

Manfred Scheuer

# Wirkungen einer Auslandsverschuldung des Staates bei flexiblen Wechselkursen



Manfred Scheuer

## **Wirkungen einer Auslandsverschuldung des Staates bei flexiblen Wechselkursen**

Ausgehend von der zunehmenden quantitativen Bedeutung der Auslandsverschuldung des Staates untersucht der Verfasser zunächst, ob eine derartige Verschuldung in der Lage ist, den inländischen Kapitalmarkt zu entlasten und die Zinsbelastung des Staates zu senken. Anschließend werden die Auswirkungen auf Volkseinkommen, Beschäftigung und Preisniveau im Inland analysiert. Darüber hinaus wird gefragt, inwieweit die Auslandsverschuldung des Staates in der gegenwärtigen bundesdeutschen Situation als zahlungsbilanzpolitisches Instrument eingesetzt werden kann.

Manfred Scheuer, geboren 1952 in Rommelfangen. Studium der Volkswirtschaftslehre an der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg i.Br.; Diplomexamen 1978. Seit 1979 wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Finanzwissenschaft der Universität Freiburg. Promotion 1982 bei Prof. Dr. Alois Oberhauser.

## Wirkungen einer Auslandsverschuldung des Staates bei flexiblen Wechselkursen

# FINANZWISSENSCHAFTLICHE SCHRIFTEN

Herausgegeben von den Professoren  
Albers, Krause-Junk, Littmann, Oberhauser, Pohmer, Schmidt

Band 20



**Verlag Peter Lang**  
FRANKFURT AM MAIN · BERN



Manfred Scheuer

Wirkungen einer  
Auslandsverschuldung  
des Staates bei  
flexiblen Wechselkursen



**Verlag Peter Lang**  
FRANKFURT AM MAIN · BERN

CIP-Kurztitelaufnahme der Deutschen Bibliothek

**Scheuer, Manfred:**

Wirkungen einer Auslandsverschuldung des Staates  
bei flexiblen Wechselkursen / Manfred Scheuer. -  
Frankfurt am Main ; Bern : Lang, 1983.

(Finanzwissenschaftliche Schriften ; Bd. 20)

ISBN 3-8204-7393-9

NE: GT

Open Access: The online version of this publication is published on [www.peterlang.com](http://www.peterlang.com) and [www.econstor.eu](http://www.econstor.eu) under the international Creative Commons License CC-BY 4.0. Learn more on how you can use and share this work: <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0>.



This book is available Open Access thanks to the kind support of ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft.

ISSN 0170-8252

ISBN 3-8204-7393-9

ISBN 978-3-631-75252-4 (eBook)

© Verlag Peter Lang GmbH, Frankfurt am Main 1983

**Alle Rechte vorbehalten.**

**Nachdruck oder Vervielfältigung, auch auszugsweise, in allen Formen wie Mikrofilm, Xerographie, Mikrofiche, Mikrocard, Offset verboten.**

**Druck und Bindung: fotokop wilhelm weihert KG, darmstadt**

## INHALTSVERZEICHNIS

1. Kapitel: Einleitung	11
A. Problemstellung	11
B. Aufbau der Arbeit und methodisches Vorgehen	14
2. Kapitel: Die quantitative Entwicklung der staatlichen Auslandsverschuldung seit Einführung flexibler Wechselkurse	17
A. Definitivische Abgrenzung	17
B. Höhe und Struktur der bisherigen Verschuldung im Ausland	19
I. Absolute und relative Entwicklung	19
II. Die Struktur der ALV	20
a. Die direkte Verschuldung	20
b. Die indirekte Verschuldung	21
3. Kapitel: Die Auslandsverschuldung in fiskalischer und kapitalmarkttheoretischer Sicht	23
A. Das fiskalische und allokativen Ziel als Be- urteilungsmaßstab	23
B. Die Beziehungen zwischen dem privaten grenz- überschreitenden Kapitalverkehr und der öffentlichen Verschuldung	24
I. Die zinsabhängigen Komponenten des privaten grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs	24
II. Die Integration der nationalen Kapitalmärkte	26
a. Der Kapitalverkehr bei vollkommener Kapitalmarktintegration	26
b. Der Kapitalverkehr bei unvollkommener Kapitalmarktintegration	28
1. Die verbleibende Zinsdifferenz	28
2. Das Wechselkursrisiko	29
C. Chancen und Risiken einer Auslandsverschuldung des Staates in fiskalischer und kapitalmarkt- theoretischer Sicht	33
I. Vorteile und Nachteile der indirekten öffent- lichen Auslandsverschuldung und Möglichkeiten zu einer intensiveren Nutzung	33
a. Bonitätsunterschiede zwischen privaten und öffentlichen Kreditnehmern	33

b.	Alternative Wege zu einer Ausweitung der indirekten Auslandsverschuldung	34
1.	Die Aufhebung der Kuponsteuer	34
2.	Ausbau der internationalen Reservewährungsfunktion der DM	34
c.	Die Folgen beschränkten Wettbewerbs auf dem inländischen Kapitalmarkt für den Staat	37
II.	Beurteilung der direkten Verschuldung und Fragen der Ausgestaltung	38
a.	Die Vor- und Nachteile der direkten ALV	38
b.	Beurteilung verschiedener Gestaltungsmöglichkeiten	39
D.	Zusammenfassung	42
4.	Kapitel: Die Reaktion der Zahlungsbilanz auf kapitalimportinduzierte Wechselkursänderungen	44
A.	Das Dilemma der Wechselkursstheorie und die Synthese des Asset-Market-Approach	44
B.	Wechselkursänderungen und Leistungsbilanz	47
I.	Der einfache Wechselkursmechanismus	47
II.	Der Elastizitätsansatz	48
a.	Grundzüge	48
b.	Unterschiedliche lang- und kurzfristige Elastizitätswerte als Ausdruck endlicher Anpassungsgeschwindigkeiten	50
III.	Die Pufferfunktion des kurzfristigen Kapitalverkehrs	52
a.	Der J-Kurven-Effekt	52
b.	Die Rolle der Wechselkurserwartungen	53
C.	Der handelsinduzierte Kapitalverkehr	56
I.	Die Direktinvestitionen	56
II.	Außenhandels- und langfristige Lieferantenkredite	58
D.	Wirkungen auf Drittländer	59
5.	Kapitel: Das Zusammenwirken von Leistungsbilanzveränderung und Staatsausgabenerhöhung	62
A.	Der absorptionstheoretische Ansatz	62
B.	Die konjunkturellen Effekte der staatlichen ALV bei konstanten Terms of Trade	65
I.	Beschäftigung und Preisniveau bei elastischem Geldangebot	65

a.	Die Geldangebotselastizität im System flexibler Wechselkurse	65
b.	Bei Unterbeschäftigung	67
c.	Bei Vollbeschäftigung	68
1.	Das Preisniveau in Abhängigkeit vom Ausgabeverhalten der Wirtschaftssubjekte	68
2.	Der Umverteilungseffekt	69
3.	Der preisinduzierte Vermögenseffekt	70
II.	Nachfrage und Zinsniveau bei unelastischem Geldangebot	71
a.	Wirkungen des Kapitalimports auf den inländischen Geldmarkt	71
b.	Die Verausgabung der Auslandskredite bei zunehmender Leistungsbilanzpassivierung	73
C.	Die konjunkturellen Effekte der staatlichen ALV bei variablen Terms of Trade	74
D.	Zusammenfassung und Vergleich der ALV mit einer gleich hohen Inlandsverschuldung	77
6.	Kapitel: Wirkungen der Finanzierung und der Übertragung des Schuldendienstes ans Ausland	81
A.	Vorbemerkungen	81
B.	Die Aufbringung im Schuldnerland	82
C.	Die Übertragung von Zinszahlungen ans Ausland	83
I.	Der Charakter der Zinsleistungen	83
II.	Die Verwendungseffekte der Zinszahlungen	84
III.	Nachfrage- und Verteilungseffekte der Zinszahlungen	86
a.	Staatliche Ausgabenreduzierung	86
b.	Aufbringung durch Steuererhöhung	87
1.	Die Mehrwertsteuererhöhung	87
2.	Einkommensteuererhöhung	88
IV.	Die kompensatorischen Effekte der Zinszahlungen	89
D.	Kreditrückzahlung an das Ausland	91
I.	Die echte Schuldentilgung	91
II.	Die unechte Schuldentilgung	92
III.	Möglichkeiten und Grenzen einer antizyklischen Stabilitätspolitik durch Tilgung und Austausch von In- und Auslandsschulden	94
a.	Vergleich zwischen In- und Auslandsschuldentilgung	94
b.	Wirkungen einer gegenläufigen Variation von Inlands- und Auslandsschuldung	95

7. Kapitel: Die Auslandsverschuldung als Instrument zur Überwindung von bestehenden Zahlungsbilanzungleichgewichten unter besonderer Berücksichtigung der gegenwärtigen Zahlungsbilanzsituation der BRD	98
A. Anpassung der Prämissen der bisherigen Analyse an die gegenwärtige Leistungsbilanzsituation und das aktuelle Ausgabeverhalten der öffentlichen Hand	98
B. Wirkungen der Finanzierung eines Leistungsbilanzdefizits durch Verschuldung des Staates im Ausland	99
I. Die Wechselkurs- und Leistungsbilanzeffekte der gegenwärtigen ALV	99
II. Beschäftigungswirkungen im Inland	100
a. Die Nachfrageeffekte der Leistungsbilanzreaktionen	101
b. Die ALV als Mittel zur Anregung der privaten Investitionstätigkeit	102
III. Die ALV als Mittel zur Abwehr importierter Preissteigerungen	104
C. Die Hochzinspolitik der Bundesbank und die ALV des Staates als Maßnahmen zum Ausgleich der Kapitalbilanz	105
Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse	109
Literaturverzeichnis	113

## VERZEICHNIS DER ABKÜRZUNGEN UND SYMBOLE

ALV	Auslandsverschuldung des Staates
ILV	Inlandsverschuldung des Staates
WK	tatsächlicher Wechselkurs
WKE	erwarteter Wechselkurs
WÄW	Wechselkursänderungserwartung
$Z_i$	inländischer Zins
$Z_A$	ausländischer Zins
D	Kreditsumme (in DM)
B	Leistungsbilanzsaldo
X	Exportwert
M	Importwert
x	Exportvolumen
m	Importvolumen
$p_x$	Exportgüterpreise (in DM)
$p_m$	Importgüterpreise (in DM)
Y	Volkseinkommen
$C_{pr}$	privater Konsum
$I_{pr}$	private Nettoinvestitionen
$A_{st}$	Staatsausgaben
A	Absorption (Gesamtausgaben der Inländer)
S	Ersparnis
g	Importneigung
c	Konsumneigung
m	Investitionsneigung
a	Absorptionsneigung
s	Sparquote





## 1. KAPITEL: EINLEITUNG

### A. P r o b l e m s t e l l u n g

Schon die Verschuldung des Staates im Inland löst in der Öffentlichkeit heftige Diskussionen aus, die nicht selten das Gespenst des Staatsbankrotts beschwören. Die Verschuldung der öffentlichen Hand im Ausland scheint aber geradezu gegen ein Tabu zu verstoßen. Bei dem bereits hohen Schuldenniveau, das der Staat in der Vergangenheit aufgebaut hat, wird die in den letzten Jahren sprunghaft ansteigende Auslandsverschuldung von den Bundesbürgern vielfach als unsolide empfunden.

Dieses Mißtrauen wird vor allem durch die Presse und die Oppositionsparteien artikuliert. Letztere werfen der Regierung vor, auf diese Weise einen Lebensstandard aufrecht erhalten zu wollen, der nur mit Hilfe von Auslandspump finanziert werden kann. Zum anderen befürchten sie, daß die ans Ausland zu zahlenden Zinsen künftige Generationen belasten (1). Behauptungen, die teilweise in den Zeitungen aufgestellt werden, die Auslandsverschuldung des Staates sei reine Inflationspolitik (2) - ein völlig unhaltbarer Vorwurf, wie sich noch zeigen wird -, erwecken jedoch den Eindruck, daß hier ein Sündenbock gesucht wird, dem ein Teil der gegenwärtigen wirtschaftlichen Probleme aufgeladen werden kann.

Dabei klingen die Argumente für die Auslandsverschuldung, die vor allem von der Bundesregierung vorgetragen werden, durchaus plausibel. Da die Inlandsverschuldung zunehmend in den Verdacht gerät, private Investitionen zurückzudrängen, bietet sich die Auslandsverschuldung (im folgenden ALV genannt) prima facie als ideale Alternative an, den staatlichen Ausgabenspielraum zu erweitern bzw. die Staatsausgaben bei geringerer Belastung des inländischen Kapitalmarktes zu finanzieren.

Zum Teil beruht das spürbare Unbehagen gewiß auf den schlechten Erfahrungen, die das kapitalarme und durch Reparationen zur Ader gelassene Deutsche Reich nach 1923 mit der starken öffentlichen Auslandsverschuldung, die vor allem von den Gemeinden aufgenommen wurde, gemacht hat. Die plötzlichen Abzüge von kurzfristigen Auslandsgeldern trugen Anfang der dreißiger Jahre zur großen Finanz- und Bankenkrise maßgeblich bei.

- 
- 1 Vgl. "Bonn nimmt Kredit in Washington auf", in: F.A.Z. vom 10.4.1980, S.13
  - 2 Vgl. Stuttgarter Zeitung vom 1.8.1981, S.13

Hinzu kommt eine grundlegende emotionale Abneigung, deren Ursprung noch weiter in die Vergangenheit zurückreicht. Auch die ältere Fachliteratur ist von Vorurteilen nicht frei. Äußerst interessant und aufschlußreich, weil in der gegenwärtigen Diskussion ähnliche Argumente vorgetragen werden, ist in diesem Zusammenhang die Stellungnahme des königlich preußischen Staatsministers von Struensee (1) in seinen "Abhandlungen über wichtige Gegenstände der Staatswirtschaft" aus dem Jahre 1800:

"Borgt die Regierung das Kapital ausserhalb Landes: so werden dadurch gewiss die Zahlreichtümer der Nation nicht vermehrt; und da die Zinsen jährlich an die Ausländer zu übermachen sind, so entsteht dadurch nicht nur eine nachtheilige Bilanz, sondern auch selbst eine von Jahr zu Jahr grösser werdende Schwierigkeit, das Capital abzubezahlen. Der Gewinn, den das Land sonst etwa durch einen vortheilhaften Handel erhalten möchte, wird durch die auswärts zu schickenden Zinsen entweder ganz vernichtet, oder doch vermindert;...".(2)

Zwar konstatiert er an einer Stelle, daß eine Verschuldung im Ausland in einzelnen Fällen ratsam sein kann. Eine Kreditaufnahme im Ausland zur Finanzierung eines Leistungsbilanzdefizits - eine derzeit wieder aktuelle Situation - lehnt er jedoch rigoros ab:

"Ein Staat, der eine nachtheilige Bilanz hat, und überdies grosse Capitalien im Auslande schuldig ist, befindet sich freilich in einer der schrecklichsten Lagen. Alle Jahre im Handel zu verlieren, alle Jahre Zinsen an auswärtige Gläubiger zu übermachen: beides zusammengenommen muss unfehlbar einen gänzlichen Bankerott nach sich ziehen. Die Schulden häufen sich immer mehr an, das Eigenthum des ganzen Staates wird an auswärtige Gläubiger übertragen, und der ist zuletzt weiter nichts als der Verwalter eines Vermögens, welches Fremden gehört." (3)

Am verwerflichsten ist aber nach seiner Meinung die Verausgabung der auswärts aufgenommenen Gelder im Ausland:

"Bei diesem Geschäft gewinnt Niemand als etwa die Banquiers, welche die Besorgung desselben haben. Das ganze Land verliert: theils wegen der grösseren Auflagen zu den abzutragenden Zinsen, theils durch diese aus dem Lande zu schickenden Zinsen selbst." (4)

---

1 Struensee, v., Abhandlungen über wichtige Gegenstände der Staatswirtschaft, Berlin 1800. Kapitel 4 wieder abgedruckt in: Das Staatsschuldenproblem, hrsg. von K. Diehl/

David Hume (1), der sich ebenfalls mit der Auslandsverschuldung des Staates beschäftigte, sah noch ein weiteres "Problem":

"(So) macht das Ausland, das einen grossen Theil unserer Staatsschuldscheine im Besitz hat, sich unseren Staat gewissermassen tributpflichtig, und kann es mit der Zeit dahin bringen, dass unser Volk und unsere Industrie dahin auswandert." (2)

Diese "Gefahr" scheint aber bei der derzeit üblichen Verschuldung in den OPEC-Ländern sehr gering zu sein. Die dortigen Lebensumstände und die strengen islamischen Sitten dürften selbst diejenigen von einer Auswanderung abhalten, die unter der Schuldenlast des Staates am stärksten leiden.

Die folgende Untersuchung, die nicht nur die bisher vorgetragenen Argumente problematisieren will, sondern eine breitere Wirkungsanalyse anstrebt, soll einen Beitrag zur Versachlichung der Diskussion leisten. Dies scheint vor allem deshalb angezeigt, weil die ökonomischen Wirkungen einer Auslandsverschuldung des Staates bei flexiblen Wechselkursen noch weitgehend ungeklärt sind. Während staatliche Transfers bei festen Wechselkursen bereits in den zwanziger Jahren im Zusammenhang mit den deutschen Reparationszahlungen Gegenstand einer Kontroverse zwischen Keynes und Ohlin waren und in den nachfolgenden Jahrzehnten so gründlich untersucht wurden, daß kaum noch Fragen offenstehen, ist der Nachholbedarf für den Fall flexibler Wechselkurse noch sehr groß.

Daß diese Lücke durch die vorliegende Arbeit nicht gänzlich geschlossen werden kann, versteht sich von selbst. Der Verfasser hält es deshalb auch für gerechtfertigt, Schwerpunkte zu setzen. So stehen hier die Wirkungen auf das Schuldnerland, im konkreten Fall die Bundesrepublik Deutschland, im Vordergrund, während die ökonomischen Effekte, welche das Gläubigerland oder Drittländer betreffen, nur am Rande angesprochen werden.

