ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Flemig, Günter; Schmidt, Klaus-Dieter; Soltwedel, Rüdiger

Article — Digitized Version

Zur Konjunktur- und Währungspolitik Mitte 1971

Die Weltwirtschaft

Provided in Cooperation with:
Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Flemig, Günter; Schmidt, Klaus-Dieter; Soltwedel, Rüdiger (1971) : Zur Konjunktur- und Währungspolitik Mitte 1971, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 1, pp. 1-17

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/3293

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Zur Konjunktur- und Währungspolitik Mitte 1971

Die Lage der westdeutschen Wirtschaft im Sommer 1971

1. In den letzten Monaten hat sich das konjunkturelle Klima in der Bundesrepublik auffallend verändert. Während Investoren und Verbraucher noch um die Jahreswende mit einer Rezession rechneten, glauben sie heute offenbar nicht mehr daran, daß der Beschäftigungsgrad spürbar sinken wird. In der Industrie sind die Bestellungen, die ein Jahr lang leicht rückläufig waren, wieder gestiegen. Obwohl die Produktion kräftig ausgeweitet wurde, hat sich die Reichweite der Auftragsbestände nicht weiter verringert. Damit ist die Gefahr einer kumulativen Abwärtsbewegung fürs erste gebannt.

Andererseits haben aber auch die Hoffnungen getrogen, daß es in diesem Frühjahr zu einer spürbaren Dämpfung des Lohn- und Preisanstiegs kommen würde. Infolge der starken Liquiditätszuflüsse aus dem Ausland konnte sich der inflatorische Prozeß vielmehr wieder regenerieren. Die Preissteigerungen haben inzwischen ein Ausmaß erreicht, bei dem sich die Inflationserwartungen zu verfestigen drohen.

2. Die erneute Beschleunigung der Nachfrageexpansion zeigt sich deutlich an der Zunahme der Auftragseingänge in der Industrie und der Baugenehmigungen.

— Der Anstieg der Auslandsbestellungen, der schon seit dem Sommer 1970 zu beobachten ist, hat sich auch in den ersten Monaten dieses Jahres fortgesetzt. Bei kräftig steigenden Ausfuhrpreisen nimmt die Auslandsnachfrage gegenwärtig wieder mit einer Rate zu, die ungefähr dem mittelfristigen Trend entspricht.

— Seit der Jahreswende sind aber auch die Bestellungen aus dem Inland wieder gestiegen, wenngleich nicht ganz so stark wie die aus dem Ausland. Vor allem die Hersteller von Konsumgütern konnten mehr Aufträge hereinnehmen, nicht zuletzt deshalb, weil der Handel die künftigen Absatzchancen nach wie vor optimistisch einschätzt und seine Zurückhaltung bei den Lagerdispositionen aufgegeben zu haben scheint. Dagegen blieb die Nachfrage nach Investitionsgütern — trotz der Tatsache, daß die Investitionssteuer um zwei Prozentpunkte gesenkt und die degressive Abschreibung wieder zugelassen wurde — merklich gedämpft.

— Die Nachfrage nach Bauleistungen hat sich in den ersten vier Monaten dieses Jahres spürbar belebt, vor allem im Hochbau. So lagen die erteilten Baugenehmigungen, dem Volumen nach, bei Wirtschaftsbauten um 9 vH, bei Wohnbauten um 15 vH und bei öffentlichen Hochbauten um 23 vH höher als im gleichen Zeitraum des Vorjahres.

3. Unter dem Einfluß der konjunkturellen Nachfragebeschleunigung — aber auch infolge der guten Witterung, die nahezu alle Bereiche begünstigte, von der Bauwirtschaft angefangen bis zu den Herstellern von Textilien — wurde die Produktion, die in der zweiten Jahreshälfte 1970 nur noch wenig gestiegen war, wieder kräftig ausgeweitet. Das reale Sozialprodukt nahm vom vierten Quartal 1970 zum ersten Quartal 1971 um reichlich 3 vH zu und war damit um 7 vH höher als im gleichen Zeitraum des Vorjahres. Obwohl die Kapazitäten zügig erweitert worden sind, ist der Auslastungsgrad des Produktionspotentials sogar wieder etwas gestiegen. Ein Jahr nach Überschreiten des oberen konjunkturellen Wendepunktes werden die Produktionskapazitäten noch immer stärker genutzt als auf dem Höhepunkt des vorangegangenen Zyklus.

Trotz der forcierten Produktionstätigkeit hat sich die Auftragslage in den meisten Bereichen nicht weiter verschlechtert. In der Industrie sichern schon jetzt die Auftragsbestände die Vollauslastung der Kapazitäten bis in den Herbst hinein.

4. Wenn sich auch der Konjunkturabschwung in den letzten Monaten nicht weiter fortgesetzt hat, so deutet andererseits nichts auf einen neuen Aufschwung hin. Eher läßt sich die Konjunkturlage als »Zwischenhoch« charakterisieren.

Der Vergleich mit früheren Zyklen lehrt, daß ein Zwischenhoch während der Abschwungsphase durchaus nicht außergewöhnlich ist.

— So kam es im Herbst 1961, sechs Monate nach Überschreiten des oberen Wendepunktes, zu einem neuerlichen Aufschwung, der bis ins Frühjahr 1962 hineinreichte und der vor allem von der wieder zunehmenden Nachfrage nach Ausrüstungsgütern getragen wurde.
— Im Herbst 1965 wurde der Abschwungsprozeß unterbrochen, als sich der Anstieg der Auslandsnachfrage vorübergehend beschleunigte und die Industrieproduktion wieder verstärkt zunahm.

5. So sehr ein »Zwischenhoch« zwei bis drei Quartale nach Überschreiten des oberen Wendepunktes mit dem zyklischen Muster übereinstimmt, so wenig entspricht diesem Muster ein neuer Aufschwung. In allen bisherigen Zyklen dauerte die Abschwungsphase zweieinhalb bis drei Jahre und damit ein Jahr länger als die Aufschwungsphase.

Gegen die These vom neuen Aufschwung sprechen nicht nur die Erfahrungen, sondern auch die Fakten:

— Zwar haben die Auslandsaufträge in den letzten Monaten wieder verstärkt zugenommen, doch spielten dabei auch Sonderfaktoren eine Rolle, wie die Arbeitskämpfe in der amerikanischen, britischen und italienischen Automobilindustrie oder der vielfach erwartete Stahlarbeiterstreik in den Vereinigten Staaten. Im Hinblick auf die weitere Konjunkturentwicklung bei unseren wichtigsten Handelspartnern ist jedoch mit nachhaltigen Impulsen im Auslandsgeschäft kaum zu rechnen: In den Vereinigten Staaten macht die Erholung wohl Fortschritte, andererseits setzt sich die Verlangsamung der Nachfrageexpansion in allen westeuropäischen Ländern fort, Frankreich ausgenommen. Hinzu kommt, daß sich nach der Freigabe des D-Mark-Wechselkurses die Wettbewerbsposition der deutschen Unternehmen auf den ausländischen Absatzmärkten tendenziell verschlechtert hat.
— Wenn sich der Rückgang der Inlandsbestellungen von Investitionsgütern nicht weiter fortsetzte, so hängt dies wohl weitgehend mit den steuerlichen Entlastungen der Investitionen zusammen, die am Jahresbeginn in Kraft traten. Gegen eine erneute Zunahme der Investitionsneigung spricht, daß der größere Teil der Unternehmen im Hinblick auf die künftige Nachfrageentwicklung die Produktionskapazitäten als zu groß ansieht, obwohl gegenwärtig die Kapazitätsauslastung noch höher ist als in der Hochkonjunktur von 1964/65.
— Auf dem Arbeitsmarkt ist die Entspannung weiter vorangekommen. Gemessen an der Anzahl der bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen, ließ der Arbeitskräftebedarf spürbar nach; die Arbeitslosigkeit ist in den letzten Monaten leicht gestiegen (saisonbereinigte Arbeitslosenquote im Juni 1971: 0,9 vH). Der Zustrom vom ausländischen Arbeitskräften hielt zwar an, doch konzentrierte er sich nun, wie immer in Abschwungsphasen, auf die Dienstleistungsbereiche. In der Industrie geht die Anzahl der Beschäftigten schon seit der Jahreswende zurück, da Arbeitskräfte, die aus Altersgründen ausscheiden, nicht mehr ersetzt werden.

6. Sorgen bereitet auch weiterhin der starke Lohnanstieg. Immerhin gibt es Anzeichen, die darauf hindeuten, daß man allmählich zu niedrigeren Lohnsteigerungsraten gelangt. Offenbar hat die Wechselkursfreigabe ihre Wirkungen auf die Tarifparteien nicht verfehlt. So wurden in der chemischen Industrie Lohnerhöhungen von rund 7 vH (auf Jahresbasis

gerechnet) vereinbart, verglichen mit gewerkschaftlichen Forderungen von 13 vH. Andererseits gibt es noch immer Bereiche, in denen es in letzter Zeit zu zweistelligen Abschlüssen gekommen ist (Banken, Textil- und Bekleidungsindustrie). Jedoch werden im allgemeinen keine übertariflichen Lohnerhöhungen mehr zugestanden; die Lohndrift ist praktisch verschwunden.

