

## Buchbesprechungen

*Emminger*, Otmar: Währungspolitik im Wandel der Zeit, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt 1966, 264 S., DM 26,80.

Bei dem Buch von Emminger, Mitglied des Direktoriums der Deutschen Bundesbank, handelt es sich um eine Zusammenstellung von 21 Reden und Aufsätzen zur deutschen Geld- und Kreditpolitik, zu währungspolitischen Problemen der EWG sowie zur Funktionsweise und Reform des internationalen Währungssystems. Die Mehrzahl der Beiträge datiert kurz vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung, die beiden ältesten — „Deutschlands Stellung in der Weltwirtschaft“ und „Wandlungen der Zahlungsbilanzpolitik“ — wurden bereits anfangs der fünfziger Jahre geschrieben. Aufgrund ihres analytischen Gehaltes stellen sie für die Sammlung einen Gewinn dar.

Im ersten Teil seines Buches, „Zur deutschen Kredit- und Währungspolitik“, beschäftigt den Verfasser in erster Linie das Problem der deutschen Devisenüberschüsse. Der erste Beitrag zu diesem Thema ist ein Vortrag, den Emminger 1953 am Kieler Institut für Weltwirtschaft gehalten hat. Die Erinnerung daran, daß die deutschen Gold- und Devisenreserven schon im Laufe des Jahres 1953 über 7 Mrd. DM betragen und zu den Forderungen nach Freigabe der Wechselkurse und DM-Aufwertung Anlaß gaben, macht bereits deutlich, daß es sich hier um ein „säkulares“ Phänomen handelt. Neben einigen Hinweisen auf zeitbedingte Sonderfaktoren wie den Koreaboom erfährt der Leser der Analyse Emmingers einige heute noch gültige Begründungen für das Zustandekommen der deutschen Zahlungsbilanzüberschüsse: das breit gefächerte Warensortiment der Exporte, in dem „hochqualifizierte Investitionsgüter und Produktionsgüter eine größere Rolle als in der Ausfuhr aller anderen großen Industrieländer spielen“, die relativ geringe Einfuhrabhängigkeit der westdeutschen Industrieproduktion — von Emminger u. a. als Auswirkung der Autarkiewirtschaft in den Kriegsjahren gesehen — sowie die Dollareinnahmen aus der Stationierung der US-Truppen in Deutschland. Auch Emmingers Hinweise auf die Notwendigkeit eines deutschen Ausfuhrüberschusses zur Abdeckung der Belastungen aus den deutschen Auslandsschulden und Wiedergutmachungsleistungen — laufende Devisenanforderungen, die seinerzeit bereits abzusehen waren — haben sich später in jeder Hinsicht bewahrheitet.

Mit dem Übergang zur Konvertibilität Ende 1958 war der Gold- und Devisenbestand der Bundesbank bereits auf 26 Mrd. DM gestiegen. Die daraus resultierende Gefahr einer importierten Inflation sah Emminger noch 1959 als nicht sehr groß an. Für die vorausgegangenen Jahre hatten seiner Ansicht nach — in aufeinanderfolgenden Phasen — zunächst eine stark gestiegene Liquiditätspräferenz im Nichtbankensektor, dann die Julistürme der öffentlichen Hand und schließlich die kontraktive Offenmarktpolitik der Bundesbank den

Liquiditätszufluß aus der Zahlungsbilanz immer wieder neutralisieren können. Für die Gegenwart und Zukunft wies er ebenfalls 1959 beruhigend darauf hin, daß Handelsbilanzüberschüsse infolge sinkender Einfuhrpreise durchaus einen antiinflationistischen Effekt hätten. Außerdem versprach er sich von der Wendung der Bundesbank zu einer zahlungsbilanzkonformen Geldpolitik eines niedrigen Zinsniveaus eine Entlastung der Zahlungsbilanz durch deutsche Geld- und Kapitalexporten. Immerhin kann er zu diesem Zeitpunkt die Frage, ob die Bundesrepublik ein „strukturelles Kapitalüberschußland“ sei, nicht mehr eindeutig mit „nein“ beantworten, da er die Devisenüberschüsse jetzt mehr und mehr in den unterschiedlich hohen Inflationsraten zwischen In- und Ausland begründet sieht.

In den folgenden Beiträgen setzt sich der Autor mit den Zielkonflikten zwischen Geldwertstabilität, Wirtschaftswachstum und Vollbeschäftigung einerseits sowie Geldwertstabilität und Zahlungsbilanzgleichgewicht andererseits auseinander. Dieser zweite Zielkonflikt wird Emminger von nun an zunehmend klarer, was einerseits aus seiner rückblickenden Würdigung der Wirksamkeit der Bundesbankpolitik hervorgeht, andererseits in der Hinwendung seiner Themen zu Problemen der internationalen Währungsordnung und Währungspolitik deutlich wird. So findet sich 1965 das Eingeständnis, daß die Bundesbank die Herrschaft über das Geld- und Kreditsystem aufgrund der Devisenüberschüsse immer mehr verloren hätte, da diese die Inflationsbekämpfung im Inneren mittels Zinserhöhung und Geldverknappung undurchführbar machten. Unter den Ursachen für die Devisenüberschüsse in der Vergangenheit nennt Emminger nunmehr an erster Stelle das Inflationsgefälle zugunsten der Bundesrepublik infolge einer „bessere(n) monetäre(n) Disziplin als in den meisten anderen Ländern“. Es ist naheliegend, daß Emminger, indem er der Frage nachgeht, auf welche Weise dieses Dilemma gelöst werden kann, sich mit der Forderung nach flexiblen Wechselkursen auseinandersetzen muß. Obwohl in mehreren Beiträgen des Buches dieses System mit einigen Sätzen gestreift wird, muß der Leser sich fast bis zum Schluß gedulden, um eine begründete Stellungnahme des Autors zu diesem Problem zu erfahren. Diese ergibt sich schließlich aus einer Auseinandersetzung Emmingers mit dem Buch von L. A. Hahn, „Ein Traktat über Währungsreform“, Basel 1964, die 1965 im „Weltwirtschaftlichen Archiv“ erschienen ist. Hier zeigt sich, daß Emminger ein entschiedener Gegner flexibler Wechselkurse ist. Seine Ablehnung begründet er einerseits mit den bekannten Argumenten, flexible Wechselkurse behinderten den internationalen Kapitalverkehr und hemmten die Integration der Weltwirtschaft, insbesondere den Warenaustausch innerhalb von Wirtschaftsgemeinschaften. Mit zwei weiteren Einwänden richtet sich Emminger gegen ein weltweites System flexibler Wechselkurse, was von den Befürwortern in der BRD keineswegs angestrebt wird. Folgt man jedoch seiner Annahme, dann sind seine Befürchtungen durchaus stichhaltig. Danach sollten auch frei bewegliche Wechselkurse nicht ständigen Schwankungen ausgesetzt sein. Um häufige starke Ausschläge zu verhindern, müßten daher die Notenbanken auf den Devisenmärkten intervenieren. Daraus könnte sich schließlich bei Flexibilität mehrerer Kurse ein Gegeneinanderhandeln der betreffenden Währungsbehörden ergeben.

Weiterhin bedeutet für den Verfasser die Abkehr von den festen Währungsparitäten die Beseitigung der letzten Inflationsdämme für die nationalen Wäh-

rungspolitik. Er weist mit Nachdruck darauf hin, daß ein System starrer Wechselkurse die nationalen Volkswirtschaften zu einer stärkeren monetären Disziplin zwingen würde. Dieser Überzeugung des Verfassers soll hier nur der Hinweis auf die häufigen Währungskrisen der jüngsten Vergangenheit gegenübergestellt werden, die als Folge divergierender Inflationsgeschwindigkeiten in den führenden Welthandelsländern auftraten. Immerhin kommt an den verschiedensten Stellen des Buches zum Ausdruck, daß Emminger Korrekturen der Wechselkurse dann für geboten hält, wenn die bestehenden Paritäten „unrealistisch“ geworden sind und andere währungspolitische Mittel nicht mehr ausreichen, die notwendigen Anpassungen durchzuführen. Derartige einmalige Wechselkursänderungen könnte auch ein Gemeinsamer Markt verkraften.