---

P.Mombert, Frankfurt-Berlin-Wien 1980, S.46ff.

2 Ebenda, S.47

3 Ebenda, S.64f

4 Ebenda, S.48

1 Hume, D., Nationalökonomische Abhandlungen, deutsch von H.Niedermüller, Leipzig 1877, teilweise wieder abgedruckt in: Das Staatsschuldenproblem, a.a.O., S.30ff

2 Ebenda, S.35

## B. Aufbau der Arbeit und methodisches Vorgehen

Ein Grund für die in der derzeitigen Diskussion häufig anzutreffende falsche Beurteilung der Auslandsverschuldung ist in der Tatsache zu suchen, daß zwischen dem derzeitigen Leistungsbilanzdefizit der Bundesrepublik Deutschland und der Kreditaufnahme des Staates im Ausland nicht rigoros genug unterschieden wird. Um diese Quelle von Mißverständnissen zu vermeiden und die Aufmerksamkeit auf das eigentliche Problem zu lenken, wird zu Beginn der Arbeit eine ausgeglichene Leistungsbilanz für die Ausgangsperiode, also für die Zeit vor der Verschuldung, unterstellt. Diese Voraussetzung gilt für den größten Teil der Arbeit. Erst im 7. Kapitel, wenn die grundsätzlichen Wirkungszusammenhänge bereits geklärt worden sind, soll der Bezug zur derzeitigen Situation hergestellt und die Möglichkeiten der Finanzierung eines Leistungsbilanzdefizits durch Verschuldung des Staates im Ausland analysiert werden.

Die Untersuchung beginnt mit der definitorischen Abgrenzung der staatlichen ALV und der Darstellung verschiedener Gestaltungsmöglichkeiten. Die Beschreibung der quantitativen Entwicklung in den letzten Jahren soll einen Eindruck über die relevanten Größenordnungen vermitteln.

Die eigentliche Wirkungsanalyse setzt mit dem 3. Kapitel ein, das den fiskalischen und kapitalmarkttheoretischen Aspekten der ALV gewidmet ist. Dabei steht die Frage im Vordergrund, ob eine derartige Verschuldung in der Lage ist, den inländischen Kapitalmarkt zu entlasten und die Zinsbelastungen des Staatshaushalts zu senken. Daß hier einzel- und gesamtwirtschaftliche Probleme miteinander verknüpft werden, liegt in der Doppelseitigkeit staatlicher Verschuldung begründet. Wenn staatliche Aktivitäten das Zinsniveau beeinflussen, so hat dies nicht nur Konsequenzen für die Zinsbelastung des Staates, sondern auch für die Verwendung volkswirtschaftlicher Ressourcen durch den privaten und staatlichen Sektor.

Die weitere Vorgehensweise wird im wesentlichen durch die unterschiedliche zeitliche Dauer wirtschaftlicher Anpassungsprozesse geprägt. Die Reaktionsgeschwindigkeit der relevanten ökonomischen Größen bestimmt die Reihenfolge ihrer Berücksichtigung. Da davon ausgegangen werden kann, daß die Gelder im Inland verausgabt und nicht direkt für Güterkäufe im Ausland - ein Vorgang, der eher für ein unterentwickeltes Land als für die Bundesrepublik typisch ist - verwendet werden, wird der Devisenmarkt berührt. Die im System flexibler Wechselkurse eintretenden Wechselkursänderungen beeinflussen die inländische Wirtschaft über monetäre und reale Kanäle. Da die monetären Ströme sich jedoch schneller anpassen als die realen Größen (1), liegt es nahe, mit den Auswirkungen

---

1 Vgl. Würgler, H., Impressionen zur Problematik der Wechselkurspolitik bei flexiblen Wechselkursen - insbesondere

der ALV auf den privaten Kapitalverkehr zu beginnen und die Untersuchung der Leistungsbilanzbeeinflussung anzuschließen.

Vor allem von den Veränderungen der Leistungsbilanz gehen Wirkungen auf die inländische Wirtschaft aus. Diese werden unter Berücksichtigung verschiedener konjunktureller Ausgangssituationen in Kapitel 5 und 6 abgeleitet. Die Niveauveränderungen der Makrogrößen Beschäftigung, Preisniveau und Volkseinkommen stehen zwar im Vordergrund, an geeigneter Stelle werden aber auch Verteilungseffekte angesprochen. Gleiches gilt für die Analyse der mit der Auslandsverschuldung verbundenen Zins- und Tilgungszahlungen. Neben den Einflüssen, die von der Leistungsbilanzreaktion ausgehen, müssen jeweils die Veränderungen der staatlichen Ausgaben- und Einnahmepolitik mitberücksichtigt werden. Schließlich gehen von der Verausgabung der Mittel in der Schuldaufnahmephase und der Finanzierung in der Zins- und Tilgungsphase nicht unerhebliche Wirkungen aus.

Die bisherige Vorgehensweise, eine Verwendung der Gelder zur Finanzierung zusätzlicher staatlicher Ausgaben zu unterstellen, hatte für die Vergangenheit durchaus ihre Berechtigung. Derzeit ist jedoch eher eine Verlagerung der Kreditaufnahme zum Ausland bei gleichzeitiger Reduzierung der Inlandsverschuldung (ILV) zu beobachten, die möglicherweise auch noch weiter anhält. Begründet wird diese Entwicklung u.a. mit der Notwendigkeit, das vor allem durch die Ölpreisexplosion entstandene Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren. Die sich hieraus ergebenden Fragen sind Gegenstand des 7. Kapitels.

Den Argumentationsrahmen bildet ein Zwei-Länder-Modell, in dem das Inland als Schuldnerland dem Rest der Welt gegenübergestellt wird. Für diese Vorgehensweise sprechen verschiedene Gründe: Erstens kommt für eine jährliche Neuverschuldung in der Größenordnung, wie sie derzeit üblich ist, nur der Dollar-Raum in Frage, der sich aber nach nationalen Gesichtspunkten kaum abgrenzen läßt. Denn die mit der Verschuldung verbundenen ökonomischen Effekte treten nicht nur zwischen Schuldner- und Gläubigerland auf, sondern betreffen den gesamten Wirtschaftsraum, der seinen Außenwirtschaftsverkehr vorzugsweise in amerikanischer Währung abwickelt. Dazu gehören neben den USA auch die OPEC-Länder und eine Reihe anderer Staaten der Dritten Welt, die ihre Einkünfte überwiegend aus Rohstoffverkäufen erlösen, die nahezu ausschließlich in Dollar abgewickelt werden. Es ist also, zumindest aus inländischer Sicht, gleichgültig, ob die Kredite aus Saudi-Arabien oder aus den Vereinigten Staaten stammen. Zweitens werden auch die nicht zum Dollar-Raum gehörenden Länder, wie noch im einzelnen zu zeigen ist, durch derartige Transaktionen berührt. Es treten Dispersionseffekte auf, die die direkten Beziehungen zwischen Gläubiger- und Schuldnerland teilweise auflösen.

---

gewonnen am Fall Schweiz, in: Internationale Anpassungsprozesse, hrsg. von A.Woll, Berlin 1981, S.233



Bei den Größenverhältnissen des Dollar-Kapitalmarktes und des in Dollar rechnenden Wirtschaftsraumes kann man sich nur schwer vorstellen, daß eine jährliche Verschuldung etwa zwischen 10 und 20 Mrd. DM - die anschließende Wirkungsanalyse geht von einer Verschuldung in dieser Größenordnung aus - die Zinssätze an den Dollar-Kapitalmärkten oder gar Beschäftigung und Preisniveau dieses Raumes nennenswert beeinflussen. Nimmt man den Dispersionseffekt hinzu, so sind Rückwirkungen auf die inländische Volkswirtschaft kaum zu erwarten. Im Verhältnis zum "Rest der Welt" erscheint die BRD als kleines Land, auch wenn sie zu den größeren Industrieländern zählt. Ein Kapitalimport hat deshalb allenfalls für die inländische Wirtschaft signifikante Folgen, während die Makrogrößen des Auslandes nur unwesentlich verändert und deshalb als exogen vorgegeben betrachtet werden können.

Grundsätzlich wird ein System reiner Wechselkursflexibilität unterstellt, das größere Interventionen der Zentralbank am Devisenmarkt ausschließt. Allein diese rigorose Annahme macht es möglich, eindeutige Aussagen abzuleiten. Das in der Realität anzutreffende "managed floating" stellt lediglich eine Mischung zwischen den beiden Wechselkurssystemen dar. Geht die Zentralbank zur massiven Wechselkursunterstützung über, so liegt de facto ein System fester Wechselkurse vor. Lediglich Maßnahmen zur Glättung von Kursschwankungen, die sich im Zeitablauf mehr oder weniger kompensieren, können mit einem flexiblen Wechselkurssystem vereinbart werden.

Die gleichen Überlegungen lassen es sinnvoll erscheinen, Probleme, die sich aus der Existenz des Europäischen Währungssystems ergeben, zu vernachlässigen. Das EWS, das weitgehend nach den Prinzipien fester Wechselkurse funktioniert, läßt sich allenfalls unter der Annahme berücksichtigen, daß evtl. Wechselkursbewegungen innerhalb der erlaubten Schwankungsbreite stattfinden.

Soweit es sinnvoll erscheint, werden Vergleiche zwischen In- und Auslandsverschuldung angestellt (1). Die Unterschiede zwischen beiden Verschuldungsformen lassen sich auf diese Weise recht eindrucksvoll demonstrieren und die Beurteilung der ALV wird erheblich erleichtert. In diesem Zusammenhang ist auch daran zu erinnern, daß für die Beurteilung wirtschaftlicher Maßnahmen die Berücksichtigung der jeweils relevanten Alternative erforderlich ist (2). Der Einwand, daß durch die Wahl entsprechender Vergleichsgrößen nahezu jede beliebige Aussage erzielt werden könnte (3), trifft in diesem Fall weniger zu, da sich die Inlandsverschuldung als Vergleichsmaßstab geradezu aufdrängt.

- 
- 1 Da eine direkte Verschuldung des Staates bei der Zentralbank aus institutionellen Gründen ausgeschlossen ist, kommt lediglich eine Verschuldung des Staates bei Geschäftsbanken und Nichtbanken in Betracht.
  - 2 Vgl. Andel, H., Zur These von den unsozialen Verteilungswirkungen öffentlicher Schulden, in: Public Finance,

## 2. KAPITEL: DIE QUANTITATIVE ENTWICKLUNG DER STAATLICHEN AUSLANDSVERSCHULDUNG SEIT EINFÜHRUNG FLEXIBLER WECHSELKURSE

### A. D e f i n i t o r i s c h e   A b g r e n z u n g

Nach der Definition des Statistischen Bundesamtes werden "als Auslandsschulden ... auf fremde Währung lautende Schulden nachgewiesen, die gegenüber Gläubigern außerhalb des Wahrungsgebietes entstanden sind" (1). Damit werden alle direkten, auf DM lautenden Kreditaufnahmen, die fast die gesamte ALV der üblichen Hand ausmachen, in der offiziellen Finanzstatistik nicht erfaßt (2). Unter Wirkungsgesichtspunkten ist die Vernachlässigung der DM-Direktkredite jedoch nicht gerechtfertigt. Es macht prinzipiell keinen Unterschied, ob der Gläubiger seine Währung gegen DM am Devisenmarkt einkauft und dem Schuldnerland einen DM-Kredit gewährt oder die Umtauschaktion vom Kreditnehmer vorgenommen wird. Die Wahl der Währung ist lediglich für die Verteilung des Wechselkursrisikos von Bedeutung.

Die von der Deutschen Bundesbank verpflichten Statistiken (3) tragen diesem Tatbestand Rechnung. Allerdings wird hier nur die Gesamtverschuldung ausgewiesen, ohne nach direkter und indirekter Kreditaufnahme zu differenzieren. Eine direkte Verschuldung im Ausland liegt vor, wenn der Staat auf den internationalen Kreditmärkten unmittelbar als Nachfrager auftritt und sich seine Mittel in Konkurrenz zu anderen Marktteilnehmern verschafft (4).

Von einer indirekten Verschuldung spricht man, "... wenn Staatspapiere zunächst von Inländern erworben, dann aber an Ausländer (genauer an Gebietsfremde, Anm.d.Verf.) weiterverkauft werden" (5). Während sich die Wertpapierkäufe der Ausländer ohne Schwierigkeiten der ALV zurechnen lassen, da eine

---

Band 24, 1969, S.69f

- 3 Vgl. Hauser, H.J., Verteilungswirkungen der Staatsverschuldung, Frankfurt/Main, Bern, Las Vegas 1979, S.23
- 1 Statistisches Bundesamt, Schulden der üblichen Haushalte (Fachserie 14, Reihe 5), zitiert nach: Thormählen, Th., Kreditaufnahme des Staates im Ausland, in: WSI-Mitteilungen, Heft 1, 1981, S.36
- 2 Vgl. Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik des Staates, erstattet vom Wissenschaftlichen Beirat beim BMF, Bonn 1979, S.100
- 3 Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Statistischer Teil, "Entwicklung der üblichen Verschuldung", laufende Verpflichtenungen
- 4 Vgl. Thormählen, Th., Kreditaufnahme des Staates, a.a.O., S.37
- 5 Ebenda, S.37

direkte finanzielle Beziehung zwischen Gläubiger und Schuldner zustandekommt, könnte die Abtretung von Schuldscheinforderungen gegen den Staat an Gebietsfremde mit einiger Berechtigung auch dem Kapitalverkehr der Banken zugerechnet werden. Die Initiative dazu geht weitgehend von den Banken aus (1). Dagegen spricht jedoch, "... daß die ausländischen Erwerber in erster Linie am Kauf von Schuldtiteln deutscher öffentlicher Emittenten interessiert sind" (2).

Der Verkauf von Wertpapieren an Ausländer wird in der BRD nur geringfügig eingeschränkt. Aufgrund vertraglicher Abmachungen unterbindet der Bund etwa die Abgabe von Bundesschatzbriefen und Finanzierungsschätzen an Ausländer. Gesetzliche Abgabebeschränkungen galten bisher für Verkäufe von Wertpapieren oder Geldmarkttiteln mit kurzen Restlaufzeiten. Damit sollten Störungen am Geld- und Devisenmarkt verhindert werden. Seit Februar 1980 sind auch diese Einschränkungen aufgehoben. Zur Steuerung der Schuldscheinabtretungen an Ausländer, die auf dem sogenannten Wege der Zession erfolgen (3), stehen dem Bund ebenfalls diese beiden Wege offen. Einmal kann er als Geschäftspartner der Banken ein Abtretungsverbot vertraglich durchsetzen. Zum anderen besteht die Möglichkeit, auf dem Verordnungswege generelle Abtretungsverbote auszusprechen oder eine Genehmigungspflicht einzuführen, die dann jedoch auch für Schuldscheinabtretungen nichtstaatlicher Schuldner gilt. Die Genehmigungspflicht kam bisher faktisch einem Verkaufsverbot gleich, da die Bundesbank grundsätzlich keine Genehmigungen erteilte.

Neben den Banken gibt auch die Bundesbank, allerdings nur in geringem Umfang, Schuldtitel des Staates an ausländische Währungsbehörden weiter (4). Bei diesen Titeln handelt es sich bisher allerdings ausschließlich um Mobilisierungs- und Liquiditätspapiere, die der Bund auf Verlangen der Bundesbank bis zu einer gewissen Höhe ausstellen muß, deren Gegenwert ihm aber nicht gutgeschrieben wird. Die Verbindlichkeiten aus den abgegebenen Papieren werden von der Bundesbank übernommen (5). Eine Kreditgewährung an den Staat kommt mithin nicht zustande, so daß dieser Vorgang hier vernachlässigt

- 
- 1 Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Februar 1978, S.37
  - 2 Ebenda, S.37
  - 3 Inländische Kreditinstitute können auslandsfähige Schuldscheine des Bundes bis zu drei Monaten nach dem Erwerb ins Ausland weitergeben und die Abtretung der Schuldscheine nachmelden.
  - 4 Vgl. Kloten,N., Die D-Mark als internationale Anlage- und Reservewährung - Folgen für den Kapitalmarkt aus notenbankpolitischer Sicht, in: Die Deutsche Mark als internationale Anlage- und Reservewährung, hrsg. von Bruns,G./ Häuser,K., Frankfurt/Main 1981, S.86. Vgl. ebenso Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, November 1979, S.31.
  - 5 Vgl. Duwendag,D. u.a., Geldtheorie und Geldpolitik, Köln



werden kann. Inwieweit die Abgabe ökonomisch sinnvoll ist, soll noch an späterer Stelle diskutiert werden.

## B. Höhe und Struktur der bisherigen Verschuldung im Ausland

### I. Absolute und relative Entwicklung

Berücksichtigt werden im folgenden nur die "neuen" Schulden der Gebietskörperschaften, die zur Finanzierung der öffentlichen Haushalte im Ausland aufgenommen wurden. Die "alten" Schulden, die sich aus den Vorkriegs- und Nachkriegsschulden zusammensetzen und im Londoner Schuldenabkommen von 1953 geregelt worden sind, spielen nach der Rückzahlung der Young-Anleihe im Jahre 1980 mit 15 Mill.DM quantitativ keine Rolle mehr (1).

Tab.1: Höhe und Anteil der ALV an der Gesamtverschuldung des Staates

Jahr	Schuldenstand insgesamt	davon Auslandsschulden	Zunahme der ALV	
	Mrd.DM	Mrd.DM	v.H.	Mrd.DM
1972	156,1	2,6	1,7	-
1973	167,3	3,6	2,1	1,0
1974	192,4	4,4	2,3	0,8
1975	256,4	7,3	2,8	2,9
1976	296,7	13,7	4,6	6,4
1977	328,5	14,2	4,3	0,5
1978	370,8	16,2	4,4	2,0
1979	413,9	18,7	4,5	2,5
1980	468,7	41,6	8,9	23,0
1981	546,1	66,8	8,2	25,2

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Tabelle VII/6

1977, S.260 und Compendium bankstatistischer Fachbegriffe, Stichwort: Mobilisierungspapiere, S.342

- 1 Vgl. Thormählen, Th., Kreditaufnahme des Staates, a.a.O., S.39

Die zunehmende Bedeutung der ALV gerade in den letzten Jahren geht aus dieser Tabelle deutlich hervor. Der Anteil der ALV an der Gesamtverschuldung, der in den 70er Jahren noch relativ gering war, stieg seit 1979 sprunghaft von 4,5% auf rd. 12% im Jahre 1981 an. Die Distanz zu den Werten anderer Industrieländer (USA: 19 v.H., Großbritannien: 16 v.H.) ist spürbar geschrumpft (1).