7. Obwohl sich der Lohnanstieg in den ersten Monaten dieses Jahres nur wenig abschwächte, hat sich der Kostendruck spürbar verringert. Zwar zogen die Einfuhrpreise für industrielle Vorprodukte, die bis Jahresende 1970 rückläufig waren und die lange Zeit zur Kostenentlastung beigetragen hatten, wieder kräftig an, doch beschleunigte sich mit zunehmender Auslastung der Produktionskapazitäten der Produktivitätsanstieg. In der Industrie dürften sich die Produktionskosten vom vierten zum ersten Quartal kaum noch erhöht haben. Dennoch hat sich der Anstieg der industriellen Erzeugerpreise selbst nach dem kräftigen Preisschub zum Jahresende 1970 fortgesetzt (Januar bis Mai, auf Jahresbasis gerechnet: 4 vH). Die Marktlage hat es also den Unternehmen erlaubt, die Gewinnspannen wieder etwas auszuweiten. Zu diesem inflatorischen Klima trug bei, daß auch die ausländischen Anbieter ihre Preise kräftig heraufsetzten.
Die starke Verteuerung der Bauleistungen hielt an. Lediglich vor dem Hintergrund der exorbitanten Baupreiserhöhungen des vergangenen Jahres scheint die gegenwärtige Steigerungsrate von rund 10 vH gemildert. Die immer noch drängende Nachfrage — vor allem nach Wohnbauten — ließ und läßt wohl auch in absehbarer Zukunft die Überwälzung der Kostensteigerungen zu. Nicht einmal im Tiefbau, wo der Auftragsbestand und die Lohnintensität geringer sind als in anderen Bausparten, schwächte sich der Preisanstieg ab.

8. Auf der Verbraucherstufe hat sich der Preisanstieg zum Jahresanfang vor allem infolge der anziehenden Nahrungsmittelpreise stark beschleunigt. Die Lebenshaltungskosten erhöhten sich aber auch in den folgenden Monaten kräftig, obwohl die Preise für saisonabhängige Nahrungsmittel wieder deutlich nachgaben. Von Januar bis Juni stiegen die Verbraucherpreise mit einer Jahresrate von 6 vH. Überdurchschnittlich verteuerten sich Dienstleistungen (8 vH) und Wohnungsmieten (7 vH). Aber auch bei den Preisen für Industriewaren (reichlich 6 vH) schlagen nun die kräftigen Preiserhöhungen auf der Erzeugerstufe durch.
Eine spürbare Veränderung des Preisklimas ist auf kurze Sicht nicht zu erwarten. Da der private Verbrauch weiterhin kräftig expandieren wird, bestehen für den Handel gute Aussichten, die auf der Erzeugerstufe eingetretenen Kostensteigerungen an die Konsumenten weiterzugeben. Selbst wenn sich der laufende Preisanstieg in der zweiten Jahreshälfte verlangsamen sollte, dürften die Preissteigerungen, im Vorjahresvergleich, eher über als unter 5 vH liegen.

9. Wenn sich der Konjunkturabschwung in der letzten Zeit nicht fortsetzte und sich der Preisanstieg teilweise wieder beschleunigte, so auch deshalb, weil es der Bundesbank nicht gelang, die Geldschöpfung und das Kreditangebot auf ein Maß zu begrenzen, das in Einklang mit dem Wachstum des Produktionspotentials gestanden hätte. Zwar konnte sie einen im Vergleich zum Ausland höheren Zinssatz verteidigen, doch mußte sie dies mit verstärkten Devisenzuflüssen erkaufen, die — wegen der Verpflichtung der Banken, Mindestreserven auf zusätzliche Auslandseinlagen zu halten — fast ausschließlich den Weg über die großen Unternehmen nahmen.
Der zinsinduzierte Devisenstrom wurde durch spekulative Zuflüsse verstärkt, nachdem sich die Erwartung verfestigt hatte, daß die Bundesregierung früher oder später wechselkurspolitische Maßnahmen ergreifen und die D-Mark — de jure oder de facto — aufwerten

werde. Von Anfang Januar bis zur Schließung der Devisenbörsen am 5. Mai mußte die Bundesbank rund 5 Mrd. Dollar ankaufen, davon reichlich 2 Mrd. Dollar in den Tagen vom 3. bis 5. Mai.

10. Die Kreditaufnahme im Ausland und der spekulative Devisenzustrom ermöglichten es den inländischen Nichtbanken, ihre Geldbestände kräftig auszuweiten. Das Geldvolumen (Bargeld, Sichteinlagen und unter 3 Monate befristete Termineinlagen) stieg in den ersten fünf Monaten dieses Jahres mit einer laufenden Rate von 18 vH. Die freien Liquiditätsreserven des Bankenapparates erhöhten sich bis Ende Mai auf rund 11 vH des Einlagevolumens; sie waren damit ebenso hoch wie im Herbst 1969, unmittelbar vor der Aufwertung, und doppelt so hoch wie im Frühjahr 1970, als die Bundesbank ihren kreditpolitischen Restriktionskurs drastisch verschärfte.

11. Mit der Freigabe des DM-Wechselkurses hat die Bundesbank ihre Handlungsfreiheit und damit auch die Möglichkeit wiedererlangt, eine an den binnenwirtschaftlichen Zielen orientierte Politik zu betreiben. Sie hat diesen Spielraum insoweit genützt, als sie die Mindestreserven zum 1. Juni erhöhte und damit dem Bankensystem reichlich 5 Mrd. DM an liquiden Mitteln entzog. Andererseits machte sie von der Möglichkeit, das inländische Geldangebot durch Dollarverkäufe noch weiter zu verknappen, nur zögernd Gebrauch, offenbar in der Absicht, den Dollarkurs nicht allzu stark zu drücken. Bis Anfang Juli hatte die Bundesbank ihre Dollarbestände um rund zwei Milliarden abgebaut, doch dies reichte aus, um die freien Liquiditätsreserven der Banken auf jenes Maß zu redressieren, das vor dem Höhepunkt der Spekulationswelle, Ende April, gegeben war.

12. Die öffentlichen Haushalte haben in den ersten Monaten dieses Jahres zum beschleunigten Anstieg der Gesamtnachfrage beigetragen. Zwar haben der Bund und die Länder den Banken Liquidität entzogen, indem sie ihre Guthaben bei der Bundesbank stärker als saisonüblich aufstockten. Gleichwohl sind aber auch die Ausgaben — und zwar auf allen Ebenen der Gebietskörperschaften — kräftig gestiegen. Die Länder und Gemeinden haben ihre Ausgaben sogar weitaus stärker ausgeweitet, als nach den Haushaltsplanungen vorgesehen war; denn der Lohntarifabschluß im öffentlichen Dienst brachte ihnen nichteingeplante Mehrausgaben, die — hätte man sich an die ursprünglichen Etatansätze halten wollen — nur über eine drastische Reduzierung der Investitionsausgaben zu kompensieren gewesen wären.

13. Offenbar um der Kritik entgegenzutreten, die vielfach an dem Ausgabengebaren der öffentlichen Hand geübt worden ist, haben Konjunktur- und Finanzplanungsrat Mitte Mai die Gebietskörperschaften dazu aufgefordert, ihre Haushaltsführungen restriktiver zu gestalten. Danach sollen das vorgesehene Ausgabenvolumen weiter gekürzt, die geplante Kreditaufnahme vermindert und die Konjunkturausgleichsrücklage aus Steuermehreinnahmen aufgestockt werden.

Es ist schwer abzuschätzen, inwieweit diese Maßnahmen ausreichen werden, um den expansiven Effekt voll zu neutralisieren, der zu erwarten gewesen wäre, wenn die öffentlichen Haushalte in diesem Jahr gemäß den Planansätzen vollzogen worden wären. So ist es zweifelhaft, ob die Gemeinden, die — nach den neuesten Steuerschätzungen zu urteilen — mehr Steuern einnehmen werden, als noch vor kurzem zu erwarten war, durch eine Einengung ihres Kreditspielraums überhaupt betroffen werden.

Abgesehen davon, muß aber auch eine weitere Einschränkung der öffentlichen Ausgaben angesichts der Tatsache, daß die Phase der Übernachfrage zu Ende geht, auf Bedenken stoßen. Der Verzicht auf zusätzliche fiskalpolitische Bremsmaßnahmen sollte zudem um so leichter fallen, als die Bundesbank nach der Freigabe des Wechselkurses in der Lage ist, die monetäre Nachfrage wirksamer zu kontrollieren als bisher.

G. Flemig, K. D. Schmidt, R. Soltwedel

Neue Rollenverteilung in der Konjunkturpolitik

14. Mit der Freigabe des DM-Kurses am 9. Mai 1971 hat die Bundesregierung eine erste notwendige Bedingung für die Wiedergewinnung der Geldwertstabilität in der BRD geschaffen. Die Bundesbank ist, weil sie Devisen nicht mehr gegen D-Mark anzukaufen braucht, nunmehr in der Lage, das Volumen an Zentralbankgeld, von dem die Kreditschöpfungsspielräume der Banken abhängen, ungestört durch Auslandseinflüsse so zu regeln, wie es dem stabilitätspolitischen Ziel angemessen ist. Die Bundesbank scheint sich dieser größeren Macht und Verantwortung, die ihr ohne eigenes Zutun und gegen ihren Willen zugefallen ist, inzwischen bewußt geworden zu sein, obwohl der jüngste Bundesbankbericht hierüber noch keine klaren Aussagen enthält.

