WD: Was halten Sie von dem Argument, das gerade von britischer Seite geäußert wurde, das deutsche Wirtschaftswunder und die starke Stellung der BRD im Export seien nur deswegen möglich gewesen, weil die DM von Anfang an unterbewertet war?

HANKEL: Was heißt von Anfang an? Wenn wir zurückgehen bis zum Jahre 1949, also fast 20 Jahre zurück, scheint es mir unmöglich, objektiv festzustellen, daß eine Unterbewertung sich so lange erhalten haben sollte. Wie gesagt: die gegenwärtige Überschussposition ist weitgehend ein transitorisches Problem, eine — unvermeidliche — Spätfolge der Rezession. Die daraus resultierende Exportlastigkeit baut sich mit fortschreitendem Aufschwung ab. Man kann mehrere Phasen unterscheiden: im Jahre 1968 dürfte im wesentlichen die Phase der Lagereindeckungen auslaufen. Was sich bisher noch nicht voll auswirken konnte, ist der Fertigwaren-Effekt; er betrifft die Importe wie die Exporte. Der bisherige Boom ist ja noch nicht voll entfaltet — sowohl was den Investitionsbereich, vor allem aber was den Konsumgüterbereich betrifft. Der Zuwachs der Masseneinkommen ist bislang aus vielen Gründen hinter der Gewinnexpansion und dem Produktivitätsfortschritt zurückgeblieben. Die logische Folge ist, daß wir — bis heute — einen Rückschlag in der Einkommensverteilung erlitten haben. Wir wissen aus der Entwicklung seit Mitte der 50er Jahre, daß gerade die Fertigwarenimporte sehr stark auf Verbesserungen der Einkommensstruktur reagieren. Ebenso fehlt bis heute der Importeffekt der Investitionen; er wird sich mit zunehmender Annäherung an die Vollausslastung der Kapazitäten überproportional einstellen. Ich

würde daher prognostizieren, daß erst die volle Auffächerung des Booms auch die volle Wirkung sowohl der zu erwartenden Importakzeleration wie auch der nicht minder zu erwartenden Verlangsamung des Exportwachstums bringen wird, so daß die gegenwärtige extreme Überschubbildung keineswegs als langfristiges Phänomen anzusehen ist. Schon 1969 kann die Wende bringen.

WD: Könnte die deutsche Exportwirtschaft selbst einen Beitrag leisten, um den Aufwertungsgerüchten entgegenzutreten, indem sie etwa ihre Devisenforderungen hält und nicht in großem Ausmaße auf den Terminmärkten gegen DM verkauft, wie dies in der Vergangenheit sehr stark geschehen ist?

HANKEL: Bis zu einem gewissen Grade könnte sie das tun, aber nicht aus wirtschaftspolitischer Ca-

ritas, sondern aus Nutzenerwägungen. Die Terminabschläge und Kurs-sicherungskosten, die heute naturgemäß noch groß sind, dürften in einiger Zeit sehr viel kleiner sein. Aber im Grunde genommen bleibt das eine Frage, die jedes Unternehmen unter rein kommerziellen Aspekten selbst entscheiden muß: schließlich spielen bei Termingeschäften neben dem Währungsrisiko auch die Kosten- und Erlössituation (Gewinnspanne) sowie die Liquiditätsverhältnisse eine Rolle.