## II. Die Struktur der ALV

### a. Die direkte Verschuldung

Aufgrund der mangelhaften statistischen Erfassung sind genaue Angaben über die Struktur der ALV nicht verfügbar. Die Entwicklung der direkten Verschuldung läßt sich nur aus den Pressemitteilungen annähernd rekonstruieren. Zwischen 1974 und 1976 verschaffte sich der Bund rd. 1 Mrd.DM auf ausländischen Kreditmärkten (2). Den größten Teil dieses Betrages stellten Schweizer Banken zur Verfügung (3).

Ein Kreditvorgang besonderer Art kam Ende 1978 durch den Verkauf der Carter-Notes zustande. Ein Teil des Verkaufserlöses (3 Mrd.DM), der für Interventionszwecke gedacht war, wurde zwischen Dezember 1978 und September 1979 vorübergehend der Bundesregierung gegen Hergabe kurzfristig kündbarer Schuldscheine zur Verfügung gestellt. Im Jahre 1980 hat dann der Bund 4,5 Mrd.DM von den USA übernommen (4), die von diesen nicht mehr benötigt wurden, weil die Dollar-Unterstützung obsolet geworden war. Da sich an der Zeichnung der Carter-Notes nur Gebietsansässige beteiligen durften, hat die Übernahme dieser Mittel durch den Bundeshaushalt den Devisenmarkt nicht berührt. Letztlich stammen diese Mittel vom inländischen Kapitalmarkt (5).

Die direkten Kredite der OPEC-Staaten, die insbesondere von den Staatsbanken Saudi-Arabiens und Kuwaits bereitgestellt wurden, beliefen sich 1980 auf 5,5 Mrd.DM (6). Für 1981 wird dieser Betrag wahrscheinlich deutlich überschrit-

- 
- 1 Vgl. Thormählen, Th., Kreditaufnahme des Staates, a.a.O., S.37
  - 2 Vgl. Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik des Staates, a.a.O., S.100
  - 3 "Bund pumpt in der Schweiz", in: Handelsblatt Nr.103 vom 10.6.1976, S.1
  - 4 Vgl. BMF-Finanznachrichten vom 4.12.1980, S.4
  - 5 Vgl. Thormählen, Th., Kreditaufnahme des Staates, a.a.O., S.38
  - 6 Vgl. BMF-Finanznachrichten vom 4.12.1980, S.4

ten; die Höhe der Gesamtverschuldung im Ausland, die Ende Oktober bereits über 26 Mrd.DM lag, deutet darauf hin (1).

Für die nächsten Jahre sind bereits weitere Direktkredite eingeplant. Das Programm der Kreditanstalt für Wiederaufbau zur Förderung der Investitionstätigkeit, das in den kommenden Jahren abgewickelt wird, soll überwiegend mit Auslandsgeldern finanziert werden (2).

Es fällt auf, daß bei den bisher erwähnten Direktabschlüssen mit ausländischen Gläubigern nur der Bund als Kreditnehmer aufgetreten ist und diese Kredite ausschließlich auf DM lauten. Gegen diese ungeschriebene Regel hat als einzige der untergeordneten Gebietskörperschaften die Stadt Bonn verstoßen. Im Frühjahr 1979 nahm sie ein Darlehen in Höhe von 50 Mill. Franken in der Schweiz auf. Dies war gleichzeitig der einzige Fremdwährungskredit in dem hier relevanten Zeitraum (3). Das gilt für die gesamte Auslandsverschuldung, da die indirekte Kreditaufnahme ohnehin nur in DM erfolgen kann.

#### b. Die indirekte Verschuldung

Im Vergleich zur direkten erreicht die mittelbare Verschuldung weitaus beachtlichere Größenordnungen. Dies wird klar, wenn man die direkte Kreditaufnahme von der Gesamthöhe der ALV in Tabelle 1 in Abzug bringt. Ähnlich wie bei der Inlandsverschuldung zeichnet sich auch hier ein Trend weg von den Wertpapieren zugunsten von Schuldscheindarlehen ab (4). Ein wesentlicher Grund liegt wohl in der unterschiedlichen steuerlichen Behandlung. Im Gegensatz zu den Wertpapiererträgen aus Inlandsemissionen, die der Kuponsteuer unterliegen, wenn die Papiere sich im Besitz von Gebietsfremden befinden, sind die Zinseinkünfte aus Schuldscheindarlehen im Inland quellensteuerfrei. Die mangelnde Fungibilität der Schuldscheine ist für die ausländischen Anleger offensichtlich kein Hinderungsgrund.

Über die Herkunft der aus der indirekten Verschuldung stammenden Mittel erfährt man im allgemeinen wenig. Eine Aufgliederung nach einzelnen Gläubigerländern stößt nach Angaben des Bundesfinanzministerium nicht nur auf statistische Schwierigkeiten, "... sondern würde auch die bei Geschäften mit Kreditinstituten zu wählende Vertraulichkeit berühren" (5). Dennoch

- 
- 1 Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 26.11.1981, S.13
  - 2 Vgl. "Auslandskredite: Schelte von der Bundesbank", in: Wirtschaftsdienst, Heft 5, 1981, S.213
  - 3 Vgl. Dickertmann, D., Häberle, L., Finanzierung durch Auslandsverschuldung?, in: Wirtschaftsdienst, Heft 7, 1979, S.336
  - 4 Vgl. Thormählen, Th., Kreditaufnahme des Staates, a.a.O., S.37
  - 5 Vgl. BMF-Finanznachrichten vom 4.12.1980, S.4

ist es kein Geheimnis, daß der Großteil der ans Ausland abgetretenen Schuldscheine von den OPEC-Ländern aufgekauft wurde - 1980 waren es etwa 6,5 Mrd. Wahrscheinlich sind aber in den Beträgen, die den USA und anderen Ländern zugerechnet werden, ebenfalls OPEC-Gelder enthalten. Denn Kapitalströme, die unter Zwischenschaltung von Eurobanken in die BRD geflossen sind, werden statistisch den Industrieländern als den Domizilländern der Eurobanken oder gar den off-shore Plätzen in den Entwicklungsländern zugerechnet (1).

Eines der wichtigsten Motive, Forderungen gegenüber der öffentlichen Hand zu erwerben, ging in den vergangenen Jahren von dem Wunsch ausländischer Währungsbehörden aus, die Anlage von Währungsreserven zu diversifizieren, d.h. andere als die traditionellen Reservewährungen Pfund und Dollar zu präferieren (2). Die zunehmende Bedeutung der DM als Reservewährung ging mit dem Abbau der Reserverolle des Pfund-Sterling einher. Wieviel von den DM-Anlagen ausländischer Währungsbehörden auf Staatspapierkäufe am deutschen Kapitalmarkt entfällt, läßt sich ebensowenig feststellen, wie bei den im Ausland plazierten Schuldscheinen, da die letzten Besitzer für die staatlichen Emittenten häufig unbekannt bleiben (3).

- 
- 1 Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Mai 1981, S.19, FN 6
  - 2 Vgl. Boeck, K./Gehrmann, K., Die DM als internationale Reservewährung, Hamburg 1974, S.24
  - 3 Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, November 1979, S.31

### 3. KAPITEL: DIE AUSLANDSVERSCHULDUNG IN FISKALISCHER UND KAPITALMARKTTHEORETISCHER SICHT

#### A. Das fiskalische und allokativ e Ziel als Beurteilungsmaßstab

Das fiskalische Ziel des Staates fordert in seiner allgemeinen Formulierung, eine möglichst geringe Belastung der öffentlichen Haushalte anzustreben. Konkret heißt das, daß bei gegebener Staatsschuld die auf den öffentlichen Haushalt entfallenden Kreditkosten zu minimieren sind. Da die Zinskosten den Hauptanteil an den Kreditkosten ausmachen, steht die Begrenzung der Zinsbelastung im Vordergrund. Darüber hinaus soll die öffentliche Haushaltswirtschaft durch Maßnahmen der Schuldenpolitik möglichst wenig beeinträchtigt werden. Aus diesem Grunde ist eine kurzfristige Verschuldung, auch wenn sie im Vergleich zur langfristigen Kreditaufnahme Zinsvorteile bringt, nicht in jedem Fall vorzuziehen, da die häufiger anfallenden Umschuldungsprozesse die finanzielle Manövrierfähigkeit des Staates stärker einengen als dies bei langfristiger Verschuldung der Fall ist (1).

Die allokativ e Zielsetzung, die aus den bereits genannten Gründen mit dem fiskalischen Ziel eng korrespondiert, verlangt eine möglichst effiziente Verwendung knapper Kapitalmittel. Die Kreditaufnahme des Staates im Inland verstößt gegen dieses Ziel, wenn sie private Investitionen in einem Umfang zurückdrängt, der das wünschenswerte Wachstum behindert.

Aus diesen Zielsetzungen folgt als grobe Verhaltensregel, daß sich eine Aufnahme von staatlichen Auslandskrediten immer empfiehlt, wenn dort das Zinsniveau günstiger ist als im Inland. Zu beachten ist aber, und dies wird häufig nicht gesehen, daß die Ausnutzung von Ertragsdifferenzen nicht allein in der Hand des Staates liegt. Sind die Ertragsdifferenzen ausreichend groß, so werden auch private Wirtschaftssubjekte verstärkt Kapital aus dem Ausland importieren bzw. weniger nach dort exportieren (2). Eine Verschuldung des Staates ist deshalb nur dann sinnvoll, wenn sie quantitativ und/oder preislich die Ergebnisse des privaten grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs übertrifft. Ob und unter welchen Bedingungen dies zu erwarten ist, soll im folgenden untersucht werden. Dazu müssen aber zunächst die Reaktionen des privaten Kapitalverkehrs offengelegt werden.

- 
- 1 Vgl. Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik des Staates, a.a.O., S.19
  - 2 Vgl. Härtel, H.H., Kreditstopp für den Staat?, in: Wirtschaftsdienst, Heft 6, 1981, S.264

## B. Die Beziehungen zwischen dem privaten grenzüberschreitenden Kapitalverkehr und der öffentlichen Verschuldung

### I. Die zinsabhängigen Komponenten des privaten grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs

In der Kapitalbilanz wird nach der Fristigkeit der zugrundeliegenden Geschäfte zwischen langfristigem und kurzfristigem Kapitalverkehr unterschieden, wobei Forderungen und Verbindlichkeiten mit Laufzeiten von mehr als einem Jahr als langfristig eingestuft werden. Diese Abgrenzung sagt aber über die Dauer der tatsächlichen Engagements wenig aus. Denn "... so manche auf kurze Sicht gewährten Kredite sind zu langfristigen ausgewachsen und viele Wertpapiertransaktionen, die in der Statistik als langfristige Kapitalbewegungen erscheinen, sind rein spekulativer Natur und werden bald nach Jahresabschluß (oder Quartalabschluß) wieder rückgängig gemacht" (1). Dies gilt insbesondere für die Anlagen ausländischer Währungsbehörden oder Staatsbanken im Inland (2). Währungsreserven werden naturgemäß kurzfristig angelegt, damit sie ihrer Funktion als volkswirtschaftliche Liquiditätsreserven gerecht, das heißt im Bedarfsfall, etwa zur Finanzierung eines vorübergehenden Zahlungsbilanzdefizits, schnell mobilisiert werden können (3). De facto stehen sie jedoch langfristig zur Verfügung, wie sich aus der Anlagedauer der deutschen Währungsreserven in den Vereinigten Staaten ersehen läßt. Wenn im folgenden von lang- bzw. kurzfristigem Kapitalverkehr die Rede ist, muß dieser Tatbestand berücksichtigt werden.

In der Zahlungsbilanzstatistik wird der Kapitalverkehr weiter aufgesplittet: Als die wichtigsten Bestandteile des langfristigen Kapitalverkehrs werden Direktinvestitionen, Kredite und Darlehen, sowie Portfolio-Investitionen, die den Erwerb fungibler ausländischer Wertpapiere umfassen, ausgewiesen. Der kurzfristige Kapitalverkehr wird nach institutionellen Gesichtspunkten in den der Kreditinstitute, der Wirtschaftsunternehmen und privaten Haushalte unterteilt.

- 
- 1 Machlup, F., Der Außenwert des Dollar, Tübingen 1974, S.12
  - 2 Obwohl es sich hierbei nicht um privaten Kapitalverkehr im strengen Sinne handelt, ist eine Zurechnung aus mehreren Gründen gerechtfertigt. Insbesondere den von den Staatsbanken der OPEC-Länder getätigten Anlagen ist es häufig nicht anzusehen, ob das Motiv, Währungsreserven aufzubauen, dahintersteht oder schlicht und einfach das Streben nach höchster Rendite den Ausschlag gibt. Eine statistische Aufgliederung ist deshalb kaum möglich. Außerdem spielen auch beim Aufbau und der Haltung von Währungsreserven Renditeüberlegungen eine bedeutende Rolle. Die Entscheidungskriterien stimmen in vieler Hinsicht mit denen überein,



Da die Bestimmungsgründe der einzelnen Komponenten daraus nicht zu ersehen sind, der Ausgleich von Zinsdifferenzen aber nur von den zinsabhängigen Transaktionen geleistet werden kann, soll der Versuch gemacht werden, aus diesen Positionen die herauszuziehen, die primär vom Zins beeinflusst werden (1) - die Einteilung kann nur sehr grob sein, da über die einzelnen Motive im internationalen Kapitalverkehr detailliertere Informationen nicht zu erhalten sind. Dieser Gruppe lassen sich die Portfolio-Investitionen, der kurzfristige Kapitalverkehr der Banken und ein Teil des Kreditverkehrs der privaten Unternehmen und der privaten Haushalte zurechnen. Letztlich sind auch die übrigen Komponenten zum Teil zinsabhängig, andere Bestimmungsfaktoren überwiegen jedoch. So werden die Direktinvestitionen mit Sicherheit durch Zinssatzdifferenzen am wenigsten bestimmt. Für den Teil des kurz- und langfristigen Kapitalverkehrs der Unternehmen, der als Lieferantenkredit gewährt wird, gelten - wie noch zu zeigen ist (2) - ebenfalls andere Abhängigkeiten. "Diese Art von Kapitalexport ist weitgehend unabhängig vom Zinsgefälle im Ausland und überdies mit dem Güterexportgeschäft eng verbunden ..." (3).

In den zinsabhängigen Positionen schlagen sich sowohl die Bestrebungen der Banken, sich im Ausland zinsgünstig zu refinanzieren (4), die Bemühungen der privaten Unternehmer, dort einen Teil ihres Fremdkapitalbedarfs zu decken sowie die Suche der privaten Haushalte nach den renditestärksten Anlagemöglichkeiten nieder. Die statistischen Erhebungen der Bundesbank

---

die auch dem privaten Kapitalverkehr im engeren Sinne zugrundeliegen.

- 3 Vgl. Kern, M., Funktionen und Anlageformen von Währungsreserven der Zentralbank bei festen Wechselkursen, Diss. Freiburg 1976, S. 22
- 1 Vgl. Sauernheimer, K.H., Internationale Kapitalbewegungen, flexible Wechselkurse und gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht, Hamburg 1980, S. 71. In der Literatur wird in diesem Zusammenhang zwischen zwei Motiven getrennt. Der Stockshift-Effekt charakterisiert Bestandsumschichtungen bei gegebenem Gesamtvermögen infolge veränderter relativer Erträge. Der Continuing-Flow-Effekt kennzeichnet das Verhalten der Wirtschaftssubjekte, Vermögenszuwächse als Ersparnisse zum Teil in Auslandsforderungen anzulegen. Neben dem Zins, der den Anteil bestimmt, wird der Kapitalverkehr auch vom Einkommen beeinflusst.
- 2 Siehe S. 58ff
- 3 Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1979, S. 41
- 4 Vgl. Rabich, H., Refinanzierungsentscheidungen und Refinanzierungsquellen deutscher Banken unter besonderer Berücksichtigung des Eurogeldmarktes, Diss. Würzburg 1972, S. 46

können dies für die letzten Jahre eindrucksvoll bestätigen. Vor allem die Institute des längerfristigen Kredits haben zwischen 1979 und 1980 in erheblichem Umfang Schuldscheine im Ausland untergebracht, um ihre hohe Kreditgewährung an die öffentlichen Stellen zu refinanzieren (1). Die Unternehmen nahmen im Jahr 1979 für 13,5 Mrd. DM kurzfristige Finanzkredite im Ausland auf. Diese Entwicklung setzte sich 1980 jedoch nicht mehr fort, da der schwindende Kostenvorteil von Euro-DM-Krediten eine Kreditaufnahme im Ausland zunehmend uninteressant machte.

Angesichts dieser Zahlen stellt sich die Frage, weshalb der Staat die Ausnutzung von Zinsdifferenzen nicht völlig den Privaten überlassen kann. Um hierauf eine Antwort geben zu können, müssen zunächst einmal weitere Grundlagen, die für das Verständnis der internationalen Kapitalbeziehungen wichtig sind, zusammengetragen werden.

## II. Die Integration der nationalen Kapitalmärkte

### a. Der Kapitalverkehr bei vollkommener Kapitalmarktintegration

Bisher haben wir uns mit der Tendenzaussage zufriedengegeben, daß anlageberechtigtes Kapital vom Markt des niedrigeren an den des höheren Zinses fließt. Über die dafür notwendigen Preisvorteile sowie Umfang und Dauer wurde nichts gesagt. Dies soll nun durch eine detailliertere Untersuchung der Beziehungen zwischen den nationalen Kapitalmärkten nachgeholt werden.