15. Eine zweite notwendige Bedingung dafür, daß die Stabilisierungsbemühungen gelingen, ist jedoch noch nicht erfüllt: Es muß überall volle Klarheit darüber bestehen, wer unter den veränderten Umständen für welches der großen konjunkturpolitischen Ziele die Verantwortung trägt — für Geldwertstabilität, Vollbeschäftigung und außenwirtschaftliches Gleichgewicht. An dieser Klarheit mangelt es bisher deshalb, weil die konjunkturpolitische Rollenverteilung im System flexibler Wechselkurse grundlegend anders ist als bei fixierten Paritäten.

16. Das außenwirtschaftliche Gleichgewicht ist bei flexiblem Wechselkurs überhaupt kein Problem mehr, weil sich auch ohne Intervention der Bundesbank am Devisenmarkt der Wechselkurs stets so einstellt, daß das Gesamtangebot an Devisen vom Markt aufgenommen wird. Die Bundesbank braucht deshalb auch nicht darauf zu achten, daß die Leistungsbilanz so hohe Überschüsse aufweist, wie zur Finanzierung des Kapitalexports, einschließlich der Leistungen für die Entwicklungshilfe, nötig ist.

Zwar wird allenthalben argumentiert, die Wechselkursfreigabe und die damit verbundene de-facto-Aufwertung sei unangebracht gewesen, da man den Wechselkurs nur bei einem fundamentalen Ungleichgewicht der Zahlungsbilanz ändern solle und sich unsere Zahlungsbilanz, gemessen an der Grundbilanz, im Gleichgewicht befunden habe. Aber abgesehen davon, daß es fast unmöglich ist zu sagen, welcher Teil der Kapitaleinfuhr kurzfristiger Natur war und deshalb nicht der Grundbilanz zugerechnet werden muß, war der Kapitalstrom in die Bundesrepublik vor der Wechselkursfreigabe — und der Anstieg des DM-Kurses danach — überwiegend zinsbedingt und damit die deutliche Konsequenz eines fundamentalen Unterschiedes zwischen der Wirtschaftspolitik in der Bundesrepublik und in den Vereinigten Staaten. Bei uns richtet sich das Bemühen auf Nachfragedämpfung und Stabilität, dort geht es um monetäre Expansion zur Wiederbelebung der Wirtschaft. Daß es sich nur um kurzfristig bedingte Zinsunterschiede zwischen den USA und uns als Ursache für den Devisenzustrom gehandelt habe, ist ein Trugschluß; denn sowohl hier als auch dort kann die Wirtschaftspolitik auf Erfolge nur hoffen, wenn der gegenwärtige Kurs auf längere Zeit beibehalten wird. Hat die Stabilitätspolitik bei uns und die Expansionspolitik in den Vereinigten Staaten Erfolg, so müssen, zur alten Parität gerechnet, Kosten- und Preisunterschiede entstehen. Sie würden, kehrte man zur alten Parität zurück, einen Aktivsaldo der Grundbilanz zur Folge haben und eine Währungskrise wie 1968/69 hervorrufen. Es muß sich daher, wer für eine Rückkehr zur alten Parität plädiert, vorhalten lassen, er übersehe die Gefahr einer neuen Währungskrise oder er wünsche einen Mißerfolg der Stabilitätspolitik in der Bundesrepublik.

17. Die Bundesbank, die heute wieder — und stärker als vor dem Übergang zur vollen Konvertibilität — die Kontrolle über das Geldvolumen ausübt, kann die Geldmenge und

damit die monetäre Nachfrage bei freiem Wechselkurs so steuern, daß von der monetären Seite her der Absatz des potentiellen Sozialprodukts nicht gestört wird. Sie ist damit in der Lage, eine notwendige, aber nur eine notwendige, Bedingung für Vollbeschäftigung zu garantieren. Zu einer hinreichenden Bedingung für eine weitgehende Ausschöpfung des Produktionspotentials wird diese Garantie erst dann, wenn die Anbieter von Gütern und Diensten ihre Preis- und Lohnforderungen im Rahmen ihrer gesamtwirtschaftlichen Preissteigerungsrate halten, die der Vorausberechnung der monetären Expansionsrate zugrunde liegt. Dies bedeutet: Eine Expansion des Kreditvolumens um 7 vH ermöglicht es, einen Zuwachs des realen Sozialprodukts im Ausmaß des Potentialwachstums (etwa 4 vH) zu finanzieren, sofern das Preisniveau um nicht mehr als 3 vH steigt. An der Bundesbank läge es, für eine Expansion der Geldmenge zu sorgen, die diesen angestrebten Zuwachs des Kreditvolumens ermöglicht.

18. Die geldpolitische Aufgabe wird in der nächsten Zeit besonders dadurch erschwert, daß die zulässige Preissteigerungsrate deutlich unter der bisher erreichten liegen muß. Wenn die Preissteigerungserwartungen durch restriktive Geldpolitik gebrochen werden müssen, so ist damit zu rechnen, daß sich die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes erhöht, weil Liquiditätsreserven mobilisiert werden. Reduzieren sich dagegen die Preissteigerungserwartungen autonom auf 3 vH, etwa unter dem Einfluß gesamtwirtschaftlicher Orientierungsdaten und gemeinsamer Bestrebungen der autonomen Gruppen im Rahmen der konzertierten Aktion, so ist anzunehmen, daß die Umlaufgeschwindigkeit etwas sinkt. Wegen dieser besonderen Schwierigkeit der geldpolitischen Steuerung in der Stabilisierungsphase kann es geboten sein, von Fall zu Fall etwas expansiver oder restriktiver zu sein, als es einer Expansion des Geldvolumens mit einer Jahresrate von 7 vH entspricht.

19. Damit es gelingt, die Preissteigerungserwartungen möglichst ohne Liquiditätsanspannungen und Beschäftigungsrisiken auf das unvermeidliche Maß zurückzuführen, darf die Bundesbank keinen Zweifel daran lassen, welchen Kurs sie einschlägt und durchzuhalten gewillt ist. Zwar ist es für die verantwortlichen Instanzen immer schwierig, sich festzulegen; und es gibt für eine Zentralbank sicher Gründe, die es angeraten erscheinen lassen, sich nicht mit einer eigenen Strategie zu exponieren. Aber wenn Ungewißheit oder Zweifel über die Stabilisierungsstrategie der Bundesbank besteht, können sich die autonomen Gruppen, aber auch die einzelnen Banken und Investoren nicht vorausgreifend anpassen. Es kommt dann viel leichter zu jenen Friktionen in Form von Insolvenzen und Beschäftigungseinbrüchen, die es der Bundesbank unmöglich machen, den als richtig erkannten, aber nicht angekündigten Stabilisierungskurs durchzuhalten.

20. Je stärker sich die Bundesbank offen auf eine bestimmte Strategie festlegt, um so eindeutiger verlagert sich die Verantwortung dafür, daß die Kapazitätsauslastung und der Beschäftigungsgrad hoch bleiben, auf die Unternehmer und die Gewerkschaften, soweit diese genügend Marktmacht besitzen, um bestimmte Preiserhöhungen und Lohnsteigerungen durchzusetzen. Zeigt sich die Bundesbank dagegen unsicher und unentschlossen, so wird sie, statt die autonomen Gruppen zur Anpassung zu zwingen, dem gemeinsamen Druck der Anbieter ausgeliefert sein. Sie bringt sich dadurch selbst um die Chance, mehr Stabilität ohne einen Beschäftigungseinbruch zu erreichen, und gerät dann ganz sicher in die Zwangslage zu entscheiden, ob sie um der Vollbeschäftigung willen das Stabilitätsziel aufgeben oder, um das Stabilitätsziel zu erreichen, eine Unterbeschäftigung in Kauf nehmen soll. Die Kollisionsgefahren sind um so geringer, je mehr im voraus Klarheit besteht, welchen Kurs eine Instanz mit Leitfunktion steuern und durchhalten wird.

21. Natürlich ist damit zu rechnen, daß die Durchhaltekraft unserer geldpolitischen Zentralinstanz auf eine harte Probe gestellt wird. Denn es kann sehr wohl sein, daß Ge-

schäftsbanken mit einer anhaltenden Geldschwemme und Großunternehmen mit einem Fortgang der Preissteigerungen gerechnet haben und bei der neuen Politik in Liquiditätsschwierigkeiten geraten. Der Ruf nach Lockerung der Geldpolitik wird dann nicht ausbleiben. Um so wichtiger ist, daß die Bundesbank eine Ausdehnung des Geld- und Kreditvolumens über die vorgezeichnete Grenze hinaus ausschließt und sich nicht bereit erklärt, für Risiken aufzukommen, die in der Marktwirtschaft privater Natur sind (und zur Rechtfertigung für Unternehmensgewinne dienen). Wenn schon Verluste »sozialisiert« werden müssen, dann sollte es von seiten des Fiskus geschehen, der einen Rückgriff auf die Leistungsfähigkeit der Steuerzahler hat, und nicht von seiten der Notenbank, die solche Verluste nur durch verstärkte Inflation »sozialisieren« kann, also auf eine Weise, die die schutzbedürftigen Bevölkerungskreise besonders trifft.