Im zweiten Teil seines Buches faßt Emminger diejenigen seiner Beiträge zusammen, die sich mit den besonderen Fragen der Währungspolitik in der EWG befassen. Es mag interessieren, wie der Autor mit seiner Auffassung von der integrationsfördernden Funktion der Währungspolitik den Vorschlag einer europäischen Währungsunion beurteilt. Ließen sich doch auf diese Weise die Vorteile unverrückbarer Währungsrelationen mit der Notwendigkeit einer einheitlichen Währungspolitik verbinden. Erwartungsgemäß erkennt Emminger auch hier die Forderung nach unveränderten Wechselkursrelationen an. Gleichzeitig sieht er jedoch die Notwendigkeit, daß die Mitgliedsländer dieselben Wirtschafts- und währungspolitischen Zielsetzungen mit demselben Gewicht akzeptieren, daß sie sich über die allgemeine Richtung der erforderlichen Politik zu verständigen haben und daß internationale Rückwirkungen nationaler Konjunkturpolitik ausgeschaltet werden müssen. Vor die Verwirklichung der Währungsunion setzt er die ausdrückliche Bedingung, daß dies auch die Unterordnung unter gemeinsame Prinzipien der Währungspolitik und damit die Aufgabe nationaler Souveränitätsrechte erfordert. Überhaupt läßt sich nach Emminger die Lösung der internationalen Währungsprobleme keineswegs auf den EWG-Raum beschränken; sie liegt für ihn in einer stärkeren währungspolitischen Kooperation auf einer höheren internationalen Ebene wie dem „Zehner-Club“ der bedeutendsten Industrienationen. Diese Fragestellung beschäftigt ihn im gesamten dritten Teil, „Das Internationale Währungssystem und seine Reform“.

Neben der Kooperation auf den Devisenmärkten zur Eindämmung der Währungsspekulation und derjenigen zur Bereitstellung von Devisenhilfen, um temporäre Zahlungsbilanzungleichgewichte zu überbrücken, bezeichnet Emminger auch im internationalen Maßstab die Vermeidung von Zahlungsbilanzungleichgewichten als das wichtigste, zugleich jedoch am schwierigsten zu verwirklichende Ziel der währungspolitischen Zusammenarbeit. Wenn alle bedeutenden Welthandelsländer die Stabilität des inneren Geldwertes anstreben, dann ist die Gefahr der importierten Inflation auch im herrschenden Weltwährungssystem gebannt. In der Gewährung von Finanzierungshilfen seitens der Überschuß- an die Defizitländer erblickt Emminger ein Instrument zur Erreichung dieses Zieles, sofern an die Gewährung dieser Kreditfazilitäten bestimmte Auflagen zur Wiederherstellung der inneren Währungsdisziplin geknüpft werden, deren Einhaltung einer multilateralen Überwachung unterliegen müßte.

Ohne Zweifel erscheint dieses Konzept vom Standpunkt internationaler Arbeitsteilung erheblich fortschrittlicher als die Einführung eines Systems flexibler Wechselkurse auf internationaler Ebene, was die Rückkehr zu einer Vielzahl nationaler autonomer Konjunkturpolitiken bedeuten würde. Dennoch dürfte Emminger — von wenigen Ausnahmen abgesehen — die Entwicklung zu optimistisch beurteilen. Sein im Buch enthaltener Aufsatz über die Jahrestagung des Internationalen Währungsfonds von 1964 kennzeichnet die Frontstellung zwischen den „Vertretern der Überschußländer, die immer wieder zur stärkeren monetären Disziplin aufrufen, während die Vertreter der Defizitländer an die gute-Gläubiger-Politik der Überschußländer appellieren“, als „strukturbedingt“. Bei einer mehr skeptischen Betrachtungsweise scheint es mit der Kooperation auf dem Gebiet der Währungspolitik ähnlich zu sein wie mit den Bestrebungen zu einer weltweiten Abrüstung — es bleibt bei der Beteuerung des guten Willens. Im übrigen ist nicht einzusehen, warum nicht auch in einem System flexibler Wechselkurse ein Zwang zur Kooperation angelegt sein könnte. Das vom Verfasser befürchtete Gegeneinanderintervenieren der Notenbanken ließe sich auf diese Weise vermeiden.

Es entspricht Emmingers Bekenntnis zu Vernunft und Fortschritt, wenn er die Reform des Weltwährungssystems nicht in der Form der Rückkehr zum Goldstandard und einer Erhöhung des Goldpreises sieht, sondern sich zur alternativen Lösung der Kernprobleme bekennt. Hierzu bezieht er die folgenden Positionen: 1. Um das Ausmaß an internationaler Liquidität von der inflationistischen Entwicklung der US-Zahlungsbilanz unabhängig zu machen, schließt er sich den Vorschlägen an, die den Übergang vom Gold-Dollar-Standard zu einem umfassenderen Gold-Devisen-Standard vorsehen. 2. Eine kontrollierte und koordinierte Ausdehnung der internationalen Liquidität an Stelle der bisher ausschließlich von den Zahlungsbilanzdefiziten der USA abhängigen Liquiditätsschaffung stellt für ihn die rationale Lösung dar. 3. Die Vereinbarung einer festen Relation zwischen Goldanteil und Devisenanteil in den Währungsreserven beseitigt ein weiteres Willkürelement des herrschenden Systems.

Während Emminger einerseits mit seiner Hoffnung auf eine kooperative Lösung der internationalen Währungsprobleme die Resignation über den Gewaltverlust der Notenbank über die außenwirtschaftliche Komponente der Geldversorgung überwindet, findet andererseits die Machtlosigkeit der Währungsinstanz gegenüber den binnenwirtschaftlichen Inflationsursachen keine Bewältigung. Als solche treten dem Leser in den verschiedenen Beiträgen einmal der Staat mit seinem zinsunempfindlichen Ausgabegebaren, zum anderen ein nicht konkret umschriebenes Wachstumsstreben entgegen. Mehr als in den Beiträgen zur internationalen Währungspolitik setzt sich der Autor hier der Kritik aus, zumal seine Ausführungen zu diesen Konflikten weniger analytisch als dogmatisch begründet erscheinen. In seiner Interpretation der Restriktionspolitik 1965/66 führt Emminger aus, daß die Notenbank, wenn sie schon den Staat mit seiner inflationären Haushaltspolitik nicht treffen kann, wenigstens die private Investitionstätigkeit über ein hohes Zinsniveau drastisch beschränken muß. Ganz offensichtlich nimmt der Verfasser dabei die gleichzeitige Unterdrückung des realen Wachstums in Kauf. An anderer Stelle prangert Emminger offen den Wachstumsfetischismus an, wobei er Wachstum stillschweigend gleichsetzt mit dem

Streben verschiedener Gesellschaftsgruppen nach steigenden Anteilen am Real-einkommen. Würde er es hingegen in gebräuchlicher Weise als realen Produktionszuwachs verstehen, dann würde er wohl mehr die inflationsdämpfende Wirkung betont haben. Als Mittel zur Beseitigung der schleichenden Inflation propagiert der Autor eine Entspannung des Arbeitsmarktes — die nur als gewisser Grad von Arbeitslosigkeit zu interpretieren ist — und eine Konjunkturpause. Beides hat die Bundesrepublik inzwischen hinter sich mit dem Ergebnis, daß die Inflationsraten höher waren als in den Boomphasen. Diese Erfahrung hat hoffentlich auch auf die Bundesbank belehrend gewirkt.

Ein Buch aus gesammelten Reden und Aufsätzen ist keine Monographie. Es muß notwendig Wiederholungen enthalten, zumal die Themen stets um die gleichen Probleme und Fragestellungen kreisen. Auch schließt die Kürze der einzelnen Beiträge vielfach eine erschöpfende Behandlung aus. So bleibt es häufig dem Leser überlassen, die Verbindung zwischen verschiedenen Argumenten und Urteilen herzustellen und aus den vorgetragenen Auffassungen diejenige des Autors zu eruieren. Vielleicht hätte der Verfasser diese Aufgabe dadurch erleichtert, daß er auf parallele Beiträge verzichtet und statt dessen einige verbindende und interpretierende Texte eingefügt hätte.

Dietmar Kath

*Blessing*, Karl: Im Kampf um gutes Geld, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt/Main 1966, 317 S., DM 28,—

Nach der „Verteidigung des Geldwertes“ ist mit dem „Kampf um gutes Geld“ die zweite Aufsatzsammlung des Präsidenten der Deutschen Bundesbank erschienen. Sie vereinigt in Buchform 29 Reden und Vorträge, die der Verfasser in den sechs Jahren vom Spätsommer 1960 bis 1966 gehalten hat. Der behandelte Stoff läßt sich grundsätzlich den beiden Generalthemen, „Kaufkraftstabilisierung im Innern“ und „Fragen der internationalen Währungsordnung“, zuordnen. Die Zweiteilung des Buches bedient sich nicht dieser Sachgliederung; sie wurde ebenso wie die Ordnung der einzelnen Beiträge chronologisch vorgenommen. Diese zeitliche Zäsur des Stoffes soll möglicherweise auf einen Richtungswechsel in der Bundesbankpolitik hinweisen. Wenn man etwa den Beitrag „Geldwertstabilität und ihre Problematik“ thematisch als Abschluß des ersten Teiles ansieht (gehalten im April 1962 anläßlich der Tagung der Friedrich-Naumann-Stiftung) und andererseits den Vortrag „Die internationale Währungslage und die Situation in Deutschland im Frühjahr 1963“ als thematischen Auftakt für den gesamten zweiten Teil des Buches wertet, dann lassen sich die beiden Buchteile zwei verschiedenen Phasen der Bundesbankpolitik zuordnen: die Auseinandersetzung mit Zahlungsbilanzüberschüssen dem ersten und der Kampf gegen binnenwirtschaftliche Inflationsursachen dem zweiten Abschnitt.