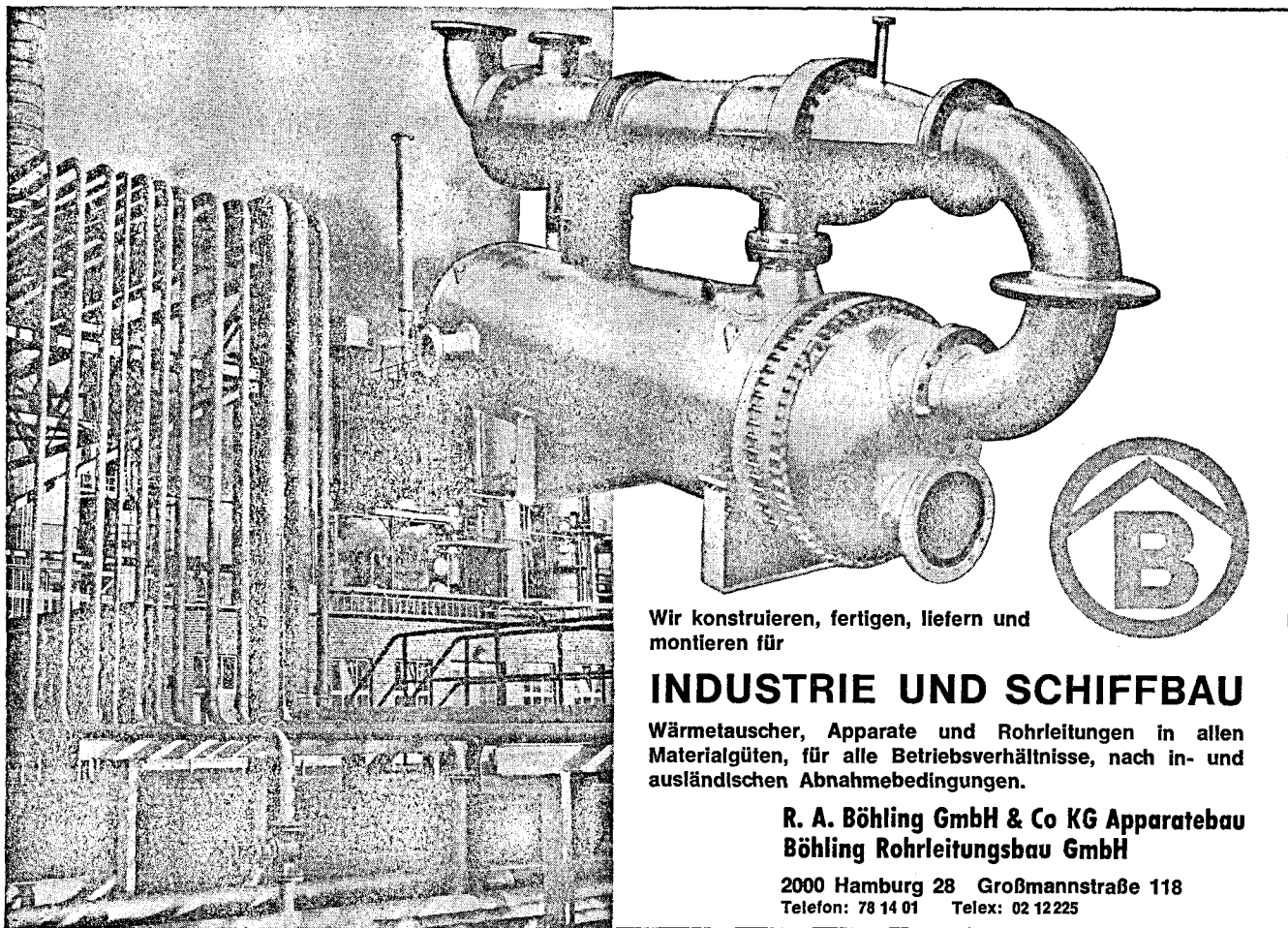
**Gegen die Ansicht  
des Sachverständigenrats!**

WD: Der Sachverständigenrat hat eine ganz spezielle Position zur außenwirtschaftlichen Absicherung. Im Gutachten des Sachverständigenrats von 1967/68 heißt es: „Wartet man mit der Erörterung wechselkurspolitischer Möglichkeiten

zur außenwirtschaftlichen Absicherung, bis große außenwirtschaftliche Überschüsse aufgetreten sind, so wird die Umwelt das Problem für so aktuell halten, daß eine Aufwertungspekulation großen Stils die Folge ist.“ Bestätigt die gegenwärtige Aufwertungspekulation nicht die Richtigkeit der von den Sachverständigen erörterten wechselkurspolitischen Maßnahmen, die gerade von der Bundesregierung heftig kritisiert worden sind?

HANKEL: Bei allem Respekt vor den Gelehrten: die gegenwärtige Situation bestätigt eher das Gegenteil. Die Bundesbank hat zu keiner Zeit das Heft aus der Hand verloren. Sie blieb jederzeit Herr der Lage und des Devisenmarktes, wie gesagt bei minimalem Einsatz ihrer Instrumente.