22. Nachdem die Bundesbank die Herrschaft über das Geldangebot erlangt hat und in Verbindung mit der Kreditpolitik die monetäre Nachfrage kontrollieren kann, tritt die Fiskalpolitik in ihrer Bedeutung für die Geldwertstabilität zurück. Denn wenn die monetäre Gesamtnachfrage wirksam begrenzt ist, also die Notenbank auch eine Auflösung von öffentlichen Guthaben im Zentralbanksystem geldpolitisch kompensiert, kann sich der Staat einen größeren Teil am Sozialprodukt nur verschaffen, indem er die private Nachfrage beschneidet, sei es durch höhere Steuern, sei es durch Aufnahme von Anleihen am Kapitalmarkt. Ebenso wie höhere Steuern hat eine vermehrte Anleiheaufnahme einen Entzugseffekt im privatwirtschaftlichen Bereich. Zugegeben: Vorübergehend mag es so sein, daß weniger Privatinvestitionen zurückgedrängt werden, als der Staat für seine Investitionen zusätzlich Anleihen aufnimmt — etwa wenn die verstärkte staatliche Ausgabentätigkeit die Einkommens-Umlaufgeschwindigkeit des Geldes erhöht und die Zentralbank dies nicht so schnell geld- und kreditpolitisch kompensieren kann. Aber im übrigen besteht der Unterschied zwischen Steuern und Anleihefinanzierung für unser Problem nur darin, daß Steuern eine »Zwangsanleihe« sind und kein Zins- und Rückzahlungsversprechen enthalten. Das Zinsniveau wäre deshalb im Falle der Anleihefinanzierung höher. Außerdem nimmt der Staat bei einer Anleihefinanzierung auch ausländische Ressourcen mit in Anspruch: Das höhere inländische Zinsniveau bewirkt einen Kapitalimport, und dieser Kapitalimport läßt den Dollarkurs sinken, so daß sich die Leistungsbilanz in dem Maße passiviert, wie es nötig ist, damit entsprechend mehr Güter ins Inland kommen oder im Inland bleiben (Realtransfer). Alles in allem: Sieht man von vorübergehenden Wirkungen auf die Umlaufgeschwindigkeit ab, so haben zusätzliche Staatsausgaben, die bei festen Wechselkursen der Stabilisierung zuwiderlaufen würden, bei freiem Wechselkurs und kontrollierter Expansion des Geld- und Kreditvolumens nur zur Folge, daß sich der staatliche Sektor auf Kosten des privatwirtschaftlichen ausdehnt.

23. Während das Ziel des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts durch den freien Wechselkurs gesichert ist und die Verantwortung für die Stabilisierung der Preisentwicklung nunmehr bei der Bundesbank liegt, fällt die Verantwortung für die Kapazitätsauslastung auf die Unternehmer und die Verantwortung für die Sicherheit der Arbeitsplätze auf die Gewerkschaften.

Unternehmer, die bei einer Steigerung der monetären Nachfrage um, sagen wir, 7 vH über Absatzmangel klagen, müssen dies ihrer eigenen Preispolitik zurechnen, ob sie sich nun durch überhöhte Preise, durch unterlassene Preissenkungen oder durch unzureichende Qualitätsverbesserungen aus dem Markt gedrängt haben.

Es wäre auch durchaus möglich, daß diese oder jene Branche in Absatzschwierigkeiten geriete; denn von Zeit zu Zeit erfordert der weltwirtschaftliche Strukturwandel auch in der westdeutschen Wirtschaft Anpassungsprozesse, die für die Betroffenen harte Konsequenzen haben. Wenn diese Prozesse in der Phase der Übernachfrage verzögert werden,

wie es meist der Fall ist, so treten sie in Phasen der Stabilisierung um so häufiger und unter Umständen massiert auf. In der »Stunde der Wahrheit« bleibt dann nichts anderes übrig, als die Preise herabzusetzen, um in der internationalen Konkurrenz zu bestehen. Ist dies mit Verlusten verbunden, so handelt es sich um jene Kapitalverluste, die unvermeidlich sind, wenn sich in ganzen Branchen Überkapazitäten herausgebildet haben. Es kann dann natürlich auch nicht ausbleiben, daß hier und da Arbeitnehmer vor die Frage gestellt werden, ob sie zu relativ niedrigen Löhnen an ihrem bisherigen Arbeitsplatz beschäftigt bleiben oder eine Entlassung in Kauf nehmen wollen, letzteres in der Hoffnung darauf, daß es ihnen durch Hilfsmaßnahmen im Rahmen des Arbeitsmarktförderungsgesetzes gelingt, in ein Unternehmen mit besseren Wachstumsaussichten überzuwechseln. Sollte es Freisetzungsvorgänge im Exportbereich und in der Importsubstitution geben, so wird es sich im Zweifel um Arbeitsplätze handeln, die nur bei unterbewerteter Währung wettbewerbsfähig sind, also bisher von der Gesamtheit subventioniert wurden. Solche Arbeitsplätze tragen nicht zur Wohlstandsvermehrung bei, solange auf der anderen Seite in den Wachstumsindustrien ein ungedeckter Bedarf an Arbeitskräften besteht. Aus diesen Gründen wird in den nächsten ein bis zwei Jahren der Arbeitsmarkt- und Regionalpolitik größere Bedeutung zukommen. Diese muß die friktionelle Arbeitslosigkeit vermeiden helfen, die nach einem Abbau der Übernachfrage sichtbar werden wird. Viel wird auch davon abhängen, ob die Einzelgewerkschaften die Mobilität der Arbeitskräfte über die einzelnen Industriezweige hinweg und von Industriegewerkschaft zu Industriegewerkschaft nicht behindern, sondern im Interesse der Gesamtheit der Arbeitnehmer wirksam fördern.

24. Die Einzelgewerkschaften müssen in ihren Lohnforderungen und in ihrer Verhandlungs- und Streiktaktik heute mehr denn je bedenken, daß das Risiko einer tariflohnbedingten Mindestlohnarbeitslosigkeit besteht. Sie werden sich zunehmend zu fragen haben, ob die ihnen anvertrauten Arbeitnehmer bereit sind, die Sicherheit des Arbeitsplatzes wegen ein oder zwei Prozent mehr Lohnerhöhung aufs Spiel zu setzen. Auch die Gewerkschaften müssen also nach dem Übergang zum freien Wechselkurs umdenken. Wenn sie sich in diesem Sinne verantwortungsbewußt für ihre Mitglieder zeigen, müßte man eigentlich erwarten, daß es beim Vollzug des Stabilisierungsprogramms keinen nennenswerten Einbruch in die Gesamtbeschäftigung gibt.

25. Daß man den hier beschriebenen Wandel in der Rollenverteilung zu begreifen beginnt, zeigt das Kommuniqué des 21. Gesprächs im Rahmen der Konzertierten Aktion. Darin heißt es — mit Zustimmung der Gewerkschaftsvertreter —: »Die Tarifparteien trügen jetzt in erhöhtem Maße Mitverantwortung für den Beschäftigungsstand«. Daß sie bei eindeutiger Geldpolitik die alleinige Verantwortung tragen, muß ihnen wohl erst noch voll zu Bewußtsein gebracht werden, und es ist zu hoffen, daß es dazu nicht erst bitterer Erfahrungen bedarf. Heute besteht immer noch die Gefahr, daß Lohnerhöhungen weiterhin als Mittel des Verteilungskampfes angesehen werden und es der Bundesregierung oder der Bundesbank überlassen wird, für Vollbeschäftigung zu sorgen. Doch können Bundesregierung und Bundesbank die Beschäftigung nur dadurch sichern, daß sie über eine monetäre Expansion jene Preiserhöhungsspielräume schaffen, die die verteilungspolitischen Bestrebungen der Gewerkschaften ins Leere stoßen lassen.

26. Auf der anderen Seite können die Unternehmer die Stabilisierung gefährden und sich sogar selbst schaden, indem sie nicht nur eine stabilisierungskonforme Lohnentwicklung fordern, sondern auch eine Rückkehr zur alten Parität. Beides zugleich zu verlangen, heißt ein Überschuß-Ungleichgewicht der Zahlungsbilanz anzustreben. Dies müßte entweder zu einer Währungskrise führen oder zu einer Anpassungsinflation in Form eines erneuten Verteilungskampfes.

G. Fels, H. Giersch, H. Müller-Groeling und K. D. Schmidt

Die konjunkturelle und währungspolitische Lage in den westlichen Industrieländern

27. Während sich in den Vereinigten Staaten im ersten Halbjahr 1971 eine leichte konjunkturelle Erholung durchsetzte und in Japan der Beginn eines neuen Aufschwungs abzeichnete, ging die Kapazitätsauslastung in Europa etwas zurück, nachdem sie Anfang 1971 zeitweise auf dem hohen Niveau von Ende 1970 verharrt hatte. Der Preisanstieg schwächte sich in den Vereinigten Staaten in den ersten Monaten dieses Jahres vorübergehend ab, in den westeuropäischen Ländern war er jedoch stärker als in den Monaten zuvor. Das Zinsgefälle zwischen Europa und den Vereinigten Staaten trug mit dazu bei, daß sich die Liquidität in Europa beträchtlich ausweitete. Im Mai wurden in einigen europäischen Ländern Maßnahmen ergriffen, um die interne Stabilitätspolitik gegen außenwirtschaftliche Störungen abzusichern.