Die Machtlosigkeit der Bundesbank gegenüber der importierten Inflation durchzieht wie ein roter Faden den gesamten ersten Teil des Buches, unterbrochen nur von diesem oder jenem Vortrag über allgemeinere Fragestellungen, wie das Verhältnis zwischen „Notenbank und Banken“ oder „Technik — Segen oder Fluch?“. Vom Herbst 1960 bis Herbst 1962 entsprach die wirtschaftliche Situation in der Bundesrepublik einer Abschwungphase im Konjunkturverlauf, verbunden mit einer stetigen Erhöhung des Preisniveaus. Da das Ausmaß die-

ser „schleichenden Geldentwertung“ niedriger war als das derjenigen Länder, die mit der BRD in außenwirtschaftlicher Verflechtung stehen, wies die BRD anhaltend beträchtliche Handelsbilanzüberschüsse auf. Im Herbst 1959 eingeleitete Restriktionsmaßnahmen der Bundesbank mit liquiditätsverknappender und zinserhöhender Wirkung sorgten für zusätzliche Devisenzuflüsse in Form zinsinduzierter Geld- und Kapitalimporte und verstärkten den inflationären Druck.

Als man diese Zusammenhänge mit voller Klarheit erkannte, kam es Ende 1960 zu einer völligen Wendung in der Geld- und Kreditpolitik: nach einer etappenweisen Herabsetzung des Diskontsatzes, um einen induzierten Kapitalimport abzuwehren oder gar einen ins Ausland gerichteten Devisenstrom in Gang zu setzen, wurden auch die Mindestreserveanforderungen gelockert. Diese Neuorientierung der Zentralbankpolitik wurde von der Bundesbank als Übergang zu einer zahlungsbilanzkonformen Politik bezeichnet. Um die deutsche Wirtschaft nicht völlig der Anpassungsinflation zu überlassen, konnte der einzige Ausweg aus diesem Dilemma nur in einer Aufwertung der Mark bestehen, die schließlich im März 1961 auch vorgenommen wurde.

Dennoch waren mit diesem Schritt nicht schlagartig alle Probleme aus der Welt geschafft, und so kreisen die Ausführungen Blessings noch fast eineinhalb weitere Jahre um dieses Thema. Zunächst waren Aufwertungsreaktionen die Folge, wie die Verbesserung der terms of payments — die Kurssicherung der deutschen Exporteure durch Aufnahme von Fremdwährungskrediten in Erwartung einer nochmaligen Aufwertung waren gleichbedeutend mit einer Vorwegnahme zukünftiger Exporterlöse — und die Verbesserung der terms of trade — der sinkende DM-Wert einer mengenmäßig unveränderten Einfuhr ließ den Devisenzustrom aus der Handelsbilanz zunächst ansteigen —, welche den erwarteten Erfolg der DM-Aufwertung, den Abbau des Handelsbilanzüberschusses auf ein erträgliches bzw. notwendiges Maß nicht in Erscheinung treten ließen. Es ist noch heute eine nicht geklärte Frage, welche Faktoren schließlich die Rückkehr zum außenwirtschaftlichen Gleichgewicht bewirkt haben, die Aufwertung oder der Preisauftrieb im Innern. Auch Blessing läßt die Antwort offen, wenn er im März 1963 — also genau zwei Jahre nach der Aufwertung — vor der Statistischen Volkswirtschaftlichen Gesellschaft in Basel feststellt, daß „Aufwertung und Kostenanstieg . . . unsere Zahlungsbilanzstruktur tiefgreifend verändert haben“.

Damit war für die Politik der Bundesbank auch eine völlig neue Ausgangslage entstanden, aus der heraus sie schließlich im Laufe der nächsten drei Jahre erneut in eine Sackgasse ihrer kreditpolitischen Möglichkeiten geriet. Diese Ohnmacht gegenüber einer anderen, im Inland beheimateten Gruppe von Inflationsfaktoren wird der Bundesbank im Laufe der Jahre 1964 bis 1966 zunehmend bewußter und gibt den Hintergrund für den gesamten zweiten Teil des Blessing-Buches ab. Allerdings ist dieser Abschnitt — stärker noch als der erste — durchsetzt mit einer Reihe von Beiträgen zu den Problemen des internationalen Währungssystems im allgemeinen und denen der währungspolitischen Koordination und Kooperation in der EWG im besonderen.

Zwar stehen die Vorstellungen Blessings zu diesen internationalen Währungsfragen in engem Zusammenhang mit der Position der Bundesrepublik im Weltwährungssystem, doch läßt sich die wirtschaftliche Entwicklung der BRD

in dieser zweiten Phase aus der Kreditpolitik der Bundesbank in der Interpretation ihres Präsidenten klarer herauslesen. Im vorliegenden Zeitraum war nämlich die Inlandskonjunktur vorwiegend durch binnenwirtschaftliche Kräfte bestimmt, die Situation durch Vollbeschäftigung und zunehmende Inflationsraten sowie seit Mitte 1964 abnehmende Zuwachsraten des realen Sozialprodukts gekennzeichnet. Die Bundesbank konnte zunächst, d. h. Anfang 1963, auf diese gesamtwirtschaftliche Konstellation noch mit Gelassenheit reagieren. Wie Blessing selbst ausführt, sah man in der nunmehr eingetretenen Passivierung der Zahlungsbilanz ein willkommenes Stabilisierungselement mit liquiditätsverknappender Wirkung im Inland und entsprechenden konjunkturdämpfenden Effekten. Eine auf Kreditverknappung und -verteuerung gerichtete Notenbankpolitik hätte demgegenüber in dieser Phase erneut ein internationales Zinsgefälle mit kompensierenden Devisenzuflüssen geschaffen — ein Zustand, der gerade überwunden war. Erst im Laufe des Jahres 1964 mußte die Bundesbank Erhöhungen der Mindestreservesätze verordnen, und Anfang 1965 wurde diese Maßnahme durch Diskonterhöhung und Übergang zu Offenmarktverkäufen ergänzt. Obgleich Blessing schon 1963 und erst recht 1965 die inflationsfördernden Kräfte im Bausektor und beim Staat erkennt, glaubt er dennoch an die „Wirksamkeit von Zinserhöhungen und Liquiditätsbeschränkungen“ (S. 218). Zugleich fürchtet er, „daß die öffentliche Hand nur durch die Diktatur der leeren Kassen wirklich gezügelt werden kann“, doch scheut er sich im weiteren Verlauf der konjunkturellen Entwicklung nicht, die Richtigkeit dieser These experimentell zu erforschen.

Das Versiegen der außenwirtschaftlichen Liquiditätsquelle 1963 und der seit 1964 eingetretene Devisenabfluß haben bei der Bundesbank das Bewußtsein erzeugt, daß die „kreditpolitischen Waffen der Notenbank schärfer geworden“ sind (vgl. S. 235). Als bald mußte die Bundesbank jedoch erkennen, daß die Bremswirkung ihrer Restriktionspolitik durch verschiedene Ausweichmöglichkeiten der Banken erheblich abgemildert wurde. So verfügten die deutschen Kreditinstitute zu Beginn des neuen Kurses über erhebliche Liquiditätspolster in Form von jederzeit bei der Bundesbank refinanzierungsfähigen Mobilisierungspapieren, sie besaßen beträchtliche Guthaben im Ausland, durch deren Repatriierung sie sich nach und nach immer wieder den gewünschten Krediterschöpfungsspielraum im Wege der Monetisierung bei der Bundesbank schaffen konnten, und schließlich bestand für sie im Rahmen der von der Bundesbank festgesetzten Kontingente die Möglichkeit, ihr zentralbankfähiges Wechselmaterial zu rediskontieren. Im Herbst 1965 war jedoch nach Ansicht von Blessing der Zeitpunkt gekommen, von dem ab wegen der „auf ein Minimum zusammengeschmolzenen Liquiditätspolster der Banken“ eine weitere Kreditexpansion nicht mehr möglich war.