WD: Die Gutachter werden sich wahrscheinlich wieder für flexible



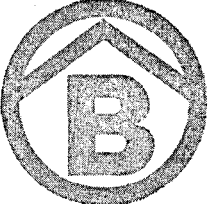
Wir konstruieren, fertigen, liefern und montieren für

**INDUSTRIE UND SCHIFFBAU**

Wärmetauscher, Apparate und Rohrleitungen in allen Materialgüten, für alle Betriebsverhältnisse, nach in- und ausländischen Abnahmebedingungen.

**R. A. Böhling GmbH & Co KG Apparatebau  
Böhling Rohrleitungsbau GmbH**

2000 Hamburg 28 Großmannstraße 118  
Telefon: 78 14 01 Telex: 02 12225



Kurse bzw. eine gleitende Aufwertung in der BRD im nächsten Gutachten aussprechen.

HANKEL: Mag sein. Nur: eine Wiederholung der bekannten Argumente kann kaum die ebenfalls bekannten Gegenargumente vom Tisch wischen. Gegen eine eingebaute Aufwertung spricht die weltwirtschaftliche Vernunft: der internationale Kapital-, Kredit- und Zahlungsverkehr würde leiden; denn wenn die Zahlungsbilanzen ständig durch Wechselkursveränderungen ausgeglichen würden, benötigte man streng genommen keinen internationalen Kapital- und Devisenverkehr mehr. Der internationale Handel würde nach dem Muster der Ostblockstaaten auf Kompensationsbasis abgewickelt werden, und der Umfang der internationalen Kredite würde sich — so

weit überhaupt noch nötig — auf den bilateralen Saldenausgleich beschränken. Die flexiblen Wechselkurse würden zur allgemeinen Maxime erhoben, eine Echternacher Springprozeption in die Desintegration und die national-wirtschaftliche Isolierung in Gang setzen, freilich unter anderem Motto als 1931.

Binnenwirtschaftlich wäre zudem nicht einmal sicher, ob uns das System der flexiblen Aufwertung die erwünschte Preisstabilität beschert. Denn aus der Selbst-Aufwertung würde sich folgerichtig eine Abnahme des Stabilitätswanges bei den anderen — inflationierenden — Partnern ergeben. Die stabilitätsmotivierte gleitende Aufwertung prämiert unfreiwillig die Inflationspolitik der übrigen Welt und perpetuiert, was sie eigentlich beseitigen will: die Preis- und Kosten-

differenz zur Umwelt. Es kommt hinzu, daß sich aus dem permanenten Aufwertungsdruck für unsere Binnenwirtschaft strukturell ein ebenso permanenter Zwang zu Produktions- und Absatzverlagerungen ergeben würde, ein Umstellungsprozeß, der sicherlich nicht ohne Friktionen abliefe. Zu ihrem Ausgleich müßten dann wieder ständige Expansions- und Strukturmaßnahmen eingeplant werden, womit die staatliche Konjunktur- und Strukturpolitik in die gar nicht so glückliche Lage geriete, sich fortwährend selbst zu beschäftigen. Mit der gleitenden Aufwertung käme ein Mechanismus in Gang, der dafür sorgte, daß wir den Zwang zum Interventionismus überhaupt nicht mehr los würden und sich die alten Probleme ständig aufs neue stellten!

## Bleibt der Bundesregierung eine Wahlmöglichkeit?

Dr. Hans-Jürgen Schmahl, Hamburg

Das Aufflammen einer heftigen Spekulation auf eine neue Aufwertung der DM im August hat deutlich gemacht, daß ein weltwirtschaftlich so bedeutendes Land wie die Bundesrepublik nicht „ungestraft“ über längere Zeit immense Ausfuhrüberschüsse haben kann. Mag diese Spekulationswelle auch alle Merkmale eines gezielten Versuchs zur Durchsetzung der Interessen des einen oder anderen unter unseren Handelspartnern tragen — von ungefähr kommt sie nicht. Lange konnte man die extremen Ausfuhrüberschüsse aus der konjunkturellen Situation erklären, zunächst als „Kehrseite“, dann als „Erbe“ der Rezession. Doch nunmehr befindet sich die wirtschaftliche Entwicklung in der Bundesrepublik seit mehr als einem Jahr auf dem aufsteigenden Ast, und von einer Rückbildung der Überschüsse kann noch kaum die Rede sein. Faßt man zwecks möglichst weitgehender