Bei vollkommener Kapitalmobilität und Substituierbarkeit zwischen heimischen und ausländischen Anlagemöglichkeiten können Zinsdifferenzen nur von kurzer Dauer sein (2). Durch exogene Störungen hervorgerufene Zinsdifferenzen werden durch Kapitalbewegungen ausgeglichen, die sowohl auf Bestandsumschichtungen als auch auf Veränderungen des Anteils ausländischer Vermögens-

---

1 Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1980, S.27 sowie Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Oktober 1979, S.28

2 Zwischen Kapitalmobilität und Substituierbarkeit besteht ein wesentlicher, aber oft vernachlässigter Unterschied. "Die Annahme vollkommener Substituierbarkeit setzt zwar vollkommene Kapitalmobilität voraus, unbeschränkte Kapitalmobilität ist jedoch nicht unbedingt mit vollkommener Substituierbarkeit verbunden. Es ist realistisch, daß trotz freier Kapitalmobilität unterschiedliche, ertragsunabhängige Präferenzen bezüglich heimischer und fremdländischer Anlagemöglichkeiten bestehen." Ohr, R., Internationale Interdependenz nationaler Geld- und Gütermärkte bei flexiblen Wechselkursen, Hamburg 1980, S.29



titel am Vermögenszuwachs beruhen können: sie kommen erst zum Erliegen, wenn In- und Auslandszins sich entsprechen (1). Unter der Annahme des Kleinen Landes bedeutet das, daß die ausländischen Kapitalexport- und importfunktionen unendlich zinselastisch sind, während die inländischen Angebots- und Nachfragefunktionen am Kapitalmarkt eine endliche Elastizität aufweisen. Wenn der Auslandszins durch den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr nicht verändert wird bzw. wie hier unterstellt, exogen vorgegeben ist, wird der Inlandszins kein von diesem verschiedenes Niveau einnehmen können. Abgesehen von kurzen Anpassungszeiträumen ist das Gesetz des einheitlichen Preises immer erfüllt (2).

In diesem Modell ist es völlig gleichgültig, ob sich der Staat im Ausland verschuldet "... und den privaten Kreditnehmern die inländischen Kreditquellen überläßt oder ob er die heimischen Kreditmärkte beansprucht und die Privaten an die ausländischen Märkte verweist" (3). Steigt der Zins auf dem inländischen Kapitalmarkt aufgrund einer Verschuldung des Staates an, werden die Privaten zu einer erhöhten Kreditaufnahme im Ausland veranlaßt (4). Wegen der unendlichen Angebotselastizität der ausländischen Kapitalmärkte wird der private Kapitalimport in Höhe der staatlichen Inlandsverschuldung erfolgen.

Wenn der Staat sich direkt im Ausland verschuldet, wird das Zinsgleichgewicht erst gar nicht gestört, da der Auslandszins mehr oder weniger konstant bleibt. In beiden Fällen aktiviert sich die Kapitalbilanz um den gleichen Betrag und die Zinsverpflichtungen gegenüber dem Ausland entsprechen sich ebenfalls.

Nun lassen sich jedoch in der Realität nicht einmal annäherungsweise vollkommen integrierte Kapitalmärkte finden, so daß diese Ergebnisse entsprechend modifiziert werden müssen.

- 
- 1 Um die Analyse nicht mit Problemen zu überlasten, die aus schon vorhandenen unterschiedlichen internationalen Inflationsraten resultieren, sei für den Ausgangszeitpunkt unterstellt, daß die Inflationsraten und auch Preiserwartungen in den beteiligten Ländern gleich sind. Nur unter dieser Voraussetzung sind Zinsvergleiche auf nomineller Basis aussagefähig.
  - 2 Vgl. Aliber, R.Z., *The Integration of National Financial Markets: A Review of Theory and Findings*, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, Band 64, 1977, S.453
  - 3 Härtel, H.H., *Kreditstopp für den Staat?*, a.a.O., S.264
  - 4 Vgl. Gandenberger, O., *Theorie der öffentlichen Verschuldung*, in: *HdF*, Band III, Tübingen 1981, S.13

## b. Der Kapitalverkehr bei unvollkommener Kapitalmarktintegration

### 1. Die verbleibende Zinsdifferenz

Analog den Translokationskosten des Güterverkehrs existieren auch im internationalen Kapitalverkehr Hemmnisse, die eine vollkommene Zinsangleichung verhindern. Neben den direkten Kosten in Form von Verkaufsprovisionen und Maklergebühren etc. werden für Anlagen im Ausland erhöhte Risiken angenommen. Gerade im langfristigen Kreditgeschäft (Emissionen von Auslandsanleihen und Kreditvergabe an Ausländer) kommt der Bonität der Schuldner eine besondere Bedeutung zu, weil man davon ausgeht, daß die Realisierung von Auslandsforderungen mit erhöhten Kosten oder überhaupt mit Schwierigkeiten der Rechtsverwirklichung verbunden ist (1). Soweit nicht "erste" Adressen an die Auslandsmärkte oder speziell an die Euro-Märkte gehen, wie etwa Großbanken, größere Industrieunternehmen sowie die öffentlichen Gebietskörperschaften der Industrieländer, wird ein erhöhter Risikozuschlag verlangt. Der kurzfristige Kapitalverkehr, der durch An- und Verkauf von Geldmarktpapieren zustandekommt, findet ohnehin nur in einem recht engen Teilnehmerkreis statt, für dessen Mitgliedschaft ein erstklassiges "Standing" vorzuweisen ist (2).

Nicht zu vergessen sind die willkürlich aufgerichteten Beschränkungen, die von steuerlichen Diskriminierungen ausländischer Anleger bis hin zum völligen Verbot grenzüberschreitender Kapitalbewegungen reichen. Selbst die BRD, die den Kapitalverkehr im Vergleich zu anderen Staaten nur in recht bescheidenem Umfang einengt, kennt eine Reihe von gesetzlichen Beschränkungen. Die Kuponsteuer und das Verbot der Abgabe von Geldmarktstiteln und Wertpapieren mit kurzen Restlaufzeiten sind bereits erwähnt worden. Hinzu kommen andere Diskriminierungen etwa die Doppelbesteuerung im Rahmen der Körperschaftsteuer oder die Vorschrift, daß Versicherungen und gleichartige Institutionen ihre Guthaben nur in mündelsicheren, das heißt inländischen Papieren anlegen dürfen. Faktisch kaum relevant sind die Bestimmungen des Bardepot-Gesetzes, da die Zentralbank sich dieser Maßnahmen nur zur Bewältigung größerer Ungleichgewichte bedient.

In diesem Zusammenhang sind auch verschiedene Maßnahmen zu nennen, die in den letzten Jahren zur Schonung des inländischen Kapitalmarktes ergriffen wurden und den privaten Kapitalexport eindämmen sollten. So hat der Zentrale Kapitalmarktaus-

- 
- 1 Vgl. Wangenheim, E.v., Die Wirkungen zwischenstaatlichen Kapitalverkehrs auf Wechselkurse und Zahlungsbilanz, Berlin 1968, S.20
  - 2 Vgl. Adebahr, H., Währungstheorie und Währungspolitik, Berlin 1978, S.328

schuß bereits 1975 und auch 1980 vorübergehend die Emission von DM-Auslandsanleihen gestoppt (1). In die gleiche Richtung zielt das im Dezember 1980 zwischen der Bundesbank und den führenden Geschäftsbanken zustandegekommene "Gentlemen Agreement" (2). Damals verpflichteten sich die Banken, die Gewährung langfristiger Auslandskredite bis zum März 1981 völlig einzustellen. Auch wenn die Reduzierung des Kapitalexportes in diesem Fall nicht auf dem Verordnungswege erzwungen wurde, so ist sie dennoch nicht ohne Druck von Seiten der Bundesbank erfolgt.

Schließlich müssen wegen mangelnder Transparenz bestimmte Zinsdifferenzen gegeben sein, damit sie den Kapitalanlegern ins Bewußtsein kommen.

Als Folge dieser desintegrierenden Faktoren ergibt sich, daß der grenzüberschreitende Kapitalverkehr nicht auf jede noch so kleine Zinssatzvariation reagiert, sondern erst, wenn eine sogenannte verbleibende Zinsdifferenz überstiegen wird. Daß der Kapitalverkehr dadurch recht stark gehemmt wird, zeigen verschiedene Untersuchungen, die für die Periode des Bretton-Woods-Systems durchgeführt wurden (3).

## 2. Das Wechselkursrisiko

Als der bei weitem wichtigste desintegrierende Faktor, der sogar zur Aufhebung des internationalen Zinsverbundes führen kann, erweisen sich schwankende Wechselkurse (4).

Wechselkursänderungen beeinflussen den Wert des vorhandenen Anlagevermögens im Ausland. Da Vermögensbesitzer ihre jeweilige heimische Währung als Maßstab für die Bewertung ihrer auf fremde Währungen lautenden Papiere heranziehen, bedeutet etwa eine Abwertung der ausländischen Währung für die Inländer einen echten Vermögensverlust, während die ausländischen Besitzer inländischer Papiere entsprechend einen Vermögenszuwachs verbuchen können. Ob und in welchem Umfang derartige

- 
- 1 Vgl. Konrad, A., Zielkonflikte nach innen und nach außen, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 1975, S.1075
  - 2 Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, März 1981, S.22
  - 3 Vgl. Neumann, M.J.M., Konterkarierende Kapitalbewegungen, in: Kredit und Kapital, Band 11, 1978, S.348ff sowie Kouri, P.J.K./Porter, M., International Capital Flows and Portfolio Equilibrium, in: Journal of Political Economy, Vol.82, 1974, S.443ff.
  - 4 Vgl. Koch, W.A.S./Schäfer, W., Zinstheoretische Aspekte des Debt Management in einer offenen Wirtschaft, in: Kredit und Kapital, Band 9, 1976, S.207

Wertänderungen die Kapitalströme, also Kapitalim- und -exporte beeinflussen, läßt sich an dieser Stelle noch nicht sagen. Denn die Entscheidungen der Anleger sind nicht nur vom tatsächlichen Wechselkurs, sondern in gleichem Maße, wie noch gezeigt wird, von den erwarteten Wechselkursen abhängig.

Weitgehend ohne Bedeutung ist die erwartete Wechselkursentwicklung nur für bereits vertraglich festgelegte Kapitalex- oder -importe. Kapitalbewegungen, auf die diese Bedingung zutrifft, werden entweder nur von der Entwicklung des tatsächlichen Wechselkurses oder überhaupt nicht beeinflußt (1). Um diesen Gedanken zu erläutern, soll eine Kreditvergabe bzw. -tilgung für verschiedene Währungs- und Gläubigerkonstellationen durchgespielt werden. Wenn ausländische Wirtschaftssubjekte einen in ihrer Währung festgelegten Kredit in den DM-Raum vergeben oder dort einen auf ihre Währung lautenden Kredit tilgen, sinkt im Fall einer DM-Aufwertung der entsprechende DM-Betrag. Lautet der vergebene oder zu tilgende Kredit auf DM, so wird die Kapitalbilanz aus inländischer Sicht nicht berührt. Umgekehrt sinkt als Folge einer Aufwertung der inländischen Währung der ins Ausland fließende DM-Betrag, wenn inländische Wirtschaftssubjekte einen in ausländischer Währung nominierten Kredit vergeben oder tilgen. Wird das Geschäft in DM abgeschlossen, ergeben sich in DM gerechnet keine Änderungen. Neben den beiden Fällen, die die auf DM lautende Kapitalbilanz nicht tangieren, stehen zwei Konstellationen, die, was den Saldo der Kapitalbilanz angeht, einander entgegengerichtet sind. Welcher der beiden Effekte stärker ist, läßt sich schwer sagen, da die Beweggründe der Kapitalbewegungen im einzelnen unbekannt sind und keine statistischen Informationen über die Währungswahl bei Kreditgeschäften vorliegen. Die Tatsache, daß beide Effekte einander entgegengerichtet sind und sich vermutlich weitgehend kompensieren, rechtfertigt es meines Erachtens jedoch, diesen Aspekt im folgenden zu vernachlässigen.

Die Relevanz der Wechselkurshöhe als Determinante des internationalen Kapitalverkehrs darf auch deshalb nicht überschätzt werden, weil die Rendite eines auf fremde Währung lautenden Papiers nicht durch die Höhe des Kassakurses bestimmt wird. "Zwar wird der Kaufpreis des Fremdwährungstitels mit sinkenden Kursen dieser Fremdwährung ... immer geringer; gleichzeitig sinkt aber auch der Gegenwert der an diesen Fremdwährungstiteln hängenden Kupons, so daß die Rendite ... gleich bleibt" (2).

- 
- 1 Vgl. Steinherr, A., Economic Policy in an Open Economy under Alternative Exchange Rate Systems: Effectiveness and Stability in the Short and Long Run, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Band 111, 1975, S.35
  - 2 Stützel, W., Volkswirtschaftliche Saldenmechanik, 2. Auflage, Tübingen 1978, S.201

Eine weitaus wichtigere Rolle spielen in diesem Zusammenhang die mit Wechselkursschwankungen verbundenen Wechselkursänderungserwartungen (1). Jeder potentielle Anleger wird neben dem Vergleich der in- und ausländischen Zinssätze auch das Risiko einer Wechselkursänderung, insbesondere einer Abwertung der ausländischen Währung, einkalkulieren müssen, wenn er eine rationale Entscheidung treffen will. Dieses Risiko versuchen die Wirtschaftssubjekte durch Bildung von Wechselkurserwartungen (WKE) zu operationalisieren (2). Werden diese zu den tatsächlichen Wechselkursen, den Kassakursen, in Beziehung gesetzt, so erhält man die Wechselkursänderungserwartungen (WÄW):

$$1 \quad \text{WÄW} = \frac{\text{WK} - \text{WKE}}{\text{WK}} .$$

Ein Brutto-Zinsgefälle (3) zugunsten des Auslandes ( $Z_a > Z_i$ ) genügt als Anreiz zum Kapitalexport nicht mehr, wenn Aufwertungserwartungen für die inländische Währung bestehen ( $\text{WKE} < \text{WK}$ ), weil dann die Wechselkursänderungserwartungen früher vorhandene Renditevorteile abschwächen oder gar ins Gegenteil verkehren. Unter Vernachlässigung der übrigen, den Kapitalverkehr hemmenden Faktoren muß die Netto-Zinsdifferenz positiv sein,

$$2 \quad Z_a - Z_i - \frac{\text{WK} - \text{WKE}}{\text{WK}} > 0$$

damit eine Anlage im Ausland rentabel ist. Daraus folgt auch, daß Anlagen in inländischer Währung trotz negativem Brutto-Zinsgefälle ( $Z_a > Z_i$ ) lohnend sein können, wenn die Gewinnerwartungen aus einer Aufwertung der inländischen Währung ( $\text{WÄW} > 0$ ) genügend groß sind ( $(Z_a - Z_i) < (\text{WÄW})$ ) (4). Erwartete Wechselkursänderungen werden in der Tat nicht nur als Risiko empfunden, sondern auch als Chance. Die Devisenspekulation besteht gerade in der bewußten Unterhaltung offener Devisenpositionen, um aus erwarteten Kursschwankungen Gewinne zu erzielen.

- 
- 1 Vgl. Rose, K., Wechselkurs, in: HdWW, Band 8, 1980, S.583
  - 2 Vgl. Ingram, J.C., Expectations and Floating Exchange Rates, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Band 114, 1978, S.429 sowie Dornbusch, R., Exchange Rate Expectations and Monetary Policy, in: Journal of International Economics, Vol.6, 1976, S.234.
  - 3 Um in Zukunft anzeigen zu können, ob das Wechselkursrisiko berücksichtigt wurde, empfiehlt sich, auf die von der Literatur angebotene Trennung zwischen Bruttozins- und Nettozinsdifferenz zurückzugreifen. Mit der Bruttozinsdifferenz messen wir das internationale Zinsgefälle in der bereits bekannten Form. Berücksichtigen wir daneben auch die Wechselkursänderungserwartungen, so sprechen wir von der Nettozinsdifferenz.
  - 4 Vgl. Rhein, W.v., Währungsrisiko bei Anleihen in ausländischer Währung, in: Der langfristige Kredit, Heft 23/24,



Für kurze Anlagezeiträume bietet der Devisenterminmarkt die Möglichkeit einer Arbeitsteilung zwischen Zinsarbitrageur und Spekulanten. Der risikoscheue, an Zinseinkünften interessierte Anleger kann die Devisen, die er zum Anlagezeitpunkt benötigt, per Termin wieder verkaufen. Der Swap-Satz gibt Auskunft über die Höhe der zu entrichtenden Kurssicherungskosten (1). Diese Absicherung ist aber nur für die Dauer von maximal einem Jahr möglich. Für längerfristige Anlagen muß der Vermögensbesitzer in der Regel das Wechselkursrisiko selbst tragen (2). Je länger diese Zeiträume ausfallen, um so problematischer wird die Bildung einigermaßen verlässlicher Erwartungen. Die Zuverlässigkeit einer Prognose, nichts anderes stellt die Bildung von Wechselkurserwartungen dar, nimmt mit zunehmendem Zeithorizont ab. Andererseits verlieren Wechselkursänderungserwartungen mit zunehmendem Zeithorizont an Bedeutung, weil der Wechselkurs erfahrungsgemäß im langfristigen Trend weitaus geringer schwankt als auf kurze Sicht. Gelder, die für einen längeren Zeitraum angelegt werden sollen, lassen sich zwar durch eine wiederholte Kurssicherung gegen Wechselkursrisiken abschirmen - dies läßt sich einfach dadurch erreichen, daß kurzfristige, kursgesicherte Termineinlagen immer wieder prolongiert werden -, entscheidet sich der Vermögensbesitzer aber beispielsweise für ausländische Wertpapiere mit langer Laufzeit, so muß er das Wechselkursrisiko selbst tragen.

Die Erfahrungen seit Einführung der flexiblen Wechselkurse bestätigen dies. Während die Geschäfte an den Geldmärkten permanent im Sog der Wechselkurserwartungen stehen, treten die Brutto-Zinsdifferenzen als primärer Bestimmungsgrund des längerfristigen Kapitalverkehrs gegenüber Wechselkursbewertungen nur zeitweilig in den Hintergrund; sie erlangen "... ihre Bedeutung als Anlagemotiv aber immer sehr schnell bei einer Beruhigung an den Devisenmärkten zurück" (3). Dennoch bleibt eine gewisse Zurückhaltung auch in "ruhigen" Zeiten bestehen. Gerade die nichtprofessionellen Anleger dürfte das Wechselkursrisiko von Anlagen in fremder Währung abhalten.