Nun mußte die Bundesbank jedoch eine neue Enttäuschung hinnehmen: Die Bauwirtschaft ist infolge der bestehenden Steuerprivilegien im Wohnungsbau und der Zinssubventionen der öffentlichen Hand gegen die Kreditverteuerung weitgehend immun, und die Staatsausgaben sind ohnehin in hohem Maße zinsunempfindlich. Da auch der private Verbrauch direkt mit monetären Maßnahmen nicht beeinflussbar ist, traf die Restriktionspolitik mit aller Schärfe nur die private Investitionstätigkeit, und auch hier bestand für die Unternehmen mit

internationalem Ruf die Möglichkeit, auf Auslandskredite auszuweichen. Blessing sieht diese Zusammenhänge natürlich, doch setzt er sich über die entscheidenden Argumente hinweg, indem er bei der öffentlichen Hand befriedigt konstatiert, daß hier die Kreditverknappung die Vollziehbarkeit der Haushalte 1966 stark in Frage stellen würde. Für den Sektor der privaten Unternehmungen sieht er die heilsame Kraft des Reinigungsprozesses, der zwar „schmerzvoll“ ist, „aber auch zur Beseitigung aller Schlacken führt“. Seine Analyse der konjunkturellen Situation und der Wirksamkeit der monetären Restriktionspolitik faßt er in der Feststellung zusammen: „Weder die abgekühlte Konjunktur im Bereiche der Investitionen noch die Malaise am Kapitalmarkt können die Bundesbank davon abbringen, ihre restriktive Politik im gegenwärtigen Zeitpunkt zu lockern“ (S. 301).

Aus der Rückschau muß sich die Bundesbank gefallen lassen, daß die ihrer Politik zugrundegelegte Wirkungsanalyse mit den Fakten der tatsächlichen Entwicklung konfrontiert wird. Dabei ergibt sich zunächst, daß die Investitionen der Unternehmer von 1965 auf 1966 erstmals seit 1953 nicht gestiegen, sondern entsprechend der Zielsetzung der Bundesbank gesunken sind, und zwar um ca. 8 %. Weiterhin läßt sich in den Ausgaben der öffentlichen Hand im selben Zeitvergleich ein sehr bemerkenswerter Strukturwandel von den Investitions- zu den Verbrauchsausgaben nachweisen: Während der Staatsverbrauch in dieser Periode um 8,5 % zunahm und damit fast viermal so hoch wie die Wachstumsrate des Sozialprodukts lag, sind die öffentlichen Investitionen um 3 % gesunken. Da auch das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte um 5 % und der private Konsum um 7,5 % gestiegen sind, hat sich eine ganz eindeutige Verlagerung der gesamtwirtschaftlichen Ausgaben von der Investition zum Verbrauch vollzogen. Da die Investitionen das Produktionspotential und damit das zukünftige gesamtwirtschaftliche Angebot erhöhen, sind die Folgen dieser Entwicklung für Sozialproduktwachstum und Preisniveau naheliegend.

Macht diese Zusammenhänge auch Blessing deutlich, und in welchem Verhältnis stehen sie zu den Zielvorstellungen der Bundesbank? Blessing erklärt mehrfach (vgl. S. 286), daß für die Bundesbank kein Zielkonflikt zwischen Wachstum und Geldwert existiert und daß Geldwertstabilität unter Umständen nur mit Wachstumsverzicht erkaufte werden kann. Und auch der Weg zu diesem Ziel wird klar erkannt: „Die Bundesbank kann den privaten Verbrauch nicht direkt treffen, ihre Politik wirkt auf die dem privaten Verbrauch vorgelagerten Stufen des Produktionsprozesses in erster Linie auf die öffentlichen und privaten Investitionen. Ohne eine Dämpfung der privaten und besonders der öffentlichen Investitionen gibt es keine Stabilisierung“ (S. 295).

Nach der Rezession 1966/67 steht jedoch fest, daß ein Rückgang der Investitionen noch keine hinreichende Bedingung für eine Geldwertstabilisierung ist: Der Preisindex für die Lebenshaltung stieg von Ende 1965 bis zum ersten Quartal 1967 um gut 5 %. Die These schließlich, daß von der Krise eine „reinigende Kraft“ ausgeht — was nur heißen kann, daß weniger leistungsfähige Betriebe aus dem Produktionsprozeß ausscheiden — geht von Voraussetzungen aus, die zumindest in den Wirtschaftsordnungen der entwickelten westlichen Industrieländer seit einem halben Jahrhundert nicht mehr erfüllt sein dürften. Wo Nachfragerückgang gleichbedeutend mit Produktionseinschränkung, Be-



schäftigungsrückgang und sinkender Kapazitätsauslastung ist, erscheint es unmöglich, in der Konjunkturabhängigkeit einen sinnvollen Maßstab für die Leistungsfähigkeit eines Unternehmens zu sehen.

Neben den Fragen der deutschen Geld- und Kreditpolitik behandelt Blessing, abgesehen von seinen zwischen 1960 und 1965 auf den Jahresversammlungen des Weltwährungsfonds regelmäßig gehaltenen Reden — die den Aufbau des Werkes skelettartig durchziehen — insbesondere im zweiten Teil seines Buches in mehreren Beiträgen Probleme der internationalen Währungsordnung. In der Auseinandersetzung um eine Reform des Weltwährungssystems steht er auf der Seite derjenigen, die das Volumen an internationaler Liquidität für ausreichend, wenn nicht gar für zu groß halten, und er wendet sich gegen die Vertreter der Knappheitsthese. Die Mängel des gegenwärtig herrschenden Gold-Devisen-Standards liegen für ihn nicht im System selbst, sondern sind ausschließlich in seiner Handhabung begründet. In der Vergrößerung der Währungsreserven durch einseitige Zahlungsbilanzdefizite der USA sieht er eine der Hauptursachen für weltweite inflationäre Störungen.

Zahlungsbilanzdisziplin im Hinblick auf allseitiges Zahlungsbilanzgleichgewicht ist für Blessing die Norm währungspolitischen Wohlverhaltens und beschränkt gleichzeitig das Volumen an internationaler Liquidität, das zur Finanzierung des Welthandels erforderlich ist. In diese Vorstellungen fügt sich auch sein Vorschlag, eine eindeutige Relation zwischen Gold und Dollar für die Währungsreserven aller Länder festzulegen, womit sich nach seiner Ansicht goldstandard-ähnliche Verhältnisse restaurieren ließen. Die Defizitländer — an erster Stelle die USA — hätten mit einem feststehenden Goldabfluß zu rechnen und würden auf diese Weise angehalten, eine auf das Gleichgewicht ihrer Zahlungsbilanz gerichtete Politik der Stabilität des inneren Geldwertes zu betreiben.

Auffallend ist Blessings Absicht, die Spielregeln des Goldstandards wieder einzuführen, was für ihn bedeutet, daß die Defizitländer — immer stillschweigend vorausgesetzt, daß Zahlungsbilanzsalden durch abweichende Inflationsraten entstehen — Antiinflationspolitik betreiben müssen. Daß die Regeln des Goldstandards seitens der Goldüberschußländer notwendig die inflationäre Anpassung erforderten, wird niemals erwähnt und ist wohl bei diesen Forderungen auch schwerlich mitgedacht. Es ist auch nicht klar, inwiefern der Verfasser sich mit der Feststellung, der Goldstandard garantiere kein absolut stabiles Preisniveau, gegen eine — wie er mehrmals behauptet (z. B. S. 88) — weit verbreitete Meinung richtet. Das Prinzip des Goldstandard beruhte doch gerade auf der Schwankungsmöglichkeit des inneren Geldwertes bei stabilen Wechselkursen nach außen. Um die großen Preiswellen vor dem Ersten Weltkrieg zu kennzeichnen, verwendet Blessing in mehreren Beiträgen Zahlen für die prozentuale Veränderung der Großhandelspreise; leider ohne mitzuteilen, auf welches Gebiet sie sich beziehen, welches Basisjahr zugrunde liegt und wo diese Angaben zu finden sind. Wenn man in einem Vortrag auf eine derartige Exaktheit vielleicht verzichten kann, so ist sie für eine Buchveröffentlichung unerlässlich. Überhaupt wäre eine Überarbeitung der Vortragssammlung dem Buch als Ganzem sicher zugute gekommen. Auf diese Weise hätten sich häufige Wiederholungen — nicht nur in den Argumenten, sondern auch in den Formulierungen und einzelnen Metaphern — vermeiden

lassen. Darüber hinaus hätten Darstellungen über die Wirtschaftssysteme („Wirtschaft und Währung“), die Bedeutung der Technik („Technik — Segen oder Fluch?“) und die Inflation in Lateinamerika („Finanz- und Währungsfragen in Lateinamerika“) in dieser Sammlung gern fehlen können.