Ausschaltung von Zufallseinflüssen die Ergebnisse der Monate Mai bis Juli zusammen, so ergibt sich ein Ausfuhrüberschuß von 3714 Mill. DM — ganze 181 Mill. DM weniger als in der gleichen Zeit des vergangenen Jahres. Kein Wunder, daß die Zweifel an der konjunkturbedingten, also vorübergehenden Natur der Überschüsse wachsen.

Solchen Überlegungen wird allerdings sogleich der Hinweis auf die bis Ende Juli — also vor Beginn der Aufwertungsspekulation — nur relativ geringen Überschüsse in der Devisenbilanz entgegengehalten. Tatsächlich haben die Nettobestände der Bundesbank an Währungsreserven vom Beginn des Jahres bis dahin „nur“ um 2811 Mill. DM zugenommen. Noch weniger Anlaß zur Kritik bot die „Grundbilanz“, also derjenige Teil der Zahlungsbilanz, in dem die laufen-

den Posten (Handel, Dienstleistungen und Übertragungen) mit den langfristigen Kapitaltransaktionen zusammengefaßt sind. Sie schloß in den ersten sieben Monaten sogar mit einem Defizit von 409 Mill. DM ab. Darin schlägt sich das deutsche „Kapitalexportwunder“ nieder, nämlich die Tatsache, daß in dieser Zeit langfristiges Kapital im Betrage von netto 6128 Mill. DM ins Ausland transferiert worden ist. Man könnte also sagen, daß die deutschen Ausfuhrüberschüsse, soweit sie nicht bereits von den einseitigen Übertragungen an das Ausland (z. B. Entwicklungshilfe, Überweisungen der Gastarbeiter) kompensiert wurden, in voller Höhe langfristig finanziert worden sind.

### Ausgleich der Grundbilanz genügt nicht

Aus dieser Tatsache wird nun zuweilen geschlossen, daß es im

Grunde gar kein außenwirtschaftliches Ungleichgewicht gebe. Wie leicht zu ersehen ist, liegt einer solchen Vorstellung eine sehr eng gefaßte Definition des Begriffes „außenwirtschaftliches Gleichgewicht“ zugrunde. Damit ist nicht die Ausklammerung der kurzfristigen internationalen Kapitalbewegungen gemeint, da diese auf mittlere Sicht in der Tat eine Tendenz zum Ausgleich zeigen werden. Auch ein noch so hoher (spekulativer) Geldzu- strom — die Nettowährungsreserven der Bundesbank stiegen trotz aktiver, den Geldexport anregender Swapsatzpolitik vom 15. August bis zum 6. September um 2104 Mill. DM — kann nicht als Kriterium für ein außenwirtschaftliches Ungleichgewicht angesehen werden.

Als zu eng definiert erscheint der Begriff „außenwirtschaftliches Gleichgewicht“ in der erwähnten Auffassung vielmehr deshalb, weil er allein auf den Ausgleich einiger zusammengefaßter Zahlungsbilanzpositionen abstellt, nicht dagegen auf ihre Zusammensetzung. Denn es ist ein erheblicher Unterschied, ob der Ausgleich bei einem Leistungsbilanzüberschuß von 15 Mrd. DM, einem Defizit bei den Übertragungen von rd. 6 Mrd. DM und einem langfristigen Kapitalexport von 9 Mrd. DM zustande kommt, oder ob die entsprechenden Zahlen 8 Mrd. DM, 6 Mrd. DM und 2 Mrd. DM lauten. Die zuerst genannte Zusammensetzung ist die Realität des Jahres 1968. Die zweite Variante würde dagegen in etwa den Zielvorstellungen entsprechen, die die Bundesregierung mit ihrer mehrjährigen Projektion der Wirtschaftsentwicklung bis 1972 anstrebt, übertragen auf die Größenordnungen des Jahres 1968.<sup>1)</sup> Das Bundeswirtschaftsministerium hat sein Unbehagen über die derzeitige Struktur unserer Grundbilanz mit aller Deutlichkeit zum Ausdruck gebracht. „Die Exportlastigkeit bedeutet... nicht nur einen Verzicht

auf Möglichkeiten zur Steigerung des eigenen Lebensstandards, sondern sie belastet zunehmend auch unsere Handelspartner. Eine bessere Ausgewogenheit in der Verwendung unseres Sozialprodukts wäre daher unter binnenwirtschaftlichem wie außenwirtschaftlichem Aspekt gleichermaßen erwünscht.“<sup>2)</sup>