---

1978, S.788

- 1 Vgl. Konrad, A., Zahlungsbilanztheorie und Zahlungsbilanzpolitik, München 1979, S.40
- 2 Die hier angestellten Überlegungen, die bisher ausschließlich das Entscheidungsverhalten eines Anlegers betreffen, lassen sich ohne Abstriche auch auf einen Kreditnachfrager übertragen, der vor der Wahl zwischen einer Verschuldung in inländischer oder ausländischer Währung steht.
- 3 Gleske, L., Devisenbewegungen und Kapitalmärkte, in: Der Dollar und der Kapitalmarkt, hrsg. von G.Bruns/K.Häuser, Frankfurt/Main 1980, S.10

C. Chancen und Risiken einer Auslandsverschuldung des Staates in fiskalischer und kapitalmarkttheoretischer Sicht

- I. Vorteile und Nachteile der indirekten öffentlichen Auslandsverschuldung und Möglichkeiten zu einer intensiveren Nutzung
- a. Bonitätsunterschiede zwischen privaten und öffentlichen Kreditnehmern

Für den Verkauf von Forderungen gegen die öffentliche Hand an Gebietsfremde gelten die gleichen administrativen Beschränkungen wie für private Kapitalimporte. Die Wechselkursrisiken für die ausländischen Käufer, die Transaktionskosten und der Transparenzgrad sind ebenfalls identisch. Unterschiede ergeben sich allein in der Beurteilung der Bonität durch die ausländischen Gläubiger. Sie schätzen das Ausfallrisiko für Forderungen gegen die öffentliche Hand, insbesondere gegen den Bund, eindeutig niedriger ein als vergleichbare Angebote der privaten Geschäftsbanken. Die Folge davon ist, daß Ausländer auch dann noch Papiere der öffentlichen Hand, einschließlich Post und Bahn kaufen, wenn diese Titel um 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte unter den Effektivzinsen liegen, die durch den Erwerb von Emissionen der privaten Realkreditinstitute zu erzielen sind (1). Die Vorliebe der Ausländer für Staatspapiere hat für die öffentliche Hand offensichtlich Vorteile. Denn die Banken sind bei der Vergabe von Schuldscheindarlehen, die mit einer Zessionsgenehmigung ausgestattet sind, zu Zinsnachlässen bereit, weil sie damit rechnen können, daß ausländische Anleger bereitwillig einen Teil der Papiere übernehmen, wenn sie ihnen angeboten werden (2). Die Banken geben den Vorteil, den sie dadurch gewinnen, daß ihre Forderungen gegen den Staat liquider werden, zumindest teilweise an den Staat weiter. Für die Privaten sind wegen der vergleichsweise schlechteren Beurteilung ihrer Bonität Kreditaufnahmen im Ausland weniger attraktiv, in vielen Fällen dürfte eine Verschuldung im Inland für sie günstiger sein. Dies schließt jedoch nicht aus, "... daß das Ausmaß der induzierten (privaten) Auslandsverschuldung Größenordnungen erreicht, die erheblich ins Gewicht fallen" (3).

- 
- 1 Vgl. Seipp,W., Der Dollar und der Kapitalmarkt aus der Sicht einer Deutschen Bank, in: Der Dollar und der Kapitalmarkt, a.a.O.,S.46. Vgl. ebenso Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, März 1981, S.22.
- 2 Vgl. Völling,J., Auslandsverschuldung des Staates - Analyse der Möglichkeiten und Grenzen, in: Staatsverschuldung kontrovers, hrsg. von D.B.Simmert/K.D.Wagner, Köln 1981, S.275
- 3 Gandenberger,O., Theorie der öffentlichen Verschuldung, a.a.O., S.13

## b. Alternative Wege zu einer Ausweitung der indirekten Auslandsverschuldung

Da staatliche den privaten Titeln vorgezogen werden, spricht prima facie vieles dafür, die indirekte Verschuldung zu fördern, um ihre fiskalischen und kapitalmarktpolitischen Vorteile noch stärker nutzen zu können. Diese Bestrebungen können sich einmal auf die Aufhebung administrativer Beschränkungen richten, zum anderen wäre es denkbar, besondere staatliche Schuldformen zu schaffen, die in stärkerem Maße als bisher auf die Bedürfnisse der Ausländer zugeschnitten sind.

### 1. Die Aufhebung der Kuponsteuer

In den letzten Jahren sind wiederholt Forderungen nach einer Abschaffung der Kuponsteuer lautgeworden (1). Von einer Aufhebung dieser Steuer verspricht man sich Zinssenkungstendenzen für den inländischen Kapitalmarkt und vor allem Erleichterungen für die Finanzierung der öffentlichen Defizite. Dem wird von offizieller Seite entgegengehalten, daß sich aus dem Gebot der Gleichheit der Besteuerung Verpflichtungen ergäben, Zinsen aus festverzinslichen Wertpapieren auch bei Ausländern der Einkommensteuer zu unterwerfen. Außerdem hätte eine einseitige Abschaffung durch die Bundesregierung möglicherweise zur Folge, daß auch andere Staaten die Steuern auf ausländische Zinseinkommen senken oder aufheben würden, um Kapitalabflüsse aus ihren Ländern zu verhindern. Wenn dies eintreten würde, hätte der Wegfall der Kuponsteuer keine zusätzlichen Kapitalimporte, sondern lediglich Steuerminderungseinnahmen in Höhe von ca. 100 Mill. DM zur Folge (2). Auch wenn man diese Argumentation nicht für ausreichend hält, um die weitere Beibehaltung der Kuponsteuer zu rechtfertigen, so muß man doch sehen, daß ihr Abschirmeffekt nicht allzu groß sein kann. Den steuerehrlichen Anlegern werden die gezahlten Kuponsteuern in der Regel auf die Steuerschuld in ihren Heimatländern angerechnet. Faktisch schreckt sie nur diejenigen ab, die die Zinserträge der Besteuerung entziehen wollen. Hinzu kommt, daß Ausländer ihr sehr leicht ausweichen können, indem sie statt börsenfähiger Wertpapiere Schuldscheine kaufen.

### 2. Ausbau der internationalen Reservewährungsfunktion der DM

Auf eine andere Möglichkeit zur Förderung der indirekten Verschuldung des Staates weisen die Empfehlungen offizieller

- 
- 1 Vgl. Diehl, W., Die zähleibige Kuponsteuer, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 3, 1979, S.10. Ebenso "Auslandsfähige DM-Schuldscheine über die Schweiz", Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 13.5.1980, S.16.
  - 2 Vgl. BMF-Finanznachrichten Nr.20 vom 12.6.1981, S.3



Stellen des Auslandes an die Bundesbank, dem Aufbau von DM-Währungsreserven keinen Widerstand mehr entgegenzusetzen (1), hin. Eine grundsätzliche Abkehr von der Politik der Abwehr von Kapitalimporten mittels Genehmigungspflichten für Geldmarkttitel und Wertpapiere mit kurzen Restlaufzeiten würde die ausländischen Währungsbehörden mit Sicherheit zum Aufbau weiterer DM-Reserven veranlassen, da viele Länder ihre internationalen Reserven zu diversifizieren suchen. Der Wunsch der ausländischen Banken, neben dem Dollar noch andere Währungen ins Portefeuille aufzunehmen, beruht im wesentlichen auf zwei Motiven: Einmal sollen politische Risiken vermindert werden. Dieser Aspekt hat vor allem seit der Sperrung der Dollar Guthaben des Iran bei amerikanischen Banken durch die Carter-Regierung an Bedeutung gewonnen. Zweitens soll die Diversifizierung das Ertragsrisiko der internationalen Anlagen mindern. Dies läßt sich aber nur unter der Bedingung erreichen, daß die konjunkturelle Entwicklung in den Reservewährungsländern zeitlich verschoben ist. Denn aus der Kapitalmarkttheorie ist bekannt, daß sich das Ertragsrisiko eines Portefeuilles durch Diversifizierung nur dann wirksam reduzieren läßt, wenn "... die zeitliche Ertragsentwicklung der verschiedenen Anlagen entweder stochastisch voneinander unabhängig oder - was noch günstiger ist - gegenläufig ist" (2).

Ähnlich wie derzeit die Währungsbehörden den größten Teil ihrer Dollar-Reserven in amerikanischen Schatzwechseln angelegt haben und damit zur Finanzierung des amerikanischen Staatsbudgets beitragen (3), könnte auch die Bundesregierung über die inländischen Kreditinstitute und die Zentralbank ausländischen Währungsbehörden Wertpapiere mit kurzer Laufzeit anbieten. Da diese Reserve-Aktiva nur niedrig verzinst werden, entstünde für die Bundesrepublik ein Seignorage- (4) oder Geldschöpfungsgewinn, der dem Bund zugute käme (5).

- 
- 1 Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, November 1979, S.33
  - 2 Neumann, M., Theoretische Aspekte der DM als internationale Anlage- und Reservewährung, in: Die Deutsche Mark als internationale Anlage- und Reservewährung, a.a.O., S.15
  - 3 Vgl. Kern, M., Funktionen und Anlageformen, a.a.O., S.176
  - 4 Seignorage-Gewinne umfassen die Gewinne, die den Wirtschaftssubjekten oder Institutionen aufgrund ihrer Fähigkeit zufallen, Geld, gleich welcher Art, herauszugeben. I.e.S. lassen sich derartige Vorteile für ein Reservewährungsland nur realisieren, "... wenn seine Währung im Ausland nicht nur als Reservemedium sondern auch als Zahlungsmittel akzeptiert wird. Dadurch kann das Reservewährungsland Defizite in seiner Zahlungsbilanz mit eigener Währung finanzieren." (Böck, K./Gehrmann, D., Die DM als internationale Reservewährung, a.a.O., S.36) Nun wird die DM zwar kaum als internationales Zahlungsmittel akzeptiert, dennoch ist es nur ein gradueller Unterschied, ob die Forderungen des Auslands überhaupt nicht verzinst werden, was aus der Zahlungsmittelfunktion folgt, oder nur niedrig

Der Einwand von Neumann (1), daß eine Entlastung des inländischen Kapitalmarktes nicht eintrete, weil den Kapitalimporten der ausländischen Währungsbehörden in gleicher Höhe Kapitalexporte gegenüberstünden, leuchtet nicht ein. Er gibt dazu auch keine Erläuterung, so daß der Mechanismus, der die Erhöhung der Kapitalexporte bewirken soll, unklar bleibt. Viel plausibler läßt sich demgegenüber eine Änderung der Güterströme begründen (siehe dazu Kapitel 4).

Gegen einen weiteren Ausbau der DM als Reservewährung wendet sich jedoch die Bundesbank: "... wegen der begrenzten Kapazität unserer Geld- und Kreditmärkte (ist) zu befürchten, daß die Anlage oder Auflösung von DM-Reserven - ja schon deren bloße Umschichtung - die Funktionsfähigkeit dieser Märkte ständig über Gebühr strapazieren würde" (2). Um dieser Gefahr zu begegnen sei es notwendig, diejenigen Einflüsse stärker zu berücksichtigen, "... die das Vertrauen in den inneren und äußeren Geldwert der DM beeinträchtigen können" (3). So würden beispielsweise länger andauernde Leistungsbilanzdefizite größeren Umfangs sehr schnell zu einem Vertrauensverlust führen und eine Flucht aus der DM nach sich ziehen.

---

verzinst werden.

- 5 Die bisherige Praxis der Bundesbank, Mobilisierungs- und Liquiditätspapiere an ausländische Währungsbehörden abzugeben, die ebenfalls niedrig verzinst werden, läßt eine Ausnutzung möglicher Geldschöpfungsgewinne nicht zu. Der Verkaufserlös wird, wie bereits erwähnt (vgl. S.18), nicht an den Bund weitergeleitet. Derartige Geschäfte führen lediglich zu einer Vernichtung von Zentralbankgeld und haben zur Folge, daß die Bundesbank Zinsen für ausländische Guthaben zahlt, die im Inland nicht genutzt werden. Das mit der Abgabe dieser Papiere angestrebte Ziel, ausländischen Währungsbehörden verzinsliche Anlagemöglichkeiten anzubieten, könnte mit kurzfristigen Staatspapieren, deren Gegenwert dem Staat zufließt, ebenfalls erreicht werden. Dies hätte zudem den Vorteil, daß die Auslandsgelder einer ökonomisch sinnvoller Verwendung zufließen und den inländischen Kapitalmarkt entlasten würden.
- 1 Neumann, M., Theoretische Aspekte der DM als internationale Anlage- und Reservewährung, a.a.O., S.20f
- 2 Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, November 1979, S.33
- 3 Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1980, S.59

Auch wenn die Bedenken der Bundesbank grundsätzlich berechtigt sind, muß dennoch gesehen werden, daß ihre restriktive Politik die ausländischen Währungsbehörden auf dem Euro-DM-Markt abdrängt (1). Diese Entwicklung ist aber nicht unproblematisch. Den Banken entstehen, wenn sie ihre Kreditvergabe an den Bund, die überwiegend längerfristig erfolgt, ausweiten und sich kurzfristig an den Eurogeldmärkten refinanzieren, erhebliche Risiken aus der Fristentransformation (2). Dies wird zwar von den öffentlichen Schuldnern durch höhere Zinsen entgolten, die Gefahr der Illiquidität wird dadurch jedoch nicht beseitigt. Die Verwundbarkeit des internationalen Bankensystems ist in den letzten Jahren stetig gewachsen (3). Ein direkter Kapitalimport aus den Überschußländern ohne den Umweg über die Euromärkte hätte gewiß auch positive Wirkungen auf die Funktionsfähigkeit des Bankensystems (4). Die inländischen Wertpapiermärkte würden an Bedeutung gewinnen, was aus wettbewerbspolitischer Sicht durchaus wünschenswert wäre.

Die Tatsache, daß die hier diskutierten Maßnahmen auf den Widerstand von offizieller Seite stoßen, macht deutlich, wie gering die Möglichkeiten einer bewußten Förderung der indirekten Verschuldung sind. In der jetzigen Form ist die indirekte ALV im Grunde genommen ein Verschuldensweg, auf den der Staat kaum Einfluß hat, da die Initiative nahezu ausschließlich bei den Banken oder den Gläubigern liegt.

#### c. Die Folgen beschränkten Wettbewerbs auf dem inländischen Kapitalmarkt für den Staat

Auf die Nachteile, die dem Staat aus einer Verschuldung entstehen, die über inländische Marktpartner erfolgt, und dazu gehört auch die indirekte ALV, hat der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesfinanzministerium hingewiesen (5). Er kommt in seinem Gutachten zu dem Ergebnis, daß der Wettbewerb auf dem inländischen Kreditmarkt bei der Plazierung der Staatsschuld nicht immer hinreichend groß ist und die Kreditkosten des Staates aus diesem Grunde in die Höhe getrieben werden. Tatsächlich ist der Kreis der Banken, die dem Staat Schuldscheinkredite zur Verfügung stellen, relativ klein. Immerhin finanzieren nur wenige potente Großbanken 70% der staatlichen

- 
- 1 Vgl. Neumann, M., Theoretische Aspekte der DM als internationale Anlage- und Reservewährung, a.a.O., S.20
  - 2 Vgl. Gehrman, D., Bedeutung und Probleme der Zahlungsbilanzfinanzierung für die Euro-Finanzmärkte, in: Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, 23.Jg., Tübingen 1978, S.194
  - 3 Vgl. Bähre, I.L., Dringend vonnöten: Transparenz und Information, in: Wirtschaftsdienst, Heft 1, 1979, S.11
  - 4 In diesem Sinne äußert sich auch der frühere EG-Kommissar Guido Brunner. Vgl. "An Ölländer Obligationen ausgeben", Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 19.3.1980, S.14.
  - 5 Vgl. Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik des Staates,

Kreditaufnahme. Aber auch die Anleihefinanzierung ist durch mangelnde Wettbewerbsintensität gekennzeichnet, da die Großbanken auch im Bundesanleihekonsortium eine monopolartige Stellung einnehmen. Daran ändert auch die Tatsache nichts, daß hier den öffentlich-rechtlichen Instituten ca. 2/3 der Konsortialführung zufällt. Der Vorwurf lautet, daß wenige Banken durch Beschränkungen des Marktzugangs andere Konkurrenten fernhalten (1).

Diese Vorwürfe werden zwar von den Banken energisch zurückgewiesen (2). Die Direktkredite des Bundes im Ausland zeigen jedoch, daß es auch billiger geht. So kostete z.B. ein Direktkredit in Saudi-Arabien im Frühjahr 1980 dem Bund einen halben Prozentpunkt weniger an Zinsen als von deutschen Banken verlangt worden war (3). Die heftige Kritik der Banken an dieser Kreditaufnahme nährt zudem die Vermutung der geringeren Wettbewerbsintensität auf dem Inlandsmarkt.

Fazit: Da die indirekte ALV im wesentlichen durch die Vermittlung der Banken zustandekommt, kann sie dem Staat in seinen Bemühungen, sich ihren oligopolistischen Verhaltensweisen zu entziehen, nur marginale Vorteile bringen. Für den Staat ist die Gewährung der Zessionsgenehmigung bei Schuldscheindarlehen dennoch lohnend, weil die Geschäftsbanken die guten Weitergabemöglichkeiten zu schätzen wissen. Die Konditionen sind besser als bei einer reinen ILV, die eine Veräußerung an Ausländer ausschließt (4).