Dietmar Kath

*Hübl, Lothar: Bankenliquidität und Kapitalmarktzins, Bd. 2 der Veröffentlichungen des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung, Hrsg. C. Köhler und A. Kruse-Rodenacker, Duncker & Humblot, Berlin 1969, 155 S., mit 17 Tab. und 23 Abb., Ln. DM 38,60.*

Die in letzter Zeit vor allem in der angelsächsischen Literatur publizierten Forschungsergebnisse zu Fragen der Zinsbildung und Zinsentwicklung basieren im wesentlichen auf Untersuchungen zur allgemeinen Zinsstruktur. Die vorliegende Arbeit von Hübl stellt dagegen einen speziellen als funktional vermuteten Zusammenhang zwischen der Bankenliquidität und der Entwicklung des Kapitalmarktzinses in den Mittelpunkt der Betrachtungen. Dabei sind zunächst die beiden Veränderlichen der angenommenen Funktionalbeziehung begrifflich klar zu fassen und auf ihre praktisch empirische Verwendbarkeit hin zu prüfen. Dieser Aufgabe unterzieht sich Hübl im ersten Teil seiner Untersuchung.

Der Kapitalmarktzins als zu erklärende Variable kann allgemein als der Preis bezeichnet werden, der auf dem Kapitalmarkt für ein bestimmtes Marktobjekt zu entrichten ist. Für den Kapitalmarkt läßt sich dabei eine Fülle von unterschiedlichen Definitionen und Abgrenzungskriterien gegenüber dem Geldmarkt in der geldtheoretischen Literatur finden. So stellen beispielsweise einige Autoren auf die Fristigkeit und die Verwendung der Mittel, andere wiederum auf das behandelte Marktobjekt oder auch die Marktteilnehmer ab, um den Kapitalmarkt begrifflich vom Geldmarkt zu trennen. Hübl gibt der Definition des Kapitalmarktes aus Marktobjekt und Marktteilnehmern den Vorzug, weil sie eine exakte Abgrenzung zu liefern geeignet ist und darüber hinaus auch mit den Definitionen, die in der Bankpraxis üblich sind, übereinstimmt. Demnach werden auf dem Kapitalmarkt schuldrechtliche Titel in Form der sogenannten „festverzinslichen“ Werte, beteiligungsrechtliche Titel in Form von Aktien und Kuxen sowie teils auf schuldrechtlicher, teils auf beteiligungsrechtlicher Basis emittierte Investment-Zertifikate der Investment Trusts gehandelt. Als Teilnehmer kommen Haushalte, Unternehmungen einschließlich der Kapitalsammelstellen, Öffentliche Hand und Ausland in Frage. Praktisch entspricht damit der Kapitalmarkt dem Wertpapiermarkt mit seinen beiden Abteilungen, dem Renten- und dem Aktienmarkt.

Ein Kapitalmarktzins kann auf einem so definierten Markt immer nur durch ein genau bestimmtes Marktobjekt determiniert sein. Es liegt auf der Hand, daß bei der Vielzahl von Einzeltiteln, die in eine der Gruppen von Kapitalmarktobjekten fallen, eine Einzelposition herausgegriffen werden muß, deren Preis repräsentativ für den Kapitalmarktzins angesehen wird. Für den Rentenmarkt wird von Hübl die Renditen- und Kursentwicklung der 60/igen Pfandbriefe, für den Aktienmarkt die Aktienrendite und der Index der Aktienkurse, wie sie von der Deutschen Bundesbank in ihren Monatsberichten veröffentlicht werden, als stellvertretend für das Verhalten der Kapitalmarkt-

zinsen im Zeitablauf vorausgesetzt. An einigen Schaubildern bestätigt sich später die Güte dieser Annahmen für den Zeitraum von 1957 bis 1967: Zwischen den Durchschnittsrenditen der festverzinslichen Wertpapiere und den invers aufgetragenen Kursen der 6%igen Pfandbriefe einerseits und den Durchschnittsrenditen der Aktien und den entgegengesetzt eingezeichneten Aktienkursindizes andererseits besteht eine klare Parallelität im Schaubild der Zeitreihen. Dieses Ergebnis läßt Hübl im folgenden die Zinsentwicklung stets an der Kursentwicklung aufzeigen.

Der exakten und für den Zweck der Untersuchung auch praktikablen Fixierung der unabhängigen Veränderlichen im Rahmen des angenommenen Funktionalzusammenhangs geht zunächst ein Überblick über verschiedene volkswirtschaftliche Liquiditätsbegriffe voraus. Für die vorliegende Arbeit ist indessen die Bankenliquidität von besonderem Interesse. Für die Kreditinstitute bedeutet dabei nach Gleske der Begriff der „allgemeinen Liquidität“ die Fähigkeit des Bankensystems, Kundschaftsdepositen notfalls in Zentralbankgeld umzuwandeln. Zwei mehr objektbezogene Liquiditätsbegriffe werden von der Deutschen Bundesbank für die Banken gebraucht. In ihren methodischen Erläuterungen zur Analyse der Bankenliquidität wird unter Liquidität der Banken der Gesamtbetrag der Zentralbankguthaben der Banken sowie ihrer kurzfristigen Auslandsanlagen verstanden. Ein für die Analyse der Kapitalmarktzensentwicklung sehr brauchbarer Parameter ist der von der Bundesbank, aber auch vom Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung (DIW)/Berlin verwendete Begriff der Bankenliquidität im Sinne eines Quotienten aus den Liquiditätsanlagen der Kreditinstitute und den Nichtbankeneinlagen. Die Anlagepositionen in dieser Liquiditätsquote sind Bestände an Offenmarkttitlen inländischer öffentlicher Emittenten, Bestände an Vorratsstellenwechseln und Privatdiskonten sowie kurzfristige Guthaben bei ausländischen Banken und Anlagen in ausländischen Geldmarktpapieren. In den Vordergrund seiner Liquiditätsuntersuchungen stellt Hübl jedoch eine andere Maßzahl: den Köhlerschen Begriff des Liquiditätssaldos der Kreditinstitute.

Dieser von Köhler in seinen Geldstromanalysen (allerdings als Veränderungsgröße) errechnete Liquiditätssaldo ergibt sich als Bestandsgröße aus der zusammengefaßten statistischen Bilanz aller Kreditinstitute. Demnach ist der Liquiditätssaldo die Differenz zwischen den Einlagen der Nichtbanken bei Banken und den Krediten der Banken an die Nichtbanken oder anders formuliert: die Differenz zwischen dem Mittelaufkommen von Banken bei Nichtbanken und der Mittelbereitstellung der Kreditinstitute an Nichtbanken. Bei der Errechnung dieses Saldos wird die gesamte Passivseite der konsolidierten Bilanz auf Einlagen von Nichtbanken zurückgeführt. Alle Interbankpositionen heben sich ohnehin auf. Auch die Positionen der Aktivseite, bereinigt um die liquiden Mittel, werden letztlich durch Kreditbeziehungen mit dem Nichtbankensektor bestimmt. Stellt man die konsolidierte Bilanz der Kreditinstitute der Zentralbankbilanz gegenüber, so entspricht eine gleich große Passivposition in der Zentralbankbilanz dem Liquiditätssaldo der Kreditinstitute. Das läßt sich von zwei verschiedenen Seiten her erklären:

1. Von den Ursachen der Liquiditätssalden her gesehen müssen bei Geschäften der Nichtbanken mit der Zentralbank laufend Nichtbankeneinlagen bei den

Banken und deren Bestand an Zentralbankgeld verändert werden. Über diese sogenannten „Marktfaktoren“ (weil sie sich letztlich dem Einfluß der Zentralbank entziehen) hinaus kann die Zentralbank noch mit Hilfe der Instrumente der Rediskontkontingent- und Lombardkontingentpolitik sowie durch Einlagen-Schuldenpolitik mit der öffentlichen Hand den Umfang der liquiden Mittel bei den Kreditinstituten beeinflussen.

2. Von der Verwendungsseite der Liquiditätssalden her gesehen müssen die Kreditinstitute bei Entstehung von Liquiditätssalden auch über die Verwendung dieser Mittel Entscheidungen treffen. Dabei bleibt den Kreditinstituten als Gesamtheit nur der Ausgleich über die Zentralbank durch Dispositionen betreffend die Guthaben oder die Kreditaufnahme bei der Zentralbank, die Offenmarktgeschäfte und die Anlage von Mitteln bei ausländischen Kreditinstituten. Die Liquiditätssalden sind somit unter dem Aspekt der Verwendung von liquiden Mitteln bei allen Kreditinstituten die Summe aus Reservenerhöhung bzw. -verminderung, Refinanzierung bzw. deren Abbau, Geldexport bzw. dessen Abbau und den Offenmarktverkäufen bzw. -käufen.