1968 werden dem Ausland per Saldo für 15 Mrd. DM Güter und Dienstleistungen von der Bundesrepublik zur Verfügung gestellt, von denen nur die Hälfte zum Ausgleich unvermeidlicher Defizitposten benötigt wird. Die andere Hälfte hätte man zur Verbesserung unseres Lebensstandards verwenden können. 7 bis 8 Mrd. DM sind reichlich 1½ % der Inlandsnachfrage dieses Jahres. Dies wäre freilich ein Argument, das erst längerfristig von Bedeutung ist. Es kann lediglich das Gewicht anderer Argumente verstärken, die gleichfalls gegen einen hohen Leistungsbilanzüberschuß sprechen. Dazu gehört der Hinweis des Bundeswirtschaftsministeriums auf die zunehmende Belastung unserer Handelspartner. Den ausländischen Produzenten wird durch deutsche Überschüsse ständig ein Teil der Nachfrage entzogen. Das wirkt bremsend auf ihre Konjunktur, und da gegenwärtig kaum ein Land in Westeuropa Sorgen der Übernachfrage hat, wird dieser Einfluß als Belastung empfunden. Hinzu kommen aber auch Zahlungsbilanzgesichtspunkte. Es ist das erklärte Ziel der großen Defizitländer USA und Großbritannien, ihre Zahlungsbilanzfehlbeträge zu verringern und schließlich zu Überschüssen zu kommen. Das ist aber fast aussichtslos, solange ein so wichtiges Land wie die Bundesrepublik so große Überschüsse in den laufenden Posten hat, daß schon ihre Kompensation (etwa durch Kapitalexporte) nur mit großer Mühe gelingt. Denn man muß sich darüber klar sein, daß die Verwirklichung der zahlungsbilanzpolitischen Ziele der USA und Großbritanniens sogar

Defizite der Bundesrepublik voraussetzt, die wir uns eine Zeitlang auch gut leisten könnten. Dieser Aspekt allein würde allerdings keine DM-Aufwertung rechtfertigen.

#### Innere Stabilität noch nicht gefährdet

Zu den wichtigen Gesichtspunkten, die eine auf den bloßen Ausgleich der Grundbilanz beschränkte Betrachtungsweise noch außer acht läßt, zählt schließlich die innere Stabilität. Die Existenz eines hohen Leistungsbilanzüberschusses bedeutet, daß bei steigender Inlandsnachfrage eher eine Überbeschäftigung der Produktivkräfte erreicht wird. (Aus Raumgründen ist es hier nicht möglich, auf die unterschiedliche Einkommenswirkung steigender, gleichbleibender und abnehmender Überschüsse bei verschiedenen Annahmen über die Entwicklung von Export einerseits und Import andererseits einzugehen). Im Stadium eines hohen Auslastungsgrades, wie er bisher nicht vorliegt, wäre ein großer Außenbeitrag daher der inneren Stabilität abträglich. Dagegen schützt auch nicht seine Finanzierung durch langfristige Kapitalausfuhr! Das wäre nur dann der Fall, wenn diese Finanzierungsweise zu einem entsprechenden Ausfall an Binnen- nachfrage führen würde, was in- dessen eine sehr unrealistische Annahme wäre.

Ein so einschneidender Schritt wie die Änderung des Datums „Währungsparität“ setzt zwingende Gründe voraus, die sowohl binnenwirtschaftlicher als auch außenwirtschaftlicher Natur sein können. Zwingende binnenwirtschaftliche Gründe, vor allem die Bedrohung der Stabilität, liegen in der Bundesrepublik derzeit nicht vor. Eher spricht manches für die Auffassung, daß im Gegenteil die konjunkturdämpfenden Wirkungen einer Aufwertung noch nicht hingenommen werden könnten. Auch die Wirkungen auf andere Länder sind bisher, vor allem durch den hohen Export langfristigen Kapitals, in Grenzen gehalten worden. Der spe-

1) Danach wird ein Außenbeitrag („Leistungsbilanzüberschuß“ in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung) von 1,5 % des Bruttosozialprodukts angestrebt.