Langsame Konjunkturerholung in den USA — nur leichte Abschwächung in Europa

28. In den Vereinigten Staaten hat sich nach dem konjunkturellen Umschwung zur Jahreswende die wirtschaftliche Erholung weiter fortgesetzt. Das reale Bruttosozialprodukt ist im ersten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 7 vH gestiegen, im zweiten Quartal dürfte die Rate etwa $3^1/_2$ vH betragen haben, so daß der Auslastungsgrad des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials im ersten Halbjahr wieder zugenommen hat.

Der relativ starke Sozialproduktszuwachs Anfang des Jahres ist jedoch zu einem beträchtlichen Teil auf zwei Sonderfaktoren zurückzuführen:

— auf den kräftigen Produktionsanstieg in der Automobilindustrie, der weitgehend durch einen streikbedingten Nachholbedarf verursacht worden ist und sich deshalb mit der auslaufenden Lageraufstockung bei den Händlern allmählich abflacht,

— auf den umfangreichen Lageraufbau bei der Stahlindustrie und ihren Abnehmern, der sich mit der geringer werdenden Wahrscheinlichkeit eines längeren Arbeitskampfes bereits abzuschwächen beginnt.

Dagegen war die günstige Entwicklung auf dem Bausektor, mit Ausnahme der gewerblichen Bauten, weitgehend durch die leichtere Verfügbarkeit von Krediten und durch — zunächst — sinkende Hypothekenzinsen bedingt, insofern also mit eine Folge der überaus starken Geldmengenexpansion.

29. Nach einer kräftigen Zunahme zu Jahresbeginn stieg der Index der Industrieproduktion in den folgenden Monaten verhältnismäßig langsam, erst gegen Mitte des Jahres kam es zu einer erneuten Beschleunigung. Jedoch lag er im Mai 1971 noch immer 4 vH unter seinem Höchststand vom Juli 1969 und auch noch unter dem entsprechenden Vorjahrsstand. Allerdings dürfte der Index das Ausmaß der Erholung nicht voll widerspiegeln, da er aufgrund der geleisteten Arbeitszeit und eines durchschnittlichen Produktivitätsanstiegs errechnet wird, die Produktivität jedoch überdurchschnittlich zugenommen hat. Der Anstieg der Industrieproduktion — die kräftige Zunahme der Konsumgüterproduktion wurde zu einem Teil von der weiteren Abnahme der Investitions- und Rüstungsgüterproduktion kompensiert — führte nur zu einer leichten Verbesserung der Kapazitätsauslastung.

30. Die immer noch geringe Auslastung der Kapazitäten (in der Verarbeitenden Industrie betrug sie im ersten Quartal dieses Jahres 73 vH, verglichen mit 84 vH im dritten Quartal 1969 vor Beginn der Rezession) und eine vorsichtige Einschätzung der weiteren konjunk-

turellen Entwicklung dürften wesentliche Gründe dafür gewesen sein, daß die Industrie ihre Investitionspläne für 1971 überraschend nach unten revidierte; nach den letzten Erhebungen sieht es so aus, als würde sich 1971 real ein Rückgang der Anlageinvestitionen gegenüber dem Vorjahr ergeben. Wenn auch eine Revision der Investitionspläne nach oben im weiteren Verlauf des Jahres nicht auszuschließen ist, so dürften sich die beschleunigte Zunahme des privaten Konsums und eine verstärkte Aufstockung der Läger neben der Baukonjunktur als Hauptstützen der Expansion erweisen. Während im zweiten Halbjahr die verfügbaren Einkommen und damit auch der private Konsum verstärkt zunehmen werden, besteht jedoch die Gefahr, daß weitere Zinserhöhungen den Anstieg der Bautätigkeit etwas dämpfen.

Es ist zu erwarten, daß die von der Regierung für 1971 angestrebte Zunahme des realen Sozialprodukts von $4^1/_2$ vH um mehr als einen Prozentpunkt unterschritten werden wird. Bei einem Anstieg des BSP von reichlich 3 vH wäre mit einem nachhaltigen Rückgang der Arbeitslosigkeit erst im späteren Verlauf des Jahres zu rechnen.

Dennoch dürfte sich die Regierung zu einer weiteren Konjunkturanregung erst dann entschließen, wenn die statistischen Daten für das zweite Quartal vorliegen. Sollten diese den bereits leicht herabgestimmten Erwartungen nicht entsprechen, so würde das Schwergewicht auf solche Maßnahmen gelegt werden, die — wie bestimmte staatliche Ausgabenprogramme — zu einer direkten Verringerung der Arbeitslosigkeit beitragen.

31. In Japan dürfte der Konjunkturabschwung im zweiten Halbjahr 1971 einem neuen Aufschwung weichen. Die Industrieproduktion nahm Anfang 1971 wieder zu, nachdem sie im zweiten Halbjahr 1970 stagniert hatte (Tabelle *1*), jedoch reichte die verstärkte

Tabelle *1* — Entwicklung der Industrieproduktion in ausgewählten Ländern (Zunahme (+) bzw. Abnahme (—) gegenüber dem vorangegangenen Zeitraum in vH)[a]

Land bzw. Region	Anteil am realen BSP der OECD-Länder 1969 in vH	1970				1971
		1. Vj.	2. Vj.	3. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
Belgien[b]	1,2	— 0,4	+ 6,8	— 0,7	+ 2,1	+ 2,1
Frankreich	7,6	+ 4,2	0	— 0,7	+ 1,3	+ 2,7
Großbritannien	6,5	0	0	0	+ 0,8	— 1,7
Italien	4,4	+ 16,0	— 1,3	— 0,7	+ 1,3	— 1,3
Niederlande	1,3	+ 2,4	+ 2,3	+ 1,7	+ 1,1	+ 1,7
Österreich	0,7	+ 2,8	+ 2,0	+ 1,3	+ 1,3	+ 3,9
Schweden	1,4	+ 0,7	+ 3,9	— 3,1	+ 4,5	0
BRD	8,3	+ 2,7	0	— 1,3	0	+ 5,3
Europäische Industrieländer[c]						
ohne BRD	23,0	+ 4,7	+ 0,5	— 1,4	+ 1,4	+ 0,5
einschl. BRD	31,3	+ 4,1	+ 0,4	— 0,7	+ 1,0	+ 1,7
USA	51,1	— 0,7	— 0,9	— 0,9	— 3,1	+ 1,7
Japan	8,3	+ 2,9	+ 5,3	+ 2,3	— 0,4	+ 1,5
Industrieländer insgesamt[c]						
ohne BRD	82,3	+ 1,2	+ 0,1	— 0,7	— 1,6	+ 1,3
einschl. BRD	90,6	+ 1,3	+ 0,1	— 0,5	— 1,4	+ 1,7

[a] Saisonbereinigte Zahlen. — [b] Für das erste Vierteljahr 1971 liegen nur die ersten beiden Monatswerte vor. — [c] Nur aufgeführte Länder.

Quelle: OECD, »Main Economic Indicators«, Paris, lfd. Nummern.

Produktionstätigkeit noch nicht aus, eine weitere Zunahme der Arbeitslosigkeit zu verhindern. Der Prozeß der Lageranpassung an den schwachen Absatz von Investitionsgütern und dauerhaften Konsumgütern im zweiten Halbjahr 1970 dürfte im Frühjahr 1971 nahezu beendet worden sein. Die expansive Geldpolitik und die verstärkte Ausdehnung der Staatsausgaben werden vor allem die Bautätigkeit anregen. Die privaten Unternehmen dürften im allgemeinen weniger investieren als im Vorjahr; lediglich die Bereiche, die von der Freizeitwelle und der Baukonjunktur profitieren, werden 1971 ihre Produktionsanlagen stark erweitern. Infolge der stärkeren Nachfrageexpansion in den Vereinigten Staaten wird der Exportdruck gegen Ende 1971 immer mehr von einem Exportsog abgelöst werden. Dies dürfte dazu beitragen, daß sich der Aufschwung durchsetzt.

32. In Kontinentaleuropa setzte sich die Konjunkturabschwächung Anfang 1971 nicht weiter fort, mit Ausnahme von Italien; dort gingen ebenso wie in Großbritannien und Schweden die Industrieproduktion und die Bautätigkeit — zum Teil streikbedingt — merklich zurück. Nach einer konjunkturellen Flaute im zweiten und dritten Vierteljahr 1970 nahm die Industrieproduktion Ende 1970 und im ersten Vierteljahr 1971 mit einer Rate zu, die in einigen Ländern sogar die Wachstumsrate des Produktionspotentials übertraf.

Die Produktionszunahme in Kontinentaleuropa läßt sich, sieht man von statistischen Unzulänglichkeiten bei der Ermittlung der Industrieproduktion ab, auf folgendes zurückführen:

— Nach einem äußerst vorsichtigen Lageraufbau Mitte 1970 dürften viele Unternehmen, insbesondere diejenigen aus der Eisen- und Stahlbranche, Ende 1970 und Anfang 1971 ihre Lager wieder stärker aufgestockt haben. Dazu mag beigetragen haben, daß sie die Geschäftslage für die unmittelbare Zukunft weniger pessimistisch beurteilten als im Herbst 1970. Außerdem verbesserte sich auch die Finanzierungssituation, nachdem die Geldpolitik unter dem Druck des Liquiditätszuflusses aus den Vereinigten Staaten im Herbst 1970 und im Frühjahr 1971 ihren restriktiven Kurs lockern mußte.