Da Verwendung und Ursachen nur die beiden Aspekte derselben Größe sind, muß eine Ermittlung des Liquiditätssaldos über die Verwendungs- oder Ursachenseite stets zum gleichen Ergebnis führen. Das ist neben der Einfachheit der Abgrenzung ein entscheidender Vorteil des Köhlerschen Liquiditätssaldos: Für seine Errechnung stehen die Verwendungs- und Ursachenseiten sowie die konsolidierte Bilanz der Kreditinstitute als unabhängige Berechnungswege zur Verfügung. Für die Erforschung empirischer Zusammenhänge ist die leichte Quantifizierbarkeit dieses Liquiditätsmaßstabes von besonderem Nutzen.

Nach der Festlegung von Maßziffern für die abhängige und unabhängige Variable des zu untersuchenden Wirkungszusammenhangs werden von Hübl zunächst die allgemeinen Bestimmungsgründe für die Höhe des Kapitalmarktzins als Preis für das Marktobjekt Zahlungsmittel aufgezeigt. Wie bei jeder durch Angebot und Nachfrage geregelten Preisbildung wird sich auch der Kapitalmarktzins nur dann ändern, wenn sich Angebot und/oder Nachfrage verändern. Die Analyse dieses Preisbildungsprozesses macht es daher erforderlich, das gesamte Angebot und die gesamte Nachfrage nach qualitativen und quantitativen Gesichtspunkten zu erfassen. Vor allem eine quantitative Abgrenzung der Marktteilnahme der Kreditinstitute ist notwendig, bevor der Einfluß der Bankenliquidität auf die Zinsentwicklung ermittelt werden kann. Auf dem Emissionsmarkt sind neben den Banken auch andere Wirtschaftsunternehmen, die Öffentliche Hand und das Ausland als Anbieter und Nachfrager nach Titeln (bzw. Nachfrager und Anbieter nach Zahlungsmitteln) tätig. Die privaten Haushalte treten anders als auf den Zirkulationsmärkten, wo sie neben den übrigen Wirtschaftsgruppen sowohl Nachfrage nach als auch Angebot von Titeln entfalten, auf dem Emissionsmarkt nur als Nachfrager nach Wertpapieren auf.

Der Umfang der Marktteilnahme der Kreditinstitute läßt sich aus den Monats- und Geschäftsberichten der Deutschen Bundesbank statistisch erfassen. Demnach ergibt sich folgendes Bild:

1. Auf der Seite des Angebots von Kapitalmarktstiteln betrug der Anteil der Banken an den inländischen Wertpapieremissionen zwischen 1954 und 1967 insgesamt 52 %, also mehr als die Hälfte aller durch den Kapitalmarkt aufgebrachten Finanzierungsmittel. Daten über die Anteile am Renten- und am Aktienmarkt sind erst ab 1960 verfügbar. Danach betrug der Marktanteil der Banken an den Emissionen festverzinslicher Wertpapiere zwischen 1960 und 1967 sogar 69 %, was auf den hohen Anteil von Bankschuldverschreibungen an den Gesamtemissionen zurückzuführen ist. Auf dem Aktienmarkt betrug die den Kreditinstituten zufallende Emissionsquote im gleichen Zeitraum dagegen nur 5 %.
2. Auf der Seite der Nachfrage nach Kapitalmarktstiteln ergibt sich ein Bankenanteil am gesamten Wertpapiermarkt von insgesamt 30 % für den Zeitraum von 1960 bis 1967. In der gleichen Zeit erwarben sie insgesamt 35 % der abgesetzten Rentenwerte (Endabsatzwerte) und 9 % der Aktien.

Betrachtet man den gesamten Wertpapiermarkt, so sind die Banken sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite die bedeutendsten Marktteilnehmer. Das gilt insbesondere durch ihr Übergewicht am Rentenmarkt. In der hohen Gesamtanteilziffer kann sich dadurch der vergleichsweise geringere Anteil auf dem Aktienmarkt verbergen. Auch insofern sollte man die beiden Teilmärkte des Kapitalmarktes streng in dieser Untersuchung trennen.

Es liegt auf der Hand, daß die Höhe des Kapitalmarktzinses als Preis für das Marktobjekt Zahlungsmittel sich dann ändern wird, wenn die ihn bestimmende Angebots-/Nachfragekonstellation sich verschiebt. Der Spielraum der Kapitalmarktzinsentwicklung ist indessen durch bestimmte Schwankungsbreiten eingengt, die durch die Zinssätze konkurrierender Anlagen bzw. Finanzierungsquellen in Gestalt von oberen und unteren Bremslinien sowie definitiven Ober- und Untergrenzen bestimmt werden, wie Hübl an Hand von entsprechenden Untersuchungen Köhlers detailliert nachweist.

Nach diesen für den eigentlichen Funktionalzusammenhang erst vorbereitenden Untersuchungen kann sich Hübl der direkten Analyse der Abhängigkeit des Kapitalmarktzinses vom Liquiditätssaldo der Banken zuwenden. Er beschränkt sich dabei ausschließlich auf die Nachfrageseite der Marktteilnahme der Banken am Kapitalmarkt, so daß nur der Erwerb von festverzinslichen Werten und Dividendenpapieren in Abhängigkeit von der Bankenliquidität gesehen wird. Von der Angebotsseite her werden nur beiläufig Vermutungen über mögliche Zusammenhänge aufgestellt. Stellt man aber allein auf die Nachfrage der Banken nach Wertpapieren ab, so ist zu prüfen, wie dieses Aktivgeschäft der Kreditinstitute durch den Zu- oder Abfluß von Liquidität beeinflusst wird. Der Autor geht dieser Frage zunächst am Beispiel einer einzelnen Bank nach, ehe er die Kreditinstitute als Gesamtheit in den Vordergrund stellt.

Das Aktivgeschäft, aber auch ein großer Teil des Passivgeschäftes, wird nach Liquiditäts- und Rentabilitätsgesichtspunkten ausgerichtet. Bei einer kurzfristigen Betrachtungsweise dominiert das Liquiditätsmotiv, da oberster Grundsatz der Banken eine stete Zahlungsbereitschaft ist. Auch langfristig ist diese Forderung gegeben, daneben tritt jedoch noch das Rentabilitätsstreben. Diese beiden Geschäftsmotive unter Einschluß des Strebens nach Sicherheit müssen

beachtet werden, wenn es darum geht, die Elastizität der verschiedenen Anlagemöglichkeiten von liquiden Mitteln in bezug auf den Zufluß oder Abfluß von Zentralbankgeld bei einer einzelnen Bank festzustellen. Die Kapitalmarktanlage von liquiden Mitteln hätte in einer Skala der Anlageelastizitäten bei einem Zufluß von Liquidität zur Einzelbank einen vergleichsweise geringen Elastizitätswert, da diesem Geschäft innerhalb der gesamten Aktivgeschäfte nur eine Residualstellung zukommt, wie ein Vergleich mit der Liquidität, Rentabilität und Sicherheit anderer Anlageformen wahrscheinlich macht. Fließen einem Kreditinstitut also liquide Mittel zu und kann es diese in einer anderen Anlageform nicht mehr unterbringen, dann wird es erst Wertpapiere erwerben. Daneben gibt es natürlich eine Reihe von anderen Motiven zur Hereinnahme von Wertpapieren, die freilich durchweg alle von der Liquiditätsentwicklung unabhängig sind. Bei einem Abfluß von liquiden Mitteln sind die dazu erforderlichen Abbaumöglichkeiten der Aktiva in ihrer Gesamtheit den entgegengesetzten Anlagemöglichkeiten von Zentralbankgeld bei einem Zufluß von liquiden Mitteln generell gleichzusetzen. Auch hier hätte in der Skala der Liquiditätsabflußelastizitäten der Verkauf von Effekten einen vergleichsweise geringen Wert, der zudem je nach Kursentwicklung differiert. Ein Abbau von überhöhten Kassenbeständen und Guthaben bei der Zentralbank, ein Abbau von Guthaben bei anderen Kreditinstituten bzw. die Aufnahme von Geldmarktkrediten, die Refinanzierungsmöglichkeiten bei der Zentralbank und schließlich auch Offenmarktgeschäfte im In- und Ausland würden bei einem Liquiditätsabfluß dagegen höhere Elastizitäten aufweisen.