2) Der Bundesminister für Wirtschaft: Die wirtschaftliche Lage in der Bundesrepublik Deutschland im Mai 1968, S. 2 f.

kulative Devisenzufluß der letzten Wochen darf keine Rolle bei der Entscheidung über eine Aufwertung spielen. Und schließlich ist noch nicht mit Sicherheit zu beurteilen, ob die hohen Leistungsbilanzüberschüsse, die durchaus als selbständiges Problem und nicht nur im Zusammenhang mit „kompensierenden“ Kapitalbewegungen gesehen werden müssen, wirklich „fundamental“ sind. Die Zweifel wachsen zwar, aber noch bleibt abzuwarten, inwieweit sich mit weiter zunehmender Auslastung der Produktivkräfte die marginale Importneigung erhöht und — zusammen mit einem verringerten Zwang zur Exportsteigerung — eine Verminderung der Überschüsse bewirkt. Unter diesen Umständen ist eine Aufwertung (wobei zunächst ungeprüft vorausgesetzt wird, daß sie überhaupt das geeignete Instrument wäre) gegenwärtig nicht nur nicht notwendig, sondern sie wäre sogar falsch.

#### Werden die Überschüsse rechtzeitig kleiner?

Die Umstände könnten sich allerdings künftig ändern. So wäre es denkbar, daß mit dem anhaltenden Aufschwung in der Bundesrepublik keine genügend starke Zunahme der Einfuhr — und kein genügendes Erlahmen des Ausfuhranstiegs — verbunden sein wird, um den Leistungsbilanzüberschuß rechtzeitig nennenswert zu reduzieren. Rechtzeitig heißt, bevor ein so hoher Auslastungsgrad der heimischen Produktivkräfte erreicht ist, daß die außenwirtschaftlichen Überschüsse nicht mehr ohne Preis- und Kostenanstieg „verkräftet“ werden können. Dieser Auslastungsgrad dürfte aber bereits im Laufe des nächsten Jahres erreicht werden. Kommt es zu einem Zusammentreffen von hohen Ausfuhrüberschüssen mit starker Inlandsnachfrage, dann ist sofort auch der Ausgleich der Grundbilanz gefährdet. Denn zweifellos würde die Bundesbank darauf mit einer restriktiven Kreditpolitik reagieren, die zu Zinserhöhungen und damit

zur Drosselung des Kapitalexports führen müßte. Der alte Konflikt zwischen binnen- und außenwirtschaftlichen Zielen wäre wieder akut, und im Zweifel käme es zunächst einmal sowohl zur Übernachfrage als auch zu Grundbilanz- und wahrscheinlich noch größeren Devisenbilanzüberschüssen. Das alles gilt, wie gesagt, unter der Voraussetzung, daß sich die Leistungsbilanzüberschüsse nicht mit steigender Auslastung unserer Ressourcen „von selbst“ genügend ermäßigen. In diesem Zusammenhang muß darauf hingewiesen werden, daß der extrem hohe Kapitalexport das Seine dazu beitragen könnte, den Ausfuhrüberschuß hochzuhalten. Ein gewisser „Bumerangeffekt“, der in der Stimulierung der Warenausfuhr durch Kapitalexport besteht, ist nämlich durchaus nicht unwahrscheinlich.