## II. Beurteilung der direkten Verschuldung und Fragen der Ausgestaltung

### a. Die Vor- und Nachteile der direkten ALV

Die fiskalischen und kapitalmarktpolitischen Vorteile der indirekten gegenüber der privaten Auslandsverschuldung können durch die direkte Kreditaufnahme noch erweitert werden. Zusätzlich zu dem bereits angeführten Bonitätsargument bietet das unmittelbare Kreditgeschäft zwischen Gläubiger und Schuldner die Möglichkeit, Zinskosten zu senken, da die Zinsmargen und/oder Provisionen, die sonst den Banken gezahlt werden müssen, entfallen. Außerdem können beide Seiten, die für sie optimalen Konditionen aushandeln, ohne auf die üblichen Gepflogenheiten am Kapitalmarkt Rücksicht nehmen zu müssen. Der Nachteil der indirekten ALV, daß der Staat kaum Einfluß auf die quantitative Entwicklung nehmen kann, ist hier eben-

---

a.a.O., S.63

- 1 Vgl. Krümmel, J., Perspektiven des Wertpapiergeschäfts, in: Kredit und Kapital, Band 11, 1978, S.126
- 2 Vgl. Roller, W., Plazierungsverfahren sind bereits effizient, in: Der langfristige Kredit, Heft 9, 1979, S.366
- 3 Der Spiegel vom 24.3.1980, S.135
- 4 Vgl. Dill, C.M., Staatliche Schuldscheindarlehen, Bln, 1981, S.40

falls aufgehoben. Eindeutig sind die Vorzüge auch in wettbewerbspolitischer Hinsicht. Der Wettbewerb am Kapitalmarkt kann kaum durch eine andere Maßnahme besser belebt werden als durch die Hinzuziehung neuer Marktpartner (1). Für einige Direktkredite in der Vergangenheit war dieses Motiv auch entscheidend (2).

Gegen eine direkte Kreditaufnahme ließe sich allenfalls aus kapitalmarktpolitischer Sicht einwenden, daß die Märkte u.U. mißtrauisch reagieren, "... wenn deutsche Amtsträger im Ausland um Kredit antichambrieren" (3). Bei den derzeitigen Größenordnungen sowohl der Neuverschuldung im Ausland als auch des betreffenden Schuldenstandes sind derartige Befürchtungen gewiß noch verfrüht. Dennoch ist dies zumindest ein Argument, das für die gleichzeitige Förderung der indirekten ALV spricht, die vergleichsweise geräuschloser abgewickelt werden kann.

#### b. Beurteilung verschiedener Gestaltungsmöglichkeiten unter fiskalischen Gesichtspunkten

Während sich die indirekte ALV in ihren Gestaltungsmöglichkeiten von der Inlandsverschuldung des Staates naturgemäß nicht unterscheiden kann, werden durch die direkte ALV zusätzliche Varianten angeboten. Neben den vom Inlandsmarkt her bekannten Schuldtiteln, die von der kurzfristigen Kreditaufnahme mittels Schatzwechsel bis hin zur langfristigen Verschuldung durch Hergabe von Schuldscheinen oder Anleiheemissionen reichen, stehen jetzt noch die besonderen Schuldformen zur Verfügung, die sich auf dem Eurokapitalmarkt gebildet haben (roll-over Kredite und floating-rate-notes) und sich durch variable Zinssätze auszeichnen (4). Die Gestaltungsfreiheit erhöht sich ebenfalls durch die Möglichkeit, zwischen verschiedenen Verschuldungswährungen zu wählen. In jedem Fall stellt sich die Alternative Gläubiger- oder Schuldnerwährung und unter Berücksichtigung des Euromarktes kommen noch einige Sonderformen hinzu, wie etwa Anleihen mit Währungsoptionsrechten oder die synthetischen ECU- und SZR-Anleihen.

Die Sonderformen des Eurokreditgeschäftes sollen uns hier nicht länger beschäftigen, da eine Verschuldung am Euromarkt für den Bund aus mehreren Gründen nicht in Frage kommt. Einmal würde sie den Bestrebungen der Bundesbank und des Bundes, die gerade das Wachstum des Euromarktes abbremsen wollen, zu-

- 
- 1 Vgl. Dickertmann, D./Häberle, H., Finanzierung durch Auslandsverschuldung?, a.a.O., S.338
  - 2 Vgl. Wirtschaftswoche Nr.19 vom 19.5.1980, S.20
  - 3 Härtel, H.H., Kreditstopp für den Staat?, a.a.O., S.264
  - 4 Vgl. Dickertmann, D./Häberle, K., a.a.O., S.337



widerlaufen. Zum anderen würde das Ziel der ALV, nämlich die Bankenzinsmargen einzusparen, nicht erreicht. Es ist anzunehmen, daß der Bund als eine der "ersten Adressen" seine Kredite unmittelbar in den Überschußländern billiger aufnehmen kann. Hinzu kommt, daß ein variabler Zinssatz, der im wesentlichen durch den kurzfristigen Interbankenzins am Eurogeldmarkt (LIBOR) bestimmt wird, die Kreditaufnahme nicht generell verbilligt. Der Kapitaldienst ist auf jeden Fall weniger planbar "... und bringt insofern größere Unsicherheiten für die Haushaltswirtschaft mit sich" (1).

Für die Wahl zwischen den noch verbleibenden Verschuldensformen und Laufzeiten gelten die gleichen Kriterien wie bei einer Inlandsverschuldung, und die Argumente, die gegen eine kurzfristige indirekte ALV sprachen, gelten hier in gleicher Weise. Soweit sich die Wahl zwischen Schuldscheindarlehen und Anleiheemissionen stellt, sollte den ersteren der Vorzug gegeben werden, weil sie mit niedrigeren Emissionskosten verbunden sind und vor Ablauf der Laufzeit nur schwer veräußert werden können. Die von der Bundesbank befürchtete Belastung der heimischen Kapitalmärkte, die durch eine vorzeitige Veräußerung der Papiere zustandekäme, ließe sich dadurch auf ein erträgliches Maß eindämmen.

Bleibt schließlich noch die Wahl der Verschuldungswährung. Ohne die Sonderformen des Euromarktes stellt sich eigentlich nur noch die Wahl zwischen heimischer oder fremder Währung. Welche von ihnen vorzuziehen ist, darüber gehen die Meinungen auseinander. Als der Bund erstmals im Jahre 1975 in größerem Umfang Direktkredite im Ausland aufnahm, rieten einige Bankiers von einer Verschuldung in eigener Währung ab mit der Begründung, daß bei einer Verschuldung im Ausland nur etwas zu gewinnen sei, wenn sie in fremder Währung erfolge (2). Die Bundesregierung hat sich jedoch in dieser Frage eindeutig gegen einen Fremdwährungskredit ausgesprochen. Sie begründete dies mit dem Argument, der Staat solle nicht spekulieren und die Haushaltswirtschaft nicht durch schwer kalkulierbare Kursrisiken beeinträchtigen (3). An dieser Entscheidung hat sie bisher festgehalten und wird auch in Zukunft kaum anders verfahren.

Bei einer ALV in heimischer Währung trägt der Gläubiger das Wechselkursrisiko. Erwartet er eine DM-Aufwertung, wird er unter Umständen bereit sein, einen Zinsabschlag auf den inländischen Kapitalmarktzins hinzunehmen. Rechnet er mit einer DM-Abwertung, wird er, sofern er überhaupt zu einer Kreditgewährung in DM bereit ist, zum Ausgleich einen höheren Zins verlangen (4). Eine Verschuldung in fremder Währung würde sich

- 
- 1 Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik des Staates, a.a.O., S.103
  - 2 Vgl. Verhandlungen des Deutschen Bundestages, 7.Wahlperiode, 199. Sitzung, vom 5.11.1975, S.13690
  - 3 Vgl. ebenda, S.13690
  - 4 Vgl. Völling, J., Auslandsverschuldung des Staates, a.a.O., S.274

für den Bund nur dann auszahlen, wenn die ausländischen Anleger das Wechselkursrisiko eines DM-Kredits falsch einschätzen, insbesondere die langfristig zu erwartenden DM-Aufwertungen nicht angemessen durch Zinsnachlässe honorieren. Fraglich ist aber, wie der Bund zu den tieferen Einsichten in die zukünftige Wechselkursentwicklung kommen soll. Die Risiken für den Schuldendienst und folglich auch für die Haushaltsbelastung durch Kreditkosten sind nur schwer kalkulierbar. Die Frage, ob es sich lohnt, dieses Risiko einzugehen, kann nicht generell beantwortet werden; zu viel hängt von der jeweiligen wirtschaftlichen Lage insbesondere der Situation an den Devisenmärkten ab. Für den Normalfall darf wohl angenommen werden, daß die Gläubigerseite die Kursrisiken so falsch nicht einschätzt, daß eine Verschuldung des Staates in fremder Währung signifikante Vorteile mit sich bringen würde.

Lehment (1) plädiert aus anderen Gründen für die Verschuldung in fremder Währung. Seine Überlegungen setzen an den Devisenreserven der Bundesbank an, die in den siebziger Jahren zu hohen Abschreibungsverlusten bei der Bundesbank geführt haben. Nach seinen Berechnungen sind dem Bundeshaushalt wegen ausbleibender Gewinnausschüttungen zwischen 1970 und 1978 mehr als 53 Mrd. DM an Einnahmen entgangen. Da ein Abbau der Devisenreserven nicht sehr wahrscheinlich ist, schlägt er vor, um einen ähnlichen Ertragsausfall in Zukunft zu vermeiden, "... daß der Bund anstelle von DM-Krediten Fremdwährungskredite aufnimmt, die in Währungsbenennung und Fristenstruktur den Devisenreserven der Bundesbank entsprechen" (2). Zukünftige Wechselkursänderungen würden die Schulden des Bundes und die Devisenreserven der Bundesbank wertmäßig in entgegengesetzter Richtung berühren. So könnten Aufwertungsverluste der Bundesbank durch Aufwertungsgewinne des Bundes zumindest teilweise ausgeglichen werden et vice versa im Falle einer DM-Abwertung. "Das Einnahmerisiko für den Bundeshaushalt, welches sich aus der Haltung von Fremdwährungsreserven bei der Bundesbank ergibt, würde durch eine verstärkte Verschuldung des Bundes in fremder Währung soweit verringert werden." (3)

Obwohl dieser Vorschlag zunächst durchaus plausibel klingt, kann er nicht überzeugen, weil er nur bei Devisenabwertungen, nicht aber bei Aufwertungen zu den gewünschten Wirkungen führt. Dies beruht darauf, daß die Devisenreserven als Bestandteile des Umlaufvermögens der Bundesbank nach dem strengen Niederstwertprinzip bewertet werden müssen. Danach sind Abwertungsverluste immer zu berücksichtigen, während im

- 
- 1 Lehment, H., Internationale Aspekte der Staatsverschuldung, in: Probleme der Staatsverschuldung, Beihefte der Konjunkturpolitik, Heft 27, Berlin 1980, S. 65ff
  - 2 Ebenda, S. 66
  - 3 Ebenda, S. 67

Falle einer Devisenaufwertung nur die früheren Wertherabsetzungen wieder rückgängig gemacht werden dürfen. Ein Zwang dazu besteht nicht. Um zu verhindern, daß nichtrealisierte Gewinne in die Gewinn- und Verlustrechnung eingehen, können Kurssteigerungen über den Ankaufskurs hinaus nicht berücksichtigt werden. Aber auch die Abwertungsgewinne, deren Ausweis im erlaubten Rahmen möglich ist, kann der Bund nicht einkalkulieren, da es ausschließlich in der Kompetenz der Bundesbank liegt, ob sie eine Neubewertung vornimmt oder nicht. Sowohl die Existenz einer Bewertungsobergrenze als auch die Bewertungsfreiheit der Bundesbank haben zur Folge, daß der in ausländischer Währung denominierte Schuldenstand des Bundes bei Devisenaufwertungen in DM gerechnet steigen würde, ohne durch entsprechende Bundesbankgewinne ausgeglichen zu werden.

Auch wenn eine Verschuldung in heimischer Währung keineswegs zwingend ist, so spricht doch wenig dafür, von der bisherigen Praxis abzugehen. Es mag Situationen geben, in denen eine Verschuldung in ausländischer Währung Vorteile bringt, in der Regel dürften diese aber gegenüber einer Verschuldung in heimischer Währung nicht allzu stark ins Gewicht fallen. Aus diesem Grunde und weil die Bundesregierung auch in Zukunft an der DM-Verschuldung festhalten will, soll die Kreditaufnahme in ausländischer Währung im folgenden nicht weiter berücksichtigt werden. Dies ist auch deshalb gerechtfertigt, weil es für die Vorgänge am Devisenmarkt und den von hier ausgehenden Wirkungen weitgehend unerheblich ist, in welcher Währung die Verschuldung erfolgt.

#### D. Zusammenfassung

Die vorangegangenen Überlegungen machen deutlich, daß eine staatliche ALV sowohl in fiskalischer als auch in kapitalmarkttheoretischer Sicht gegenüber dem induzierten privaten Kapitalimport gewichtige Vorteile aufzuweisen hat. Eindeutige Präferenzen zugunsten der indirekten oder der direkten staatlichen Verschuldung lassen sich jedoch nicht ableiten. Vieles spricht für die bisherige Praxis, zweigleisig zu fahren, um die Vorteile beider Möglichkeiten nutzen zu können. Die fiskalischen und kapitalmarktpolitischen Vorzüge einer weiter zunehmenden Bedeutung der DM als internationale Reservewährung sind zwar nicht zu unterschätzen, andererseits müssen aber auch die Bedenken der Bundesbank, daß dadurch die Funktionsfähigkeit der inländischen Geld- und Kreditmärkte über Gebühr strapaziert würde, ernstgenommen werden. Eine Verschuldung am Eurokapitalmarkt kann als Alternative zur direkten Kreditaufnahme in den Kapitalüberschußländern nicht überzeugen. Der am Euromarkt übliche variable Zinssatz bringt unter Umständen größere Unsicherheiten für die Haushaltswirtschaft mit sich. Gegen die bisher praktizierte Form, die direkte Kreditaufnahme im Ausland ausschließlich in heimischer Wäh-



rung abzuwickeln, ist grundsätzlich wenig einzuwenden. Dies schließt aber nicht aus, daß es Situationen geben kann, die eine Verschuldung in ausländischer Währung nahelegen.

In diesem Kapitel ist außerdem deutlich geworden, daß zwischen einer Verschuldung des Staates im Ausland und einer indirekten privaten Auslandsverschuldung nur graduelle Unterschiede bestehen. Beide Verschuldungsformen führen einen Kapitalimport herbei, der entweder mittelbar oder unmittelbar auf den Staat zurückgeht. Da die folgende Wirkungsanalyse nahezu ausschließlich am zusätzlichen Kapitalimport ansetzt, kann auf eine weitere Differenzierung verzichtet werden. Die abgeleiteten Ergebnisse gelten also prinzipiell für beide Fälle.

#### 4. KAPITEL: DIE REAKTION DER ZAHLUNGSBILANZ AUF KAPITAL- IMPORTINDUZIERTE WECHSELKURSÄNDERUNGEN

##### A. Das Dilemma der Wechselkurs- theorie und die Synthese des Asset-Market-Approach

In den bisherigen Ausführungen ist bereits auf die Bedeutung der tatsächlichen und erwarteten Wechselkurse als Determinante für den Kapitalverkehr hingewiesen worden. Ungeklärt blieb, welche Faktoren die Höhe und die Veränderungen der beiden Wechselkurse bestimmen, und welche Bedeutung der Wechselkurs für den Güter- und Dienstleistungsverkehr besitzt. Mit diesem Fragenkreis sowie den Zusammenhängen zwischen Kapital- und Leistungsbilanz beschäftigt sich das folgende Kapitel.

Daß staatliche oder private Kapitalimporte den Devisenmarkt und den Wechselkurs berühren, ist bereits zu Beginn der Arbeit durch zwei Annahmen sichergestellt worden. Dort wurde eine Verwendung der Gelder für Güterkäufe im Ausland ausgeschlossen und für den Ausgangszeitpunkt eine ausgeglichene Kapital- und Leistungsbilanz unterstellt. Vor allem diese letzte Annahme ist wichtig, da bei nichtausgeglicher Leistungsbilanz, wie in Kapitel 7 näher ausgeführt wird, der grenzüberschreitende Kapitalverkehr Wechselkursänderungen sogar verhindern kann.

Voraussetzung für die Verwirklichung des angestrebten Untersuchungszieles ist eine leistungsfähige theoretische Grundlage. Eine geschlossene Wechselkurstheorie, die diesen Ansprüchen genügen würde, steht jedoch nicht zur Verfügung. Dies zeigen bereits die verschiedenen Ratschläge von wissenschaftlicher Seite an die Adresse der Wirtschafts- und Währungspolitik in den frühen siebziger Jahren, die die theoretischen Kontroversen ziemlich genau wiedergeben. Für beinahe jedes der angebotenen Rezepte kann eine gegenteilige Empfehlung gefunden werden (1). Den Zentralbanken wurde zu massiven Interventionen am Devisenmarkt geraten, aber auch zu völliger Abstinenz. Einige Wissenschaftler plädierten für Flottieren im Alleingang, andere eher für die Integration in einen Währungsverbund.

Ursache für diese verwirrende Vielfalt wissenschaftlicher Meinungen war gewiß die zu dieser Zeit noch geringe Erfahrung

---

1 Vgl. Sieber, H., Der flottierende Schweizer Franken, Zürich 1978, S.18

mit flexiblen Wechselkursen (1). Ein weiterer Grund liegt wohl in der Komplexität des Problems. Richebächer (2) vertritt sogar die Auffassung, daß sich für diesen Bereich des wirtschaftlichen Handelns keine allgemeingültigen Aussagen ableiten lassen und die Theorie der flexiblen Wechselkurse hier vor einem unüberwindlichen Hindernis steht. Dies trifft gewiß für die Wechselwirkungen zwischen kurzfristigem Kapitalverkehr und Devisenmarkt zu. Die Spekulationswellen, die von Zeit zu Zeit beobachtet werden können, entziehen sich bisher noch weitgehend einer theoretischen Erklärung. Für den Zusammenhang zwischen Wechselkurs und Leistungsbilanz gelten demgegenüber jedoch wesentlich stabilere Ursache-Wirkungs-Beziehungen.