— Wirtschaftspolitische Maßnahmen, die in einigen Ländern um die Jahreswende ausliefen oder in Kraft traten, führten zu einem vorübergehenden Produktionsschub. So kam es in der Bundesrepublik Deutschland nach einer weiteren Ermäßigung der Investitionssteuer am 1. Januar zu einer beschleunigten Produktion von Investitionsgütern. In Belgien wurden vor der Einführung des Mehrwertsteuersystems am 1. Januar insbesondere dauerhafte Konsumgüter verstärkt gekauft und die Exportaufträge bevorzugt erledigt.

— Die Bautätigkeit blieb in diesem Winter auf hohem Niveau, da die Witterung in Kontinentaleuropa sehr milde war. Demzufolge wurde auch die Produktion in Teilbereichen der Industrie angeregt.

33. Im weiteren Verlauf des Jahres 1971 wird sich die Konjunkturlage in Westeuropa weiterhin entspannen: Die Produktion wird weniger stark zunehmen als bisher und auch weniger stark, als das Produktionspotential wächst. In einigen westeuropäischen Ländern wird die Konjunkturabschwächung durch die Wirkungen der restriktiven Maßnahmen, die im Frühsommer ergriffen wurden, verstärkt. In anderen Ländern, in denen zur Überwindung der rezessiven Tendenzen eine expansive Wirtschaftspolitik eingeleitet wurde, dürfte der Abschwung nur gebremst werden, da die Nachfragestimulierung angesichts des starken Preisanstiegs nur gering dosiert wurde und sich nur zögernd durchsetzen wird. Außerdem werden von der wirtschaftlichen Erholung in den Vereinigten Staaten günstige

Einflüsse vor allem auf die Volkswirtschaften mit einer bedeutenden Automobilproduktion ausgehen (Ziffer 30). Für einzelne Länder[1] lassen sich folgende Perspektiven zeichnen:

— In Frankreich wird sich die Expansion der Auslandsnachfrage und der inländischen Nachfrage nach Investitionsgütern zwar weiter abschwächen, doch werden die Staatsausgaben, die Anfang 1971 beschleunigt ausgeweitet wurden, und die anhaltend starke Konsumgüternachfrage für die nächsten Monate noch eine recht hohe Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten sichern. Die privaten Haushalte dürften ihre Ausgaben in der Erwartung, daß sich der Preisanstieg verstärkt und die Konditionen für Teilzahlungskredite verschlechtert werden, vorübergehend sogar kräftiger erhöhen, zumal sich die Einkommenszunahme Anfang 1971 beschleunigt hatte. Gegen Jahresende wird die Gesamtnachfrage vermutlich etwas schwächer zunehmen als das Produktionspotential.

— Im Vereinigten Königreich wird die Produktion im weiteren Verlauf des Jahres 1971 wahrscheinlich auf einem Niveau stagnieren, das über demjenigen des ersten Vierteljahres 1971 liegt, als ausgedehnte Streiks zu einem Produktionseinbruch führten. Es ist damit zu rechnen, daß sich die Zahl der Arbeitslosen, die im Juni 1971 auf den höchsten Stand in der Nachkriegszeit gestiegen ist, noch erhöht. Ausschlaggebend für die Stagnation ist, daß die Unternehmen ihre Produktionsanlagen kaum noch erweitern, da viele freie Kapazitäten vorhanden sind und die Rentabilität infolge der Beschleunigung des Lohnanstiegs im Jahre 1970 sehr stark verringert wurde. Auch nach der erneuten Reduktion der Körperschaftsteuer dürfte sich die Investitionsnachfrage der Industrie 1971 nur wenig beleben. Die privaten Haushalte werden zwar in der zweiten Jahreshälfte in den Genuß der im März-Budget enthaltenen Steuererleichterungen kommen, doch dürfte eine nennenswerte Zunahme des privaten Konsums wegen der schlechten Beschäftigungssituation ausbleiben, mit der Folge, daß die Unternehmen ihre Lager nur zögernd aufstocken werden. Die Regierung wird vermutlich keine weiteren expansiven Maßnahmen ergreifen, weil der Preis- und Kostenanstieg noch sehr kräftig ist und die Gefahr besteht, daß sich die Zahlungsbilanz nach dem Ende des zinsinduzierten Devisenzustroms verschlechtern wird.

— In Italien schwächte sich die Nachfrageexpansion Anfang 1971 merklich ab, weil die Maßnahmen zur Dämpfung der Konsumgüternachfrage vom Herbst 1970 rasch wirkten, aber die Maßnahmen zur Anregung der Investitionsgüternachfrage noch nicht. Die Kapazitätsauslastung dürfte auch nach der Jahresmitte 1971 weiter zurückgehen. Viele private Unternehmen halten sich bei der Vergabe von Investitionsprojekten zurück, weil sie wegen der unsicheren politischen Lage das Investitionsrisiko scheuen und weil die Gewinne und damit die Eigenfinanzierungsmöglichkeiten vor allem infolge der zahlreichen Betriebsstörungen gedrückt wurden. Auch nach den Konjunkturumfragen vom März 1971 zu urteilen, ist die wirtschaftliche Situation außerordentlich prekär; sie gleicht derjenigen, die Anfang 1964 gegeben war, einige Monate vor der damaligen Rezession. Der Abschwung wird zwar dadurch gebremst, daß die staatlichen Unternehmen, die etwa die Hälfte der Investitionsausgaben in der Industrie bestreiten, ihre Investitionen weiterhin stark erhöhen. Doch wird im Gegensatz zur Rezession 1964/65 die Nachfrage aus dem europäischen Ausland schwächer sein. Außerdem dürfte es gegenwärtig für die Regierung innenpolitisch schwieriger sein, Maßnahmen zur Anregung der Konjunktur und zur Verbesserung der Infrastruktur durchzuführen.

[1] Über die konjunkturelle Entwicklung in der Bundesrepublik Deutschland vergleiche den Bericht auf Seite 1 ff. in diesem Heft.

Vorübergehend gedämpfter Preisdruck in den USA — starker Preisanstieg in Westeuropa

34. In den Vereinigten Staaten hat sich der starke Anstieg der Verbraucherpreise in den ersten Monaten von 1971 weiter abgeflacht, gegen Jahresmitte ist die laufende Rate allerdings — wie häufig in früheren Jahren auch — wieder gestiegen. Auch im Vorjahrsvergleich zeigte sich im Mai erstmals eine — wenn auch nur leichte — Zunahme des Preisanstiegs auf 4,4 vH (Tabelle *2*). Das Nachlassen des Preisdrucks wurde Anfang des Jahres durch sinkende Hypothekenzinsen und Nahrungsmittelpreise begünstigt. Zwar nimmt die Produktivität in der gegenwärtigen Phase des Zyklus kräftig zu, jedoch lassen die fast unvermindert anhaltenden Lohnerhöhungen ebenso wie die überaus starke Vermehrung der Geldmenge in den Vereinigten Staaten (mit einer Jahresrate von 12,5 vH im Zeitraum zwischen Januar und Mai) befürchten, daß sich der Preisdruck im Laufe des Jahres verstärken wird.

Tabelle *2* — Verbraucherpreisentwicklung in ausgewählten Ländern 1970/71 (Zunahme gegenüber dem jeweiligen Vorjahrszeitraum in vH)

Land bzw. Region	Anteil am realen BSP der OECD-Länder 1969 in vH	1970				1971			
		1. Vj.	2. Vj.	3. Vj.	4. Vj.	1. Vj.	März	April	Mai
Belgien[a]	1,2	4,3	4,1	3,9	3,3	3,5	3,6	3,7	3,9
Frankreich	7,6	5,7	5,8	5,9	5,4	5,2	5,3	5,1	5,3
Großbritannien	6,5	5,0	5,8	6,8	7,8	8,6	8,8	9,5	9,8
Italien	4,4	4,8	5,1	4,7	5,3	5,0	4,9	4,7	4,8
Niederlande[b]	1,3	3,4	3,5	5,3	5,6	6,7	6,6	7,5	7,6
Österreich	0,7	4,1	4,1	4,9	4,8	4,3	4,4	4,7	4,2
Schweden[c]	1,4	5,9	6,7	7,3	8,1	8,6	7,8	7,4	6,7
Schweiz	0,5	2,3	3,0	3,9	5,2	6,2	6,7	6,9	7,0
BRD	8,3	3,5	3,9	4,0	4,1	4,2	4,5	4,8	4,9
Europäische Industrieländer[d]									
ohne BRD	23,5	5,0	5,4	5,8	6,1	6,3	6,3	6,5	6,8
einschl. BRD	31,8	4,6	5,0	5,3	5,6	5,8	5,9	6,1	6,2
USA	51,1	6,2	6,1	5,7	5,6	4,8	4,6	4,3	4,4
Kanada	3,6	4,7	3,7	3,0	2,1	1,7	1,8	1,9	.
Japan	8,3	8,2	7,6	6,5	8,5	6,7	5,6	6,2	.
Industrieländer insgesamt[d]									
ohne BRD	86,3	6,0	6,0	5,7	5,9	5,3	5,1	5,0	.
einschl. BRD	94,6	5,8	5,8	5,5	5,7	5,2	5,0	5,0	.