Es ist also nicht auszuschließen, daß wir uns schon im nächsten Jahre einer Situation gegenübersehen werden, in der sich der Leistungsbilanzüberschuß nur wenig, seine Verträglichkeit mit den binnen- und außenwirtschaftlichen Zielsetzungen aber entscheidend vermindert haben wird. In dieser Lage würde es nur zwei Lösungsmöglichkeiten geben. Entweder würde ein neues außenwirtschaftliches Gleichgewicht (Kennzeichen: ein Leistungsbilanzüberschuß, der bei ausgeglichener Grundbilanz nicht viel größer ist als die Übertragungen an das Ausland) durch Veränderung des Wechselkurses oder durch inflatorische Anpassung herbeigeführt werden. Realistischerweise ist zu erwarten, daß tatsächlich auch bei einer Wechselkursänderung eine teilweise Anpassung über erhöhte Preise und Kosten schon deshalb unvermeidlich ist, weil sich die stabilisierende Wirkung erst mit Verzögerung bemerkbar macht. Noch mehr gilt das, wenn der Aufwertungssatz zu niedrig gewählt wird. In Verkennung dieser Zusammenhänge ist von manchen Beobachtern nach der DM-Aufwertung von 1961 aus dem danach noch anhaltenden Preis- und

Kostenanstieg geschlossen worden, diese Maßnahme habe überhaupt nicht stabilisierend gewirkt.

Wechselkursveränderung muß an sich nicht Ersetzung der gegenwärtigen Parität durch eine neue fixierte Parität bedeuten. Denkbar wäre vielmehr auch die Erweiterung der gegenwärtigen Bandbreite der zulässigen Kursschwankungen (von  $\pm 3/4\%$ ) auf einen höheren Prozentsatz. Das würde in der Überschusssituation zwar auch auf eine Aufwertung hinauslaufen, aber auf eine jederzeit innerhalb der Bandbreite korrigierbare. Auf den Vorschlag des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung auf Einführung eines kontinuierlichen „garantierten Paritätsanstiegs“ sei nur der Vollständigkeit halber hingewiesen.<sup>3)</sup> Und schließlich besteht die Möglichkeit, den Wechselkurs voll flexibel zu machen. Nach Meinung der Verfechter dieser Lösung läßt sich dann ein außenwirtschaftliches Ungleichgewicht schon kurzfristig vermeiden. Nach den geltenden Regeln des Internationalen Währungsfonds sind jedoch allein fixierte Wechselkurse mit der erwähnten kleinen Schwankungsbreite zugelassen, und die Bundesregierung beabsichtigt offenbar auch nicht, von diesem Prinzip abzugehen. Eine Wechselkursveränderung würde daher mit Sicherheit die Fixierung einer neuen, die DM für Ausländer verteuern Parität bedeuten.

#### Bundesregierung hätte keine Wahlmöglichkeit

Die Alternative „Aufwertung oder inflatorische Anpassung“ läßt den entscheidenden Institutionen, Bundesregierung und de facto Bundesbank, im Grunde gar keine Wahl. § 1 des Stabilisierungsgesetzes<sup>4)</sup> und (nach praktizierter Auslegung)

<sup>3)</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Expansion und Stabilität, Jahresgutachten 1966/67, Stuttgart und Mainz 1966, Ziffer 263 ff.

<sup>4)</sup> Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft vom 8. Juni 1967, Bundesgesetzblatt I 1967, S. 582 ff.



§ 3 des Bundesbankgesetzes<sup>5)</sup> verpflichten beide auf die Wahrung der Preisstabilität. Es käme allerdings noch auf die Prüfung der Frage an, ob Aufwertung eiserseits und inflatorische Anpassung andererseits wenigstens sachlich echte Alternativen sind, d. h. ob man durch eine Aufwertung der DM einen inflatorischen Anpassungsprozeß wirklich vermeiden kann. (Auf die Grenzen, die sich aus dem timing und dem Aufwertungssatz ergeben, wurde schon hingewiesen.) Hier werden nun zahlreiche Zweifel angemeldet. Durch eine DM-Aufwertung wird zwar das Preisniveau der Exportgüter für den ausländischen Abnehmer angehoben, aber nur insoweit, als die Exporteure nicht kompensierend ihre Preise senken. Der Anreiz dazu ist um so größer, je mehr die Lieferanten aus strukturellen Gründen (z. B. Schiffbau, Automobilindustrie!) auf den Auslandsabsatz angewiesen sind. Andererseits verbilligt sich die Einfuhr für den deutschen Abnehmer durch eine Aufwertung auch nur insoweit, als nicht die ausländischen Lieferanten den entstandenen Spielraum für Preiserhöhungen nutzen.