Einen in dieser Situation durchaus überzeugenden Weg hat der in den letzten Jahren entwickelte Asset-Market-Approach eingeschlagen, der den Versuch macht, aus den verschiedenen partialanalytisch angelegten Ansätzen eine eklektische Synthese herauszukristallisieren. Für die Analyse der Güterströme verbindet er Elastizitäts- und Absorptionsansatz und greift damit auf frühere Synthesebestrebungen zurück, die vor allem von Alexander (3) initiiert worden sind. Darüber hinaus - und hier liegt der entscheidende Fortschritt gegenüber der rein güterwirtschaftlichen Betrachtungsweise des Elastizitäts- und Absorptionsansatzes - werden auch monetäre Einflüsse berücksichtigt. Der Asset-Market-Approach wird der Realität besser gerecht als die traditionellen Erklärungsmodelle, da er Anpassungen nach Störungen sowohl für den Kapitalverkehr als auch für den Güterverkehr ableitet (4). Die Berücksichtigung unterschiedlich langer Zeiträume für die einzelnen Anpassungsvorgänge, auf der das Gliederungsprinzip dieser Arbeit aufbaut, geht im wesentlichen auf diesen Ansatz zurück. Wegen der schnelleren Anpassungsgeschwindigkeit monetärer Ströme werden im Zeitpunkt der Störung die sogenannten impact-Effekte ausschließlich

- 
- 1 Lindbeck veranschaulicht dies an einer eindrucksvollen Metapher: "It is the fate of social scientists to shot at moving targets. At about the time when macroeconomics started to understand the operations of world economy with fixed exchange rates, adjustable pegs, the system was replaced with a regime with considerable exchange rate flexibility, occasionally even floating rates." (A.Lindbeck, Approaches to Exchange Rate Analysis - An Introduction, in: Flexible Exchange Rates and Stabilization Policy, ed. by Herin, u.a., London 1977, S.1)
  - 2 Richebächer, K., Überforderte Wechselkurspolitik, Tübingen 1974, S.66
  - 3 Alexander, S.S., Effects of a Devaluation: A simplified Synthesis of Elasticities and Absorption Approaches, in: American Economic Review, Band 19, 1959, S.22ff
  - 4 Vgl. Dornbusch, R., The Theory of Flexible Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Policy, in: The Economics of Exchange Rates, ed. by J.A.Frenkel/H.G.Johnson, London-Amsterdam-Sidney etc. 1978, S.27ff

auf den monetären Märkten wirksam. Die Reaktion der realen Ströme erfolgt in einer zweiten Phase (1).

Der Asset-Market-Approach läßt sich deshalb auch den monetären Ansätzen der Zahlungsbilanztheorie zurechnen. Dabei muß aber besonderer Wert auf die Abgrenzung zur Theorie des globalen Monetarismus gelegt werden, die eine strengere Version der neuen Ansätze darstellt. Die Theorie des globalen Monetarismus beschränkt sich auf die langfristigen Effekte und führt Ungleichgewichte in der Zahlungsbilanz ausschließlich auf Bestandsungleichgewichte auf den Geldmärkten zurück (2). Beide Charakteristika sind in der Literatur Gegenstand der Kritik gewesen. Rose lehnt die ausschließliche Betrachtung der längerfristigen Effekte ab und stellt erneut die alte Frage: "How long is the long run?" (3) Auch Tichy bezweifelt, daß dieser Ansatz zur Erklärung der Realität wesentliches beitragen kann: "Wie alle Theorien, die mit Ausschließlichkeitsanspruch auftreten, sind die extrem monetaristischen Ansätze zur Anwendung in der wirklichen Welt wenig geeignet, ..." (4). Im Vergleich dazu kann der Asset-Approach eindeutige Vorteile für sich verbuchen. Neben der Berücksichtigung unterschiedlicher Zeithorizonte fällt positiv ins Gewicht, daß auch andere Assets als Geld einbezogen werden. Manches spricht dafür, daß durch Portfolioumschichtungen zwischen in- und ausländischen Vermögensaktiva zumindest auf kurze Sicht die Wechselkursentwicklung bestimmt wird (5). Die Beschreibung des spekulativ- und zinsarbitragebedingten Kapitalverkehrs zu einem späteren Zeitpunkt wird hierzu nähere Informationen liefern.

Der Berücksichtigung monetärer Phänomene in der jüngeren Literatur kommt schließlich das Verdienst zu, die Erkenntnis der großen Transferdebatte der zwanziger und dreißiger Jahre, daß zwischen Transfer- und Wechselkurs Theorie enge Verbindungen bestehen und beide im Grunde das gleiche Phänomen erklären, wiederentdeckt zu haben, nachdem diese Zusammenhänge in der Zwischenzeit in Vergessenheit geraten waren (6).

Die implizite Voraussetzung der Wechselkurs Theoretiker, die lange Zeit die Trennungslinie zu den Transfertheoretikern markierte, daß die Leistungsbilanz die Kapitalbilanz bestimme,

- 
- 1 Vgl. Ingram, J.C., Expectations and Floating Rates, a.a.O., S.431
  - 2 Vgl. Frenkel, J.A./Johnson, H.G., The Monetary Approach to the Balance of Payments, Toronto 1975; ebenso Neumann, Whitman, M.v., Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payments, in: Brooking Papers on Economic Activity, Vol.3, 1975, S.491ff
  - 3 Rose, K., Theorie der Außenwirtschaft, 7.Auflage, München 1978, S.149
  - 4 Tichy, G., Die Folgen von Wechselkursänderungen - was haben wir gelernt?, in: Empirische Wirtschaftsforschung und monetäre Ökonomik, hrsg. von W.Clement/K.Socher, Berlin 1979, S.238
  - 5 Vgl. Rose, K., Der monetäre Ansatz in der Zahlungsbilanz-

wird im Asset-Market-Approach nicht nur aufgehoben, sondern - wie oben dargestellt - für den kurzen Zeithorizont sogar umgekehrt. Die Transfertheorie wird damit wieder zum Spezialfall der Wechselkursstheorie, die sich explizit mit den Wirkungen internationaler Kapitaltransfers auf andere Posten der Zahlungsbilanz beschäftigt.

## B. Wechselkursänderungen und Leistungsbilanz

### I. Der einfache Wechselkursmechanismus

Als geeigneter Ausgangspunkt für die Analyse der Beziehungen zwischen Wechselkurs und Zahlungsbilanz bietet sich die Darstellung des einfachen Wechselkursmechanismus an (1). Hinter diesem Begriff verbirgt sich zunächst nur die analoge Übertragung des Preismechanismus auf den Devisenmarkt als speziellen Markt. Enthalten sich die währungspolitischen Institutionen kursstützender Interventionen - Maßnahmen zur Kursglättung seien ausgenommen, auch wenn die Übergänge fließend sind - so bestimmt sich der Wechselkurs als Marktpreis nach dem freien Spiel von Angebot und Nachfrage. Er wird demzufolge auch in der für die BRD üblichen Form als Preisnotierung verstanden, die den Preis der Auslandswährung in Inlandswährung ausdrückt. Die gleiche Bedeutung hat der in der Bankenpraxis geläufigere Devisenkurs. Der Devisenmarkt kommt dem Idealtypus eines vollkommenen Marktes näher als die meisten anderen Märkte. Eine große Teilnehmerzahl, hohe Transparenz und Devisen als homogenes Gut ermöglichen einen einheitlichen Preis, der Angebot und Nachfrage zum Ausgleich bringt (2).

Eine exogene Störung des Devisenmarktgleichgewichts durch zusätzliche Kapitalimporte läßt sich in dem herkömmlichen Preis-Mengen-Diagramm als Verschiebung der Devisenangebotskurve nach rechts interpretieren. Bei normalem Verlauf der Nachfrage- und Angebotskurven, den der einfache Wechselkursmechanismus unterstellt, sinkt der DM-Preis der Devisen bzw. die DM wird aufgewertet. Zum neuen Wechselkurs nimmt die Nachfrage das erhöhte Devisenangebot in vollem Umfang auf.

---

theorie, in: Jahrbücher für Sozialwissenschaft, Band 28, 1977, S.375

6 Vgl. Kleinewefers, K., Theorie und Politik der Abwertung, Basel-Tübingen 1969, S.15

1 Vgl. Meyer, F.W., Wechselkurse, in: HdSW, Band 11, S.572

2 Vgl. Adebahr, H., Währungstheorie/Währungspolitik, a.a.O., S.71

Zu erklären bleibt jedoch, wohin das erhöhte Devisenangebot fließt, denn darüber gibt der einfache Wechselkursmechanismus keine Auskunft. Sieht man einmal von Übertragungen ab - sie werden auch im folgenden vernachlässigt -, so ergeben sich nur zwei verschiedene Verwendungsarten: Zusätzliche Importe bzw. verminderte Exporte an Gütern und Dienstleistungen und/oder erhöhte private Nettokapitalexporte. In den Termini der Transfertheorie ausgedrückt heißt das: Der staatliche monetäre Transfer, der mit der Übertragung von Kaufkraft ins Schuldnerland abgeschlossen ist, löst entweder einen monetären Gegen-transfer aus, wenn private Kapitalbewegungen in die entgegengesetzte Richtung fließen, oder es folgt ein realer Transfer, wenn dem Kreditstrom ein Güterstrom in Form eines Leistungsbilanzdefizites folgt (1).

## II. Der Elastizitätsansatz

### a. Grundzüge

Der Elastizitätsansatz beschränkt sich auf die Analyse der Zusammenhänge zwischen Wechselkurs und Leistungsbilanz. Da der Saldo der Leistungsbilanz sich als Differenz zwischen Im- und Exportwerten ergibt, wird nach den Wirkungen exogener Wechselkursänderungen, gleichgültig ob sie durch Neufestsetzung der Währungsparitäten bei festen Wechselkursen oder durch Nettokapitalimporte bei flexiblen Wechselkursen bedingt sind, auf diese beiden Komponenten gefragt, die sich wiederum als Produkte aus den jeweiligen Mengen und Preisen definieren lassen.

$$3 \quad B = X - M = x \cdot p_x - m \cdot p_m \quad (2)$$

Gemäß der hier vorherrschenden Inlandsbetrachtung werden die Preise ausschließlich in heimischer Währung wiedergegeben. Das Verhältnis zwischen den Mengen und den dazu gehörenden Preisen, die Elastizitäten, bestimmt die Leistungsbilanzreaktion. Ihre Primärreaktion (3) aufgrund einer Wechselkursänderung setzt sich zusammen aus

1 Vgl. Schröder, J., Transfertheorie, in: HdWW, Band 8, S.8

2 Symbole:

B = Leistungsbilanzsaldo

X = Exportwert

M = Importwert

x = Exportvolumen

m = Importvolumen

$p_x$  = Exportgüterpreise (in DM)

$p_m$  = Importgüterpreise (in DM)

3 Die Sekundärreaktionen ergeben sich aus den Rückwirkungen der Veränderungen inländischer Makrogrößen auf die Leistungsbilanz.



$$4 \quad dB = dx \cdot p_x + dp_x \cdot x - dm \cdot p_m - dp_m \cdot m .$$

Setzt man für den Ausgangszustand  $p_x = p_m = 1$  und  $B = 0$ , so ergibt sich:

$$5 \quad dB = (dx - dm) + (dp_x - dp_m) m .$$

Üblicherweise wird der erste Ausdruck als Mengeneffekt, der die Änderungen des realen Leistungsbilanzsaldos zu konstanten Preisen wiedergibt, und der zweite als Preiseffekt, der Verschiebungen der terms of trade zum Ausdruck bringt, bezeichnet (1).

Als theoretische Grundlage verwendet der Elastizitätsansatz das bekannte preistheoretische Instrumentarium. Die Angebots- und Nachfragefunktionen auf den Export- und Importgütermärkten werden aus den Gesamtangebots- und -nachfragefunktionen der jeweiligen nationalen Märkte abgeleitet. Als analytische Werkzeuge erfordern sie vollkommene Konkurrenz sowohl auf der Käufer- als auch auf der Verkäuferseite.

Eine DM-Aufwertung führt auf der Importseite zu einer Verschiebung der Angebotskurve nach rechts, das heißt bei gleicher angebotener Menge zu niedrigeren DM-Preisen oder zu höheren angebotenen Mengen bei gegebenen Preisen. Dazu werden die ausländischen Lieferanten, die in ihrer Währung kalkulieren, durch den Konkurrenzmechanismus gezwungen. In Abhängigkeit von der Elastizität der Importnachfragefunktion, deren Lage durch die Aufwertung nicht berührt wird, kann der Importwert entweder sinken, konstant bleiben oder steigen. Umgekehrt lassen sich für den Exportgütermarkt bei gleichbleibender Angebotsfunktion für die ausländischen Abnehmer Verteuerungen in ihrer Währung ableiten, auf die sie in der Regel mit Nachfrageeinschränkungen reagieren. Der Exportwert in DM gerechnet sinkt also immer und zwar um so mehr, je elastischer die ausländische Exportnachfrage ist (2). Werden nun Export- und Importwertänderungen saldiert, ergeben sich Richtung und Umfang der primären Leistungsbilanzveränderung. Die Leistungsbilanz reagiert normal, wenn dem gesunkenen Exportwert ein Importwert gegenübersteht, der gestiegen, konstant geblieben oder um weniger als der Exportwert gesunken ist.

Unter der Prämisse, daß die Angebotselastizitäten unendlich sind, ist eine normale Reaktion immer gewährleistet, wenn die Summe der Nachfrageelastizitäten die Marshall-Lerner-Bedingung erfüllt, das heißt größer als eins ist. Für endliche Angebotselastizitäten muß diese Bedingung zur Robinson-Bedingung erweitert werden.

- 
- 1 Vgl. Bender, D., Abwertung und gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht, Berlin 1972, S.31
  - 2 Vgl. Rose, K., Theorie der Außenwirtschaft, a.a.O., S.51



## b. Unterschiedliche lang- und kurzfristige Elastizitätswerte als Ausdruck endlicher Anpassungsgeschwindigkeiten

Die Frage, welche Werte die Elastizitäten in der Realität annehmen, ist bereits mehrfach Gegenstand empirischer Untersuchungen gewesen. Während man bis in die späten fünfziger Jahre stets von geringen Werten ausging, ist der Elastizitätsspektivismus dieser Prägung heute überwunden (1). Es bestehen kaum noch Zweifel, daß die längerfristig geltenden Preiselastizitäten eine normale Leistungsbilanzreaktion gewährleisten. Die Außenhandelsentwicklung des Jahres 1981 zeigt dies mehr als deutlich. "Der Exportboom war weder eine Folge der allgemeinen Konjunktorentwicklung im Ausland noch der besonderen Investitionstätigkeit in den wichtigsten Kundenländern" (2), sondern allein auf den niedrigeren Wechselkurs zurückzuführen. Die Aktivierung der Handelsbilanz setzte sich sogar bei äußerst schwachem Wachstum bzw. rückläufigem Sozialprodukt in den Hauptabnehmerländern durch.

Die kurzfristigen Elastizitäten sind dagegen, wie aus neueren Schätzungen zu ersehen ist (3), sehr viel geringer. Daraus folgt, daß Wechselkursänderungen längere Zeit benötigen, bis sie voll wirksam werden; die Schätzungen liegen zwischen 2 und 4 Jahren. Die Anpassungen erfolgen aber mit Sicherheit nicht in gleichmäßiger Verteilung, sondern konzentrieren sich auf das erste Jahr (4). Innerhalb des ersten halben Jahres sind aufgrund geringerer kurzfristiger Elastizitäten perverse Leistungsbilanzänderungen sehr wahrscheinlich, das heißt die Leistungsbilanz wird sich nach einer Aufwertung sogar noch verbessern.

Die Ursachen der Abweichungen zwischen kurz- und langfristigen Elastizitäten liegen überwiegend darin begründet, daß die Preiseffekte schneller eintreten als die Mengeneffekte. Die Mengenreaktionen der Marktteilnehmer lassen auf sich warten, weil Lieferverträge bestehen und eine kurzfristige Umorientierung nach anderen Märkten wegen fehlender Markttransparenz meist nicht möglich ist. Die Preiseffekte sind abhängig vom Fakturierungsverhalten im Außenhandel und treten sofort im Zeitpunkt der Aufwertung ein. Wenn, wie im Außenhandel der Bundesrepublik, fast 90% der Exporte und nur 40% der Importe in DM fakturiert werden (5), bedeutet eine Aufwertung, daß kurzfristig der Exportwert weitgehend konstant bleibt, während

- 
- 1 Vgl. Tichy, G., Die Folgen von Wechselkursänderungen, a.a.O., S.240
  - 2 Warten auf das Frühjahr, in: Wirtschaftswoche Nr.48, 20.11.1981, S.8
  - 3 Vgl. Junz, H.B./Rhomberg, R.R., Price Competitiveness in Export Trade among Industrial Countries, in: American Economic Review, Vol.63, 1973, S.412ff
  - 4 Vgl. Clark, P.B., The Effects of Recent Exchange Rate Changes on the US Trade Balance, in: The Effects of Exchange Rate Adjustments, ed. by Clark, P.B. et.al., Washington 1974, S.251
  - 5 Vgl. Scharrer, H.E., Die Währungsstruktur im Welthandel,

der Importwert zurückgeht. Bei kurzfristig kaum veränderter Importmenge sinkt die Importrechnung, weil der Teil, der in fremder Währung fakturiert ist, in DM gerechnet sich um den Aufwertungssatz verbilligt.

Eine Ausnahme stellt allenfalls die Warenspekulation dar. Die Ein- und Ausfuhr von Rohstoffen und anderen lagerfähigen homogenen Gütern, die an internationalen Börsen gehandelt werden, kann sich vergleichsweise schnell an veränderte Wechselkurse anpassen. Zu beachten ist jedoch, daß die Warenspekulation genauso wie die Spekulation an den Geldmärkten nicht so sehr vom Niveau des tatsächlichen Wechselkurses abhängig ist als von den Wechselkursänderungserwartungen (1). Außerdem kann sie von ihrem quantitativen Umfang her den perversen Primäreffekt allenfalls marginal abschwächen.

Mit zunehmendem Abstand vom Aufwertungszeitpunkt tritt die Bedeutung des Fakturierungsverhaltens zurück. Gleichzeitig setzen nun die Mengenreaktionen ein. Die Exporteure müssen, wie in der Elastizitätstheorie abgeleitet, Absatzrückgänge hinnehmen und/oder ihre DM-Preise zurücknehmen. Auch die ausländischen Lieferanten, die in DM fakturieren, müssen den zunächst entstehenden Abwertungsgewinn wenigstens teilweise an die inländischen Kunden weitergeben, wodurch sie sich jedoch in der Regel höhere Absatzmengen sichern können. Der Passivierung der Leistungsbilanz steht nun nichts mehr im Wege (2).