[a] Im Zusammenhang mit der Einführung der Mehrwertsteuer Anfang 1971 wurde ein Anstieg der Lebenshaltungskosten um 2% erwartet. — [b] Von dem Anstieg in Höhe von 3,2% im ersten Vierteljahr 1971 werden nach offiziellen Schätzungen 0,4% auf die Änderungen indirekter Steuern zurückgeführt. — [c] Zu Beginn des Jahres 1971 wurden die Mehrwertsteuersätze von 10% auf 15% erhöht. — [d] Nur aufgeführte Länder.

Quelle: OECD, »Main Economic Indicators«, Paris, lfd. Nummern, und nationale Statistiken.

35. In Westeuropa hat sich Anfang 1971 der Preisanstieg bei bisher geringer konjunktureller Entspannung beschleunigt; lediglich in Italien scheint der Preisauftrieb insgesamt nicht mehr so stark zu sein wie zuvor (Tabelle *2*). In den Ländern mit Preisüberwachung dürfte die Verteuerung der Lebenshaltung im wesentlichen nur aufgeschoben sein. Es muß befürchtet werden, daß die Inflation in den nächsten Monaten noch nicht nachläßt, da mit einer sich tendenziell abschwächenden Produktivitätszunahme und mit weiterhin starken

Lohnerhöhungen zu rechnen ist. Die Unternehmen werden die steigenden Kosten umso leichter überwälzen können, als die Geldmenge im ersten Halbjahr noch kräftig erhöht wurde. Selbst in den Ländern, in denen im Mai 1971 die Stabilitätspolitik außenwirtschaftlich abgesichert wurde, dürfte sich der Überwälzungsprozeß noch fortsetzen.

Erneut weltweite Währungsunruhe

36. Auch im Jahre 1971 kam es zu einer Währungskrise, nachdem Währungsunruhen bereits 1967 zur Abwertung des Pfundes, 1968 zur Spaltung des Goldmarktes und 1969 zu Paritätsänderungen in der Bundesrepublik Deutschland und in Frankreich geführt hatten. Seit Januar 1971 sank der Kassakurs des US-Dollars an den Devisenmärkten in allen Ländern mit Ausnahme von Italien und Großbritannien bis dicht an den unteren Interventionspunkt (Schaubild *1*). Der Dollarzustrom konzentrierte sich vor allem auf die Bundesrepublik Deutschland und Japan; die Dollarguthaben allein der Deutschen Bundesbank waren Anfang Mai größer als der Goldbestand der Vereinigten Staaten. Die mit dem Dollarzustrom einhergehende explosionsartige Vermehrung der inländischen Liquidität drohte, in einigen europäischen Ländern die Stabilisierungspolitik vollends zu unterminieren, und zwang die Regierungen dieser Länder zu währungspolitischen Maßnahmen.

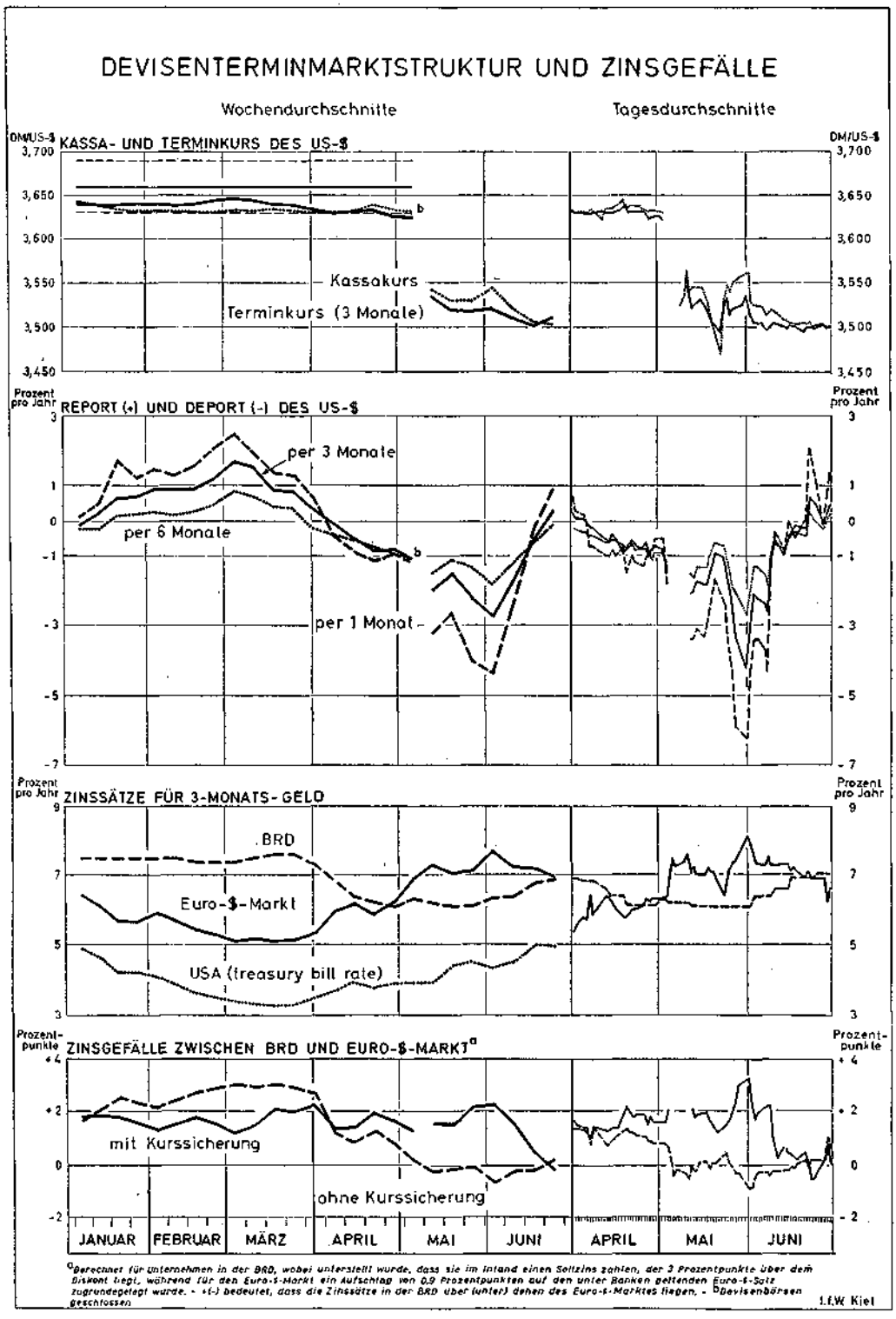
37. Die rapide Verschlechterung der Nettoreserveposition der Vereinigten Staaten und der entsprechende Anstieg der Währungsreserven wichtiger Industrieländer waren — abgesehen von Japan, wo bei strenger Kontrolle des Kapitalverkehrs die Leistungsbilanzüberschüsse eine größere Rolle spielten — weitgehend das Ergebnis zinsinduzierter sowie spekulativer Geldströme:

— Das Zinsgefälle, das sich seit Anfang 1970 zwischen den Vereinigten Staaten und Europa herausbildete, wurde in den ersten Monaten von 1971 noch vergrößert[1]. Während in den Vereinigten Staaten die Konjunktur mit Hilfe einer Beschleunigung der Geldmengenexpansion angeregt werden sollte, versuchten die Notenbanken in Europa, ihren restriktiven Kurs aufrechtzuerhalten. Aufgrund der zunächst noch schwachen inländischen Kreditnachfrage sanken in den Vereinigten Staaten und am Eurodollarmarkt besonders die kurzfristigen Zinssätze bis zum März, während sie zum Beispiel in der Bundesrepublik Deutschland bis zu dieser Zeit fast unverändert auf hohem Niveau blieben (Schaubild *1*). Das Zinsgefälle, das auf diese Weise entstand, führte dazu, daß amerikanische Banken in großem Umfang ihre am Eurodollarmarkt aufgenommenen Kredite zurückzahlten und sich billigere Kredite in den Vereinigten Staaten verschafften.

— Zu spekulativen Kapitalbewegungen ist es verstärkt etwa ab Ende März gekommen, als immer offenkundiger wurde, daß sich die europäischen Regierungen, sofern sie ihre Stabilisierungspolitik aufrechterhalten wollten, zu währungspolitischen Maßnahmen würden entschließen müssen. Die Spekulation hat sich überwiegend in einer Verschiebung der Terms of Payment manifestiert. An den Devisenterminmärkten in der Bundesrepublik Deutschland führten Aufwertungserwartungen dazu, daß der Dollar-Report bereits im April in einen Deport überging. Dieser war für kurze Fristen am größten, was darauf hindeutete, daß eine baldige Stufenaufwertung erwartet wurde (Schaubild *1*). Wäre erwartet worden, daß sich die Deutsche Mark allmählich aufwertet, so hätte sich dies an einem mit der Fristigkeit zunehmenden Dollar-Deport zeigen müssen.

[1] Die Zinsdifferenz war größer als diejenige von Mitte 1960, als bei einer ähnlich stark ausgeprägten Konjunkturschaukel zwischen Nordamerika und Europa in den Vereinigten Staaten eine expansive Geldpolitik eingeleitet wurde und sich europäische Notenbanken daraufhin zur Aufgabe ihres Restriktionskurses veranlaßt sahen.