Solchen Bedenken kann man immerhin dadurch Rechnung tragen, daß der Aufwertungssatz relativ hoch bemessen wird. Was indessen fraglich bleibt, ist die Wirkung der Preisveränderungen auf den Ab-

<sup>5)</sup> Gesetz über die Deutsche Bundesbank vom 26. Juli 1957, Bundesgesetzblatt I 1957, S. 745 ff. § 3 gibt der Bundesbank als Ziel auf, „die Währung zu sichern“.

satz, also die Preiselastizität von Aus- und Einfuhr. Erweist sich die Preiselastizität als verhältnismäßig niedrig, dann wird durch die Aufwertung weder die Zunahme der Exportmenge sonderlich gebremst noch die der Importmenge merklich beschleunigt. (Unter diesen Bedingungen gibt es wenigstens keinen nennenswerten negativen Einkommenseffekt auf den Import, der sonst auch noch zu berücksichtigen wäre.) Mit einigermaßen extremen Annahmen läßt sich schließlich sogar „nachweisen“, daß die wertmäßigen Exportüberschüsse nach einer Aufwertung größer als vorher sein können. Operiert man dann noch mit dem — keineswegs zwingenden — Argument, auch die kompensierenden Defizite der Kapitalbilanz würden sich nach einer Aufwertung eher verringern, dann ist das Urteil über die Eignung einer Aufwertung als Mittel zur Wiederherstellung des außen- wie binnenwirtschaftlichen Gleichgewichts scheinbar negativ.

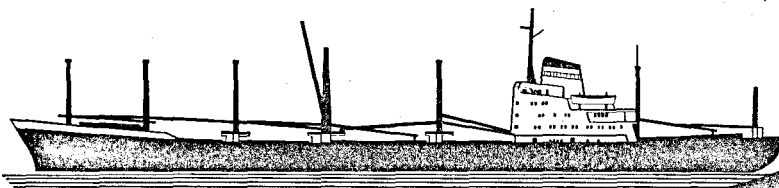
#### Die Crux des Fixkurssystems

In Wirklichkeit gilt das allerdings nur unter ausgesucht ungünstigen Annahmen und besagt lediglich, daß die Folgen einer DM-Aufwertung nicht eindeutig absehbar sind. (Doch für welche wirtschaftspolitische Maßnahme gilt das nicht?) Es ist auch unbestreitbar, daß es bei grundsätzlicher Eignung der Aufwertung als Mittel zur Erreichung des angestrebten Ziels etliche unangenehme Nebenwirkun-

gen gibt, die vor allem die strukturell auf eine hohe Exportquote angewiesenen Wirtschaftszweige betreffen. (Und daneben die Landwirtschaft, die wegen der Bindung ihrer Preise an die in Gold definierte „Verrechnungseinheit“ der EWG Einkommensausfälle erleiden würde.) Doch wenn solche Zweige mit dem Argument gegen eine Aufwertung Sturm laufen, ihre Wettbewerbsposition werde dadurch erheblich verschlechtert, so ist dem entgegenzuhalten, daß ihre Position durch eine inflatorische Kostenanpassung ebenfalls, und möglicherweise noch stärker, beeinträchtigt würde.

Wie groß die Härten im Einzelfall sein mögen — gesamtwirtschaftliche Gesichtspunkte müssen vorgehen. Der gravierendste unter ihnen ist die Tatsache, daß unsere Volkswirtschaft nur dann eine „Insel der Stabilität“ in einer ganz offensichtlich weniger stabilitätsbewußten Umwelt sein kann, wenn sie von Zeit zu Zeit ihr Übersetzungsverhältnis zu dieser Umwelt verändert, den Wechselkurs. Die Existenz eines fundamentalen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts wäre das Zeichen dafür, daß es höchste Zeit für eine solche Veränderung ist. Das ist in einem System fester Wechselkurse eine unausweichliche Konsequenz. Und dieses Problem wird periodisch wiederkehren, solange es nicht gelingt, alle wichtigen Länder auf eine koordinierte Wirtschaftspolitik zu verpflichten.

Regelmäßige Liniendienste nach allen Teilen der Welt



**HAMBURG-AMERIKA LINIE**

HAMBURG  
BALINDAMM 25