Betrachtet man endlich die Liquiditätselastizität von Anlagemöglichkeiten für die Kreditinstitute als Gesamtheit, so ergeben sich gewisse Unterschiede zu den Anlagemöglichkeiten des Einzelinstituts. Die Kreditvergabe und der Wertpapiererwerb sind für die Gesamtheit der Banken keine Anlagemöglichkeit, da durch sie keine Mittel gebunden, sondern nur weitergereicht werden. Allerdings verschiebt sich dadurch das Verhältnis zwischen dem Liquiditätssaldo und den Nichtbankeneinlagen, das „Liquiditätsquote“ genannt wird. Wie sich nun Einlagen und Kredite verändern, hängt davon ab, ob die Wertpapierkäufer bzw. -verkäufer Bankgläubiger oder Bankschuldner sind. Durch die Wertpapiergeschäfte kann wohl die Summe der konsolidierten Bilanz der Kreditinstitute beeinflusst werden und damit die Liquiditätsquote, aber nicht der Liquiditätssaldo, denn jeder Kauf von Nichtbanken verlängert bei Konstanz der den Liquiditätssaldo bestimmenden Marktfaktoren nur die Bilanzsumme, jeder Verkauf verkürzt sie. Eine Elastizität läßt sich demzufolge nicht zwischen Liquiditätssaldo und Wertpapiererwerb errechnen.

Da indessen jede Einzelbank ihr Wertpapiergeschäft auch vom Zufluß bzw. Abfluß von liquiden Mitteln abhängig macht, muß das Wertpapiergeschäft der Kreditinstitute als Gesamtheit nur die Addition der Einzelgeschäfte darstellen. Der Wertpapiererwerb wird im System der Liquiditätssalden ohnehin als Kreditvergabe an Nichtbanken aufgefaßt, so daß die Kreditschöpfungstheorie durch eine Liquiditätssaldenbetrachtung für die Zwecke dieser Untersuchung erweitert werden kann. Über den bekannten Kreditschöpfungsmultiplikator läßt sich durch eine entsprechende Modifizierung eine Obergrenze für den gesamten zusätzlichen Wertpapiererwerb aller Banken als Vielfaches der vorhan-

denen Überschußreserve ermitteln, sofern natürlich die gesamte Kreditschöpfungskapazität nicht bereits durch Vergabe von kurz-, mittel- oder langfristigen Krediten ausgelastet ist. Da die Überschußreserve aber Bestandteil des Liquiditätssaldos (nach seiner Verwendung) ist, wirken alle Veränderungen von Offenmarktanlagen, Geldanlagen im Ausland oder Refinanzierungsmaßnahmen auch auf die Überschußreserve ein.

Über den Liquiditätssaldo der Banken geht auch eine Wirkung auf das Wertpapiergeschäft der anderen Marktteilnehmer aus, da sich in ihm der Liquiditätsstatus der Nichtbanken widerspiegelt. Definitionsgemäß ist die Netto-position der Nichtbanken gegenüber den Kreditinstituten mit dem Liquiditätssaldo identisch. Da sich die Höhe der Wertpapiernachfrage der Nichtbanken aber sehr stark nach ihrer gesamten Netto-position richtet, deren Teil der Liquiditätssaldo der Banken ausmacht, muß von diesem die Höhe des Kapitalmarktengagements der Nichtbanken ebenfalls beeinflußt werden. Dieser Zusammenhang ist bei der Interpretation der empirischen Untersuchung der Wertpapierkurse und Liquiditätsentwicklung in der BRD, wie sie Hübl im Anschluß vornimmt, zu beachten, daß auf der Nachfrageseite nicht nur die Banken als Marktteilnehmer sondern auch die Nichtbanken als Nachfrager indirekt mit in die Analyse einbezogen werden. Insofern ist auch die Höhe des Marktanteils der Banken für den untersuchten Zusammenhang vor allem auf dem Aktienmarkt nicht entscheidend.

Hübl testet in seinem empirischen Teil mit Hilfe von Regressionsanalysen die Abhängigkeit von Aktienindex und Pfandbriefkurs von verschiedenen Maßzahlen der unabhängigen Variablen für die Bundesrepublik im Zeitraum von 1958 bis 1967 an Hand von Monatswerten. Dabei werden die Wertpapierkurse jeweils mit dem Köhlerschen Liquiditätssaldo, den Liquiditätsquoten der Bundesbank und des DIW sowie mit der Liquiditätsquote, wie sie sich aus dem System des Liquiditätssaldos der Banken errechnet, korreliert. Die statistische Prüfung der Abhängigkeiten wird alternativ durch Unterstellung einer linearen und nichtlinearen Verbundenheit der beobachteten Erscheinungen durchgeführt. Es erweist sich, daß sich die aufgrund von arithmetisch-linearen und von halblogarithmischen Regressionsfunktionen gefundenen Kurvenformen am besten an die Beobachtungspunkte der Zeitreihe anpassen und zugleich ökonomisch am ehesten plausibel erscheinen. Die Ergebnisse der Korrelationsrechnung zeigen einen signifikanten Zusammenhang zwischen Wertpapierkursen und Bankenliquidität. Allerdings ist die Intensität der Beziehungen erwartungsgemäß nicht sehr stark, wie die aus der Einfachkorrelation errechneten Korrelationskoeffizienten zeigen. Für die Korrelation mit der Aktienkursentwicklung eignete sich der absolute Liquiditätssaldo am besten, weil im Liquiditätssaldo auch ein Teil der Nichtbankenliquidität zum Ausdruck kommt, so also die Marktteilnahme der Nichtbanken miteinfaßt wird. Für die Rentenkursentwicklung bestanden im Untersuchungszeitraum annähernd gleich enge Beziehungen mit dem Verlauf der einzelnen Liquiditätsquoten, während der Zusammenhang mit dem Liquiditätssaldo sehr schwach war. Das zeigt, daß die Bankenliquidität durch die Liquiditätsquoten besser repräsentiert wird, als durch den Liquiditätssaldo, denn gerade am Rentenmarkt muß sich ja die Bankenliquidität bei dem großen Marktanteil der Kreditinstitute sehr stark auswirken.

Durch die Regression von Pfandbriefkursen und Aktienindizes bezüglich der einzelnen Liquiditätsmaßstäbe versucht Hübl die stochastische Abhängigkeit der Wertpapierkurse vom Erklärungsfaktor Bankenliquidität zum Ausdruck zu bringen. Die errechneten Regressionskoeffizienten sind zwar ausnahmslos positiv, aber über ihre Streuung werden ebensowenig wie über die Autokorrelation der Restschwankungen oder die Methode der Parameterschätzung eingehende Angaben gemacht. Sind die Regressionskoeffizienten aber nicht ausdrücklich gegen Null gesichert, so ist auch ihre isolierte Darstellung mit Hilfe von theoretischen Elastizitätswerten oder der Versuch, auf ihrer Basis die Kapitalmarktkurse zu projizieren, was Hübl im Anschluß unternimmt, in der Aussage eingeengt. Die theoretischen Elastizitätskoeffizienten erhält man durch Differenzierung der abhängigen Veränderlichen nach den Erklärungsfaktoren der Regressionsfunktion und anschließende Multiplizierung des gewonnenen Differentialquotienten mit dem Verhältnis aus unabhängiger und abhängiger Variablen für jeden Punkt der Regressionsgeraden. Die von Hübl errechneten Werte für die tatsächliche Liquiditätselastizität der Wertpapierkurse, die dem Anhang in Tabellenform beigefügt sind, zeigen unterschiedliche Ergebnisse für Monats- und Dreimonatsdifferenzen. So ergeben sich für die Liquiditätssaldenelastizitäten der Aktienkurse Durchschnittswerte von 0,38 für Monatsdifferenzen und 0,98 für Dreimonatsdifferenzen. Für die entsprechenden Durchschnittszahlen der Liquiditätsquotenelastizität der Pfandbriefkurse errechnen sich die Werte von 0,11 bzw. 0,15. Die nach den Formeln für die theoretische Liquiditätselastizität entlang der Regressionsgeraden errechneten Werte sind um so höher, je höher das Kursniveau der Wertpapiere ist, aber stets kleiner oder gleich eins, so daß die prozentuale Reaktion der Kurse theoretisch stets kleiner als die ursächliche prozentuale Veränderung der Liquiditätskennziffer bleibt. — Mit Hilfe der empirisch ermittelten Regressionsfunktionen wird schließlich der Versuch unternommen, Aktien- und Wertpapierkurse zu projizieren. Dabei werden die geschätzten Werte für die zukünftigen Liquiditätssalden nur in die betreffenden Regressionsgeraden eingesetzt. Hübl schränkt indessen selbst die Aussage dieser Projektion mit den Hinweisen auf die Mängel ein, die freilich auch allen Versuchen anhaften, aus einer spezifischen Vergangenheitsanalyse Zukunftswerte abzuleiten, sofern die Wahrscheinlichkeiten für das Gleichbleiben aller hier relevanten Vergangenheitsfaktoren nicht bekannt sind. Hinzu kommt, daß die Analyse allein auf die Nachfrageseite des Kapitalmarktes abstellt.