Schaubild 1


DEVISENTERMINMARKTSTRUKTUR UND ZINSGEFÄLLE
Wochendurchschnitte
Tagesdurchschnitte
DM/US-$
KASSA- UND TERMINKURS DES US-$
3,700
3,650
3,600
3,550
3,500
3,450
Kassakurs
Terminkurs (3 Monate)
b
Prozent pro Jahr
REPORT (+) UND DEPORT (-) DES US-$
3
1
0
-1
-3
-5
-7
per 3 Monate
per 6 Monate
per 1 Monat
ZINSSÄTZE FÜR 3-MONATS-GELD
9
7
5
3
BRD
Euro-$-Markt
USA (treasury bill rate)
Prozent-punkte
ZINSGEFÄLLE ZWISCHEN BRD UND EURO-$-MARKT[a]
+4
+2
0
-2
mit Kurssicherung
ohne Kurssicherung
JANUAR
FEBRUAR
MÄRZ
APRIL
MAI
JUNI
APRIL
MAI
JUNI
[a]Berechnet für Unternehmen in der BRD, wobei unterstellt wurde, dass sie im Inland einen Soltzins zahlen, der 3 Prozentpunkte über dem Diskont liegt, während für den Euro-$-Markt ein Aufschlag von 0,9 Prozentpunkten auf den unter Banken geltenden Euro-$-Satz zugrundegelegt wurde. - +(-) bedeutet, dass die Zinssätze in der BRD über (unter) denen des Euro-$-Marktes liegen. - [b]Devisenbörsen geschlossen
I.f.W. Kiel

38. Zwar haben die amerikanischen Behörden versucht, dem Dollar-Abfluß entgegenzuwirken, indem sie

— durch die staatliche Export-Import-Bank und durch das Schatzamt wiederholt 3-Monats-Papiere am Eurodollarmarkt anboten, um Dollars abzuschöpfen,
— durch Offenmarktoperationen in den Vereinigten Staaten die kurzfristigen Zinsen wieder etwas anhoben,
— ebenso wie die Deutsche Bundesbank Termin-Dollars ankauften, um die Spekulation zu entmutigen.

Jedoch waren diese Interventionen ebensowenig wie die Diskontsenkungen in mehreren europäischen Ländern Anfang April in der Lage, den Dollarzustrom nach Europa zu beenden. Bereits am 28. April sah sich die Deutsche Bundesbank gezwungen, die zu einem festen Kurs vorgenommenen Käufe von Termin-Dollars einzustellen. Ein immer breiter werdender Dollarstrom führte dazu, daß am 5. Mai in Belgien, der Bundesrepublik Deutschland, Holland, Österreich und der Schweiz die Devisenbörsen geschlossen wurden. Österreich und die Schweiz entschlossen sich zu einer Stufenaufwertung, die Bundesrepublik und Holland gaben den Wechselkurs ihrer Währungen bis auf weiteres frei.

39. Gemeinsame Aktionen der Industrieländer kamen in dieser heiklen Währungssituation nicht zustande. Die konjunkturelle und gesellschaftspolitische Ausgangssituation sowie die längerfristigen wirtschaftspolitischen Ziele der einzelnen Länder divergierten wohl noch zu stark, als daß man sich schon zu einer gemeinsamen Lösung bereitgefunden hätte:

— Die Vereinigten Staaten strebten vor allem danach, den Aufschwung zu forcieren und einen höheren Beschäftigungsgrad zu erreichen, selbst wenn sie dabei in Kauf nehmen mußten, das Weltwährungssystem weiteren starken Belastungen auszusetzen.
— In Japan scheint sich die Regierung — vor die Wahl zwischen Aufwertung und Inflation gestellt — für die Inflation entschieden zu haben, um eine unmittelbare Beeinträchtigung des Exports zu vermeiden. Allerdings kann sie mit der Importliberalisierung ein Instrument einsetzen, das aufwertungsähnliche Wirkungen hat.
— Die EWG-Länder konnten sich wohl auch deshalb nicht auf ein gemeinsames Vorgehen einigen, weil in Frankreich und besonders in Italien angesichts sozialer Spannungen und unbefriedigender Beschäftigungssituation eine Aufwertung unangebracht erschien, die Bundesrepublik Deutschland jedoch dirigistischen Lösungen für ihre Stabilisierungspolitik nicht zustimmen wollte.

40. Die Bedeutung der Aufwertung verschiedener europäischer Währungen für den Waren- und Dienstleistungsverkehr kann nicht von den nominellen, auf den Dollar bezogenen Wechselkursänderungen abgelesen werden. Diese übertreiben die effektive Höhe der Aufwertung, wenn zu gleicher Zeit andere Länder ihre Währungen aufgewertet und damit bei ihren Handelspartnern einen Abwertungseffekt hervorgerufen haben. Auch unter Einschluß dieser (indirekten) Wirkungen ist der Schweizer Franken effektiv am meisten aufgewertet worden, während die (indirekte) Abwertung des belgischen Franken am stärksten war (Tabelle *3*)[1].

[1] Der effektive Aufwertungssatz eines Landes wird hier berechnet, indem die nominellen Aufwertungssätze für die Währungen anderer Länder von dem nominellen Aufwertungssatz der Währung des aufwertenden Landes abgezogen werden. Dabei wurden die Aufwertungssätze für die Währungen anderer Länder gewichtet mit dem Anteil des Außenhandels (Exporte plus Importe) dieser Länder am gesamten Außenhandel des aufwertenden Landes im Jahre 1969. Vgl. auch F. Hirsch und I. Higgins, An Indicator of Effective Exchange Rates, »IMF Staff Papers«, Vol. XVII (1970), No. 3, S. 453ff.

Tabelle 3 — Effektive Aufwertungs- (+) und Abwertungssätze (—) ausgewählter Länder
(in vH[a])

	Belgien	Frankreich	Italien	UK	USA	Japan	Holland	Österreich	BRD	Schweiz
I	— 1,4	— 1,2	— 1,2	— 0,5	— 0,4	— 0,2	+ 0,7	+ 3,0	+ 3,3	+ 5,8
II	— 2,1	— 1,6	— 1,5	— 0,7	— 0,6	— 0,6	+ 3,4	+ 2,5	+ 4,0	+ 5,5

I: Zugrunde gelegt wurde eine Aufwertung der Deutschen Mark um 4 vH, des holländischen Gulden um 2 vH, des Schweizer Franken um 7 vH und des österreichischen Schillings um 5 vH;

II: Unterstellt wurde eine Aufwertung der Deutschen Mark und des holländischen Gulden um je 5 vH, des Schweizer Franken um 7 vH und des österreichischen Schillings um 5 vH.

[a] Ausgehend von der bisherigen Parität.

41. Nachdem die niederländische und deutsche Notenbank von der Interventionspflicht entbunden waren, konnten sie die inländische Liquidität einengen, ohne konterkarierende Devisenzuflüsse zu induzieren. Tatsächlich wurde in beiden Ländern erreicht, daß sich die Devisenbestände nicht noch weiter erhöhten; in den Niederlanden nahmen die Devisenreserven noch im Mai ab. In der Bundesrepublik Deutschland, wo die Bundesbank zunächst nicht eingriff, kam es erst seit Anfang Juni zu einem Nettoabfluß von Devisen. Die Bundesbank konnte Dollars aus ihren Beständen abgeben und das, obwohl sie Dollars aus früheren Termingeschäften aufnehmen mußte. Ende Juni waren die Währungsreserven wieder ebenso hoch wie Ende April. Dabei gab der Kassakurs nach und pendelte sich allmählich auf etwa 3,50 DM/Dollar ein. Vor dem Auftreten der Deutschen Bundesbank am Markt reagierte insbesondere der Kassakurs wegen des unklaren und zeitweise widersprüchlichen währungspolitischen Kurses mitunter recht heftig (Schaubild *1*).

42. Die Kreditaufnahme der deutschen Unternehmen im Ausland wurde durch die Aufwertung der Deutschen Mark verteuert. Allerdings blieb bis in den Juni hinein das Nettozinsgefälle (unter Einschluß der Kurssicherung) zwischen der Bundesrepublik und dem Eurodollarmarkt erhalten: Als in den ersten drei Monaten ein Dollar-Report bestand, wurde er durch die Brutto-Zinsdifferenz überkompensiert; als sich diese dann einzuebnen begann, ging der Dollar-Report in einen Deport über, der groß genug war, das Netto-Zinsgefälle aufrechtzuerhalten (Schaubild *1*). Nachdem die Mindestreservesätze Anfang Juni erhöht worden waren, nahmen die deutschen Geschäftsbanken angesichts der überaus starken Liquiditätsenge wieder größere Beträge im Ausland auf. Die damit einhergehenden Transaktionen am Devisenmarkt trugen dazu bei, daß sich ein Dollar-Report — insbesondere für kurze Fristen — herausbildete. Das Verschwinden des zeitweilig sehr hohen Dollar-Deports und die Zinsentwicklung bewirkten, daß für deutsche Unternehmen gegen Ende Juni kein Anreiz mehr bestand, kurzfristige Kredite im Ausland aufzunehmen (Schaubild *1*).

D. Gebert und H. Müller-Groeling