An den Schluß seiner sehr interessanten Schrift stellt Hübl die Diskussion einiger Thesen und Theorien über das Wertpapiergeschäft der Banken und den Kapitalmarktzins unter den Liquiditätsaspekt. So zeigen sich beispielsweise für die in der Literatur oft geäußerte Meinung einer Konjunkturabhängigkeit des Wertpapiererwerbs der Banken in der BRD ebensowenig Anhaltspunkte wie für die Theorie einer Konjunkturabhängigkeit der Kursentwicklung. Auch ein Verhalten der Banken bei unterschiedlichem Wertpapierkurs gemäß der Keynesianischen Liquiditätspräferenztheorie läßt sich für die Nachkriegszeit in der Bundesrepublik nicht nachweisen. Hinsichtlich der sogenannten „loanable-funds“ Theorie zur Erklärung des Kapitalmarktzinses ist schließlich die ungenügende Berücksichtigung der Kreditschöpfungsfähigkeit der Banken zu kritisieren. Die Geldkapitalbildung als Kapitalangebot spielt beispielsweise für die



Nachfrage nach Wertpapieren keine Rolle. Niemand kann mit Spareinlagen Wertpapiere kaufen, sondern nur mit Zentralbankgeld. Andererseits bedeutet jedoch der Wertpapiererwerb den Banken nichts anderes als eine Kreditvergabe, da die Banken Geld gegen weniger liquide Forderungen tauschen. Diese Transaktionen werden aber wiederum vom Umfang der Bankenliquidität bestimmt. Da die Kreditinstitute die bedeutendste Käufergruppe von Wertpapieren am Kapitalmarkt darstellen, ergibt sich auch hier die kreditpolitische Konsequenz, den Kapitalmarktzins mit Hilfe einer Steuerung der Bankenliquidität zu beeinflussen.

Wolf-Albrecht Prautzsch

*Hoffmann, Wolfgang: Rechtsfragen der Währungsparität, Festsetzung und Vollzug der DM-Parität im Verfassungs-, Verwaltungs- und Völkerrecht; München 1969, XXXIX, 240 S., Ln. DM 38,—*

In der vom Institut für Bankwirtschaft und Bankrecht an der Universität zu Köln herausgegebenen Schriftenreihe ist als Band 5 die Untersuchung Hoffmanns erschienen, die die rechtlichen Probleme der außenwirtschaftlich-, währungs- und seit einiger Zeit wieder einmal auch konjunkturpolitisch höchst bedeutsamen DM-Parität ausführlich erörtert. Eine solche Darstellung fehlte bisher im deutschen Rechtsschrifttum. Jedoch füllt das Buch nun nicht nur bei den Juristen, sondern fast ebenso bei den Ökonomen eine Lücke, wiewohl es dort zugleich eine neue fühlbar werden läßt. Wer sich als Volkswirt die juristischen Aspekte der Währungsparität einverleibt hat, denkt unweigerlich über das von Hoffmann profunde Gebotene hinaus und fragt etwa, wie denn wohl eine „limitierte Stufenflexibilität“, „creeping pegs“ oder etwa eine Flexibilität der Wechselkurse in der Bundesrepublik juristisch zu gestalten wäre. Aber das war nicht Hoffmanns Thema, sondern die gegenwärtige Rechtssituation (und ein bißchen Geschichte) der Parität. Diesen ökonomisch (und auch normativ) geprägten Stoff stellt er mit viel wirtschaftlichem Verständnis rechtswissenschaftlich dar, wobei auch rechtsvergleichende Ausführungen (Hoffmann ist Dr. jur. und LL.M.) interessante Aufschlüsse geben. Leider hat bei der Diskussion des Geldbegriffs und der Geldelemente Otto Veits „Reale Theorie des Geldes“ (1966) nicht verarbeitet, die ihm sicher dazu verholfen hätte, die Geldfunktionen klarer zu trennen und zu bezeichnen. Jedoch hat dies keinen Einfluß auf den Duktus und die Ergebnisse der Untersuchung.

Anhand der internationalen Abkommen sowie der innerstaatlichen Normen erläutert der Verfasser den Inhalt der Eigentumsgarantie, die Geltung des Gesetzesvorbehalts, die zwischen- und innerstaatliche Kompetenzverteilung sowie die Zuordnung von Bundesregierung und Bundesbank. Auch als Beitrag zu strittigen Grundfragen des öffentlichen Rechts ist die Schrift bemerkenswert.

Das Vorwort des Herausgebers, Professor Erman, ist „im Februar 1969“ datiert; die Entscheidung der Bundesregierung vom 9. Mai 1969 war also noch nicht gefallen, als Hoffmann schrieb: „Wenn (binnenwirtschaftliche Maßnahmen nicht möglich sind, die Möglichkeiten der internationalen Koordination nicht ausreichen und) zur Bekämpfung eines außenwirtschaftlich bedingten Ungleichgewichts eine Paritätsänderung erforderlich ist, folgt aus § 4 StabG die Rechtspflicht der Bundesregierung, diese vorzunehmen.“ (S. 107.)

Im November 1968 blieb der Bundesregierung „nur“ die Aufwertung. Dieser Ausweg war der Regierung und dem Gesetzgeber jedoch unerwünscht. Der Gesetzgeber befreite die Bundesregierung deshalb auf ihre eigene Initiative hin von der gesetzlich (§ 4 StabG) begründeten Pflicht zur Aufwertung, indem er das „Gesetz über Maßnahmen zur außenwirtschaftlichen Absicherung gemäß § 4 des Gesetzes zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft (AbsichG)“ erließ. (S. 188.) Wie hätten diese Ausführungen wohl unter dem Eindruck des 9. Mai 1969 gelautet, als „der Gesetzgeber“ eine derartige Legitimation nicht ein zweites Mal schuf? Hoffmann würde — entsprechend befragt — vielleicht lediglich den Hinweis auf S. 189 seiner Arbeit zitieren, „daß der möglichen, in § 4 StabG begründeten Rechtspflicht zur Paritätsänderung kein subjektives Recht des Bürgers entspricht“.

Wilhelm Schmitz-Wellbrock

*Veit, Otto: Währungspolitik als Kunst des Unmöglichen; zwölf Vorträge mit einem Vorwort von Karl Blessing und einem Beitrag von Otmar Emminger. Frankfurt (M.) 1968, 239 S., Ln. DM 30,—*

In diesem Band, den Veit kurz vor Vollendung seines 70. Lebensjahres Ende 1968 herausgab, sind zwölf Vorträge abgedruckt, die er zwischen 1958 und 1968 auf Lehrgängen der Deutschen Bundesbank in Schloß Kleinheubach am Main gehalten hat. Vieles davon ist dem Leser aus der „Realen Theorie des Geldes“ schon bekannt, die Veit 1966 veröffentlichte und zu der diese Vorträge kleinere Vorstudien waren. Oder der Leser des „Grundriß der Währungspolitik“ den Veit 1961 in erster und 1962 in zweiter Auflage unter Mitwirkung von Mitarbeitern herausgab, erkennt Frage- und Problemstellungen wieder, die in diesen Aufsätzen erneut aufgegriffen und deren Inhalt weiter fortgeführt werden.

Acht der zwölf Vorträge ordnete Veit dem ersten Teil des Buches (Gegenwartsprobleme) zu, darunter allein vier Titel zu Fragen der internationalen Währungsordnung. In den vier Titeln des zweiten Teiles (Grundlagen) „geht es um Dinge von prinzipieller und zeitunabhängiger Bedeutung — um das Geld, die Liquidität, den Zins, das Kapital“. (S. 12.) Der Leser der „Realen Theorie“ wird hier kaum Neues erwarten. Interessant ist es aber immerhin, einige bereits bekannte Gedanken Veits in anderer Formulierung zu lesen. Wertvoll ist das Buch vor allem deshalb, weil Veit in ihm an verschiedenen Stellen seine Ablehnung flexibler Wechselkurse weiter begründet, obwohl auch ihm unbestreitbar scheint, „daß das (Bretton-Woods-) System theoretisch recht anfechtbar ist und daß es als Quelle bedeutender Währungsungleichgewichte angesehen werden muß“. (S. 114.) Man braucht sicher nicht in allen Punkten mit Veit einig zu sein, um ihm hohes Niveau und eine gute Lesbarkeit zu attestieren.

Wilhelm Schmitz-Wellbrock