Zur Aufteilung der Leistungsbilanzveränderung auf Preis- und Mengeneffekte läßt sich generell nicht viel sagen, da sie sowohl von der Konjunkturlage als auch von den Konkurrenzverhältnissen in der jeweiligen Branche mitbestimmt wird (3). Ist die Kapazitätsauslastung im Inland höher als im Ausland, wird der Mengeneffekt bei den Im- und Exporten relativ stärker sein, während in der entgegengesetzten konjunkturellen Situation die Anbieter wohl eher zu größeren Preiszugeständnissen bereit sind. Fest steht nur, daß eine Hochkonjunktur im Inland die Passivierung der Leistungsbilanz fördert.

Das Defizit in der Leistungsbilanz bleibt solange erhalten, wie sich der Staat in den Folgeperioden im Ausland weiter verschuldet. Der Umfang des negativen Leistungsbilanzsaldos wird annähernd konstant bleiben, wenn die Neuverschuldung kontinuierlich auf einem bestimmten Niveau erfolgt. Das Defi-

---

in: Wirtschaftsdienst, 1978, S.455

- 1 Vgl. Adebahr, H., Währungstheorie und Währungspolitik, a.a.O., S.79f
- 2 Vgl. Kruse, A., Internationaler Kredit- und Kapitalverkehr und der Ausgleich der Zahlungsbilanz, in: Internationale Währungs- und Finanzpolitik, hrsg. von W.Meinhold, Berlin 1961, S.44
- 3 Vgl. Tichy, G., Die Folgen von Wechselkursänderungen, a.a.O., S.244

zit wird - mit Verzögerungen - sinken (steigen), wenn der Staat die Neuverschuldung vermindert (erhöht). Denkbar ist auch, daß sich der Staat auf eine einmalige Kreditaufnahme im Ausland beschränkt. In diesem Fall werden in den Folgeperioden die Nettokapitalimporte wieder auf ihr früheres Niveau absinken. Das Devisenangebot geht zurück und der DM-Kurs bewegt sich tendenziell zu seinem Ausgangswert zurück. Durch die Abwertung werden im grenzüberschreitenden Güter- und Dienstleistungsverkehr die Weichen für eine Verbesserung der Leistungsbilanz gestellt. Die Rückkehr zur ausgeglichenen Leistungsbilanz des Ausgangszeitpunktes erfolgt relativ schnell, weil die durch die Kreditaufnahme eingeleitete Passivierung nach einer Periode noch nicht weit fortgeschritten sein kann.

Ohne dem nächsten Kapitel zu weit vorgreifen zu wollen, kann für die Sekundäreffekte ein ähnlicher Verlauf unterstellt werden. Soweit sie sich bei einer einmaligen ALV überhaupt entfalten konnten, kommen sie ebenfalls zum Erliegen, ohne einen nachhaltigen Einfluß zu hinterlassen.

Darüber hinausgehende, ins Gewicht fallende Erkenntnisse sind auch bei einer detaillierteren Untersuchung einer einmaligen ALV kaum zu gewinnen. Dies gilt in gleicher Weise für eine variierende Neuverschuldung. Aus diesem Grunde wollen wir uns im folgenden ausschließlich auf die kontinuierliche Neuverschuldung beschränken. Diese Vorgehensweise hat zudem den Vorteil, daß die Analyse überschaubar bleibt und die grundlegenden Wirkungszusammenhänge klar zum Ausdruck kommen.

### III. Die Pufferfunktion des kurzfristigen Kapitalverkehrs

#### a. Der J-Kurven-Effekt

Von einer kurzfristig anomalen Reaktion der Leistungsbilanz wird auch der Devisenmarkt in Mitleidenschaft gezogen. Eine Aufwertung, die zu einer Aktivierung der Leistungsbilanz führt, läßt uno actu die Devisennachfrage bei fallendem Wechselkurs sinken. Wegen abnehmender Importwerte weist die Devisennachfragekurve soweit sie aus dem Güter- und Dienstleistungsverkehr resultiert, im unteren Teil eine positive Steigung auf. Wegen ihrer gekrümmten Form wird in der jüngeren Literatur in diesem Zusammenhang auch vom J-Kurven-Effekt gesprochen (1).

---

1 Vgl. Neumann-Whitman, M.v., The Payments Adjustment Process and the Exchange Rate Regime: What have we learned?, in: American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol.65, 1975, S.137

Wenn das Angebot und die Nachfrage am Devisenmarkt nur vom Güterverkehr gespeist würde, hätte dies eine Instabilität dieses Marktes zur Folge, da Wechselkursaufwertungen nicht zum Stillstand kämen, sondern weitere Aufwertungen nach sich zögen. Tatsächlich übernimmt aber der kurzfristige Kapitalverkehr eine Stoßdämpferfunktion, die derartige Instabilitäten verhindert (1). Vor allem den Geldgeschäften der Banken fällt "... bei einem Nichttätigwerden der Zentralbank am Devisenmarkt die Funktion (zu), den 'Spitzenausgleich' der offen gebliebenen Salden im Leistungs- und Kapitalverkehr der Nichtbanken ... zu finanzieren." (2)

Da der Wechselkursmechanismus kurzfristig nicht in der Lage ist, einen Realtransfer zu gewährleisten, sorgt der private kurzfristige Kapitalexport in der Phase des primären Wechselkurseffekts für einen monetären Gegentransfer (3). Dieser hat nicht nur die Aufgabe, das zusätzliche Devisenangebot aus dem staatlichen Kapitalimport zu neutralisieren, sondern darüber hinaus noch den gegenüber dem Ausgangszeitpunkt erfolgten Rückgang der Devisennachfrage für Güterimporte auszugleichen.

#### b. Die Rolle der Wechselkursenerwartungen

Der auslösende Impuls zu einem Gegentransfer muß von der Wechselkursbewegung selbst ausgehen. Die Bruttozinsdifferenz bleibt annähernd konstant, weil wir mit der Annahme des kleinen Landes operieren. Wegen der daraus folgenden unendlichen Elastizität der ausländischen Kapitalexport- und -importfunktionen läßt die ALV das ausländische Zinsniveau weitgehend unverändert. Ebenso gerechtfertigt ist es, von einem konstanten inländischen Zinsniveau auszugehen, weil der inländische Kapitalmarkt bis dahin kaum berührt worden ist. Der Ausgleich wird sich überwiegend im Bereich des kurzfristig motivierten Kapitalverkehrs abspielen, da für ihn die Wechselkursänderungserwartungen, wie bereits an früherer Stelle festgestellt wurde, eine größere Bedeutung als verursachender Faktor besitzen als für langfristig angelegte Transaktionen.

Ausgehend von der Bestimmungsgleichung für die Wechselkursänderungserwartungen ( $\dot{W} = (WK - WKE)/WK$ ), sind nun die Veränderungen dieser Größen als Folge des staatlichen Kapitalimports und der anomalen Leistungsbilanzreaktion festzustellen und die Konsequenzen für den kurzfristigen Kapitalverkehr abzuleiten. Genaugenommen sind nur noch die Wechselkursenerwartungen zu bestimmen; denn die Entwicklung der tatsächlichen Wechselkurse ist bereits bekannt.

- 
- 1 Vgl. Sohmen, E., Wechselkurs und Währungsordnung, Tübingen 1973, S. 31
  - 2 Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, März 1978, S. 18
  - 3 Vgl. Schröder, J., Transfertheorie, a.a.O., S. 8

Hierbei ergeben sich jedoch einige Schwierigkeiten, da Wechselkurserwartungen sich nicht unmittelbar erfassen lassen, sondern zuerst nur in den Köpfen der Marktteilnehmer existieren und dann durch deren Aktionen Einfluß auf das Marktgeschehen gewinnen. Die aktuellen Erklärungsversuche zur Erwartungsbildung gehen der Frage nach, welche Informationen sich Käufer und Verkäufer am Devisenmarkt beschaffen und verarbeiten. "Die Erwartungsbildung wird sozusagen als Produktionsfunktion dargestellt. Einem 'Input' an Beschaffung und Verarbeitung von Informationen, der mit Kosten verbunden ist, steht als 'Output' ein Prognoseergebnis gegenüber, dessen Ertrag sich nach dem Zuverlässigkeitsgrad bemißt." (1) In der Literatur werden vor allem zwei Konzepte, die adaptive und die rationale Theorie der Erwartungsbildung, angeboten.

Das adaptive Konzept baut auf Vergangenheitserfahrungen auf und bestimmt die Erwartungen für eine zukünftige Periode auf der Basis des Prognoseirrtums in der laufenden Periode, indem es den alten Wert um einen Bruchteil der festgestellten Diskrepanz zwischen erwartetem und effektivem Kurs revidiert. Es können aber auch weiter zurückliegende Informationen verwertet werden, die dann jedoch anders gewichtet werden müssen (2)(3). Die Schwäche dieses Modells liegt in der ausschließlichen Vergangenheitsorientierung, die für die Berücksichtigung neuer, für die künftige Entwicklung maßgebender Informationen keinen Raum läßt. Diese Informationen sind aber für die Kapitalmarktteilnehmer, die ja gerade an der Entwicklung der zukünftigen Wechselkurse interessiert sind, besonders wichtig.

Im Gegensatz dazu versucht das rationale Erwartungsmodell alle verfügbaren Informationen zu nutzen. Es unterstellt, daß die Marktteilnehmer über ausreichende theoretische Kenntnisse verfügen, um das Zusammenwirken der verschiedenen Bestimmungsfaktoren der zu prognostizierenden Größe erfassen zu können. Kursschwankungen sind nach dieser Theorie Folgen der Verarbeitung neuer Informationen durch die Marktteilnehmer und unter idealen Voraussetzungen sind "... zu jedem Zeitpunkt alle verfügbaren, relevanten Informationen im Marktpreis 'verarbeitet'" (4). An diesem Punkt setzt jedoch die Kritik an mit dem Argument, daß das Modell zu anspruchsvoll sei und die Erwartungsbildung in der Realität hiervon in mehrfacher Hinsicht abweiche. Tatsächlich lassen Äußerungen von Devisenhändlern über die von ihnen verwendeten Kriterien zur Beurteilung der

- 
- 1 Sieber, H., Der flottierende Schweizer Franken, a.a.O., S.246
  - 2 Ebenda, S.250
  - 3 Die Tatsache, daß dieses Modell sich ohne Schwierigkeiten formalisieren läßt - in der Regel wird dazu eine distributed lag Funktion verwandt -, hat maßgeblich zu der in der Literatur zu beobachtenden Favorisierung beigetragen. Vgl. Arndt, S.W., International Short-Term Capital Movements: A Distributed Lag Model of Speculation and Foreign Exchange, in: Econometrica, Vol.36, 1968, S.61
  - 4 Sieber, H., Der flottierende Schweizer Franken, a.a.O., S.257



Wechselkursentwicklung Zweifel aufkommen, ob das derzeitige theoretische Wissen optimal genutzt wird (1).

Die Spekulationswellen in den letzten Jahren lassen sich wahrscheinlich eher als preisdynamische Reaktionen, die durch bandwagon-Effekte zustande gekommen sind, erklären als nach dem rationalen Erwartungskonzept (2). Dennoch bietet sich aus theoretischer Sicht kaum ein adäquater Ersatz. Die Theorie der rationalen Erwartungsbildung soll deshalb auch für die weitere Untersuchung beibehalten werden. Soweit preisdynamische Reaktionen die Stabilität des Devisenmarktes gefährden, sollen Kursglättungsmaßnahmen der Zentralbank den "richtigen" Wechselkurs herbeiführen. Die Frage, auf welchem Wege diese zu der besseren Kenntnis der zukünftigen Wechselkursentwicklung gelangt, bleibt allerdings offen.

Für den konkreten Fall der staatlichen Auslandsverschuldung wird dem rationalen Konzept entsprechend angenommen, daß die Spekulation die langfristigen Elastizitäten der Leistungsbilanz kennt und den sich daraus ergebenden Wechselkurs als erwarteten Wechselkurs ihren Aktionen zugrundelegt. Gehen wir der Einfachheit wegen von gleichen tatsächlichen und erwarteten Wechselkursen im Ausgangszeitpunkt, also einer Wechselkursänderungserwartung von Null, aus, so wird der erwartete Wechselkurs nach dem staatlichen Kapitalimport nach unten tendieren, das heißt eine Aufwertung anzeigen. Diese wird jedoch weitaus geringer ausfallen als die der tatsächlichen Wechselkurse, da längerfristig der Güter- und Dienstleistungsverkehr elastischer reagiert und das zusätzliche Devisenangebot zu einem Wechselkurs aufnimmt, der irgendwo zwischen dem alten und dem sich kurzfristig einstellenden Niveau liegt. Dieses Überschießen der tatsächlichen über die erwarteten Wechselkurse läßt eine Abwertungserwartung entstehen

- 
- 1 Artus beschreibt die Erwartungsbildung in der Realität folgendermaßen: "There seem to be psychological switches that go off and on in people's heads. My idea is that the market is always focussing on a particular psychological variable. For a while, it's interest rate. If they go up, in the case of the dollar, then the dollar should probably go up. But now the big factor seems to be trade balances. People seem to look at them first and a trend is determined. (Artus, J.R., Methods of Assessing the Long-Run Equilibrium Value of an Exchange Rate, in: Journal of International Economics, Vol.8, 1978, S.281)
  - 2 Vgl. Glastetter, W., Flexibilität der Wechselkurse als Allheilmittel, in: Außenwirtschaft, Heft 2, 1976, S.136

$((WK - WKE)/WK < 0)$ , die den Geldexport einleitet und ein weiteres Fallen des tatsächlichen Kurses verhindert bzw. ihn an den erwarteten Kurs heranführt.

Dieser monetäre Gegentransfer wird wieder rückgängig gemacht, wenn im Zeitablauf die Passivierung der Leistungsbilanz fortschreitet. Steigende Importwerte und sinkende Exportwerte lassen den Kassakurs tendenziell steigen und vermindern dadurch bei konstanten Wechselkurserwartungen die Gewinnchancen der Geldexporteure. Diese geben, durch die Wechselkursbewegung gesteuert, Devisen an den Außenhandel ab. Erst in dieser Phase werden die durch die ALV induzierten Devisenzuflüsse vom Güter- und Dienstleistungsverkehr absorbiert. In welchem Umfang diese Absorption erfolgt, ist damit aber noch nicht geklärt. Auch wenn ein längerfristiger zinsinduzierter, konterkarierender Kapitalverkehr unwahrscheinlich ist, bleibt noch die Möglichkeit, daß der handelsinduzierte Kapitalverkehr einen Teil des staatlichen Kapitalimports endgültig neutralisiert.

## C. D e r h a n d e l s i n d u z i e r t e K a p i t a l - v e r k e h r

### I. Die Direktinvestitionen

Während Portfolio-Investitionen überwiegend zur Ausnutzung bestehender Zins- und Dividendenunterschiede vorgenommen werden, spricht man von Direktinvestitionen, wenn der Beteiligungserwerb einen unmittelbaren Einfluß auf die Leitung eines ausländischen Unternehmens sicherstellt, oder ein Unternehmen im Ausland gegründet bzw. ein bestehendes erweitert wird, das ganz oder teilweise unter der Kontrolle des Investors steht (1).

Eine durch staatliche Kapitalimporte hervorgerufene Aufwertung der DM fördert deutsche Direktinvestitionen im Ausland auf zweifache Weise. Einmal mindert sie die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exporteure. Vor allem größere Unternehmen nehmen dies zum Anlaß, Teile der Produktion ins Ausland zu verlagern, um ihre Position sprich Anteile am Weltmarkt zu sichern. Als Alternativen der Marktsicherung bieten sich sowohl Neugründungen von Tochtergesellschaften als auch Beteiligungen an bestehenden ausländischen Unternehmen an. Die deutschen Direktinvestitionen Anfang und Mitte der 70er Jahre

---

1 Vgl. Adebahr, H., Währungstheorie - Währungspolitik, a.a.O., S.234



in den Vereinigten Staaten sind wohl überwiegend aus dieser Überlegung heraus vorgenommen worden (1).

Ein weiterer Anreiz zum Aufbau oder Erwerb von Produktionskapazitäten im Ausland wird durch die aufwertungsbedingte Kaufkrafterhöhung der DM gegeben, die die Finanzierung der Direktinvestitionen erheblich erleichtern kann. Die Rendite des Objektes wird durch die Kursveränderung weniger beeinflusst, da sie wie bei den Portfolio-Investitionen nicht vom Niveau des Wechselkurses abhängig ist. Die Investition im Ausland wird in DM gerechnet zwar billiger, aber die zu erwartenden Gewinntransfers bei konstanter Rendite in Devisen werden durch die Aufwertung der DM für den inländischen Empfänger im Wert gemindert.

Diesen, die Direktinvestitionen stimulierenden Effekten steht eine bremsende Wirkung entgegen, die aus der sinkenden Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Exporteure resultiert. Denn Direktinvestitionen werden nicht nur getätigt, um im Ausland zu produzieren, sondern auch um den Absatz an den ausländischen Märkten zu fördern. Der Aufbau eines Vertriebsnetzes und/oder Kundendienstes ist in vielen Fällen Voraussetzung, um Marktanteile im Ausland zu gewinnen. Da aber die exportierten Produkte durch die Aufwertung der DM im Ausland preislich an Attraktivität verlieren, werden Investitionen im Vertriebsbereich überflüssig oder weniger notwendig.

Auch wenn die stimulierenden Wirkungen per saldo stärker sind, ist damit über die Einflüsse der Direktinvestitionen auf die Kapitalbilanz noch wenig ausgesagt, weil der Kapitalabfluß keineswegs mit den Aufbau- oder Erwerbskosten im Ausland identisch sein muß. Die Finanzierung einer Direktinvestition wird wohl in den seltensten Fällen ausschließlich mit inländischem Kapital abgewickelt, in der Regel werden auch Kredite im Investitionsland aufgenommen. Dies bietet sich einmal an, um eventuelle ausländische Investitionsförderungsmaßnahmen in Form zinsbegünstigter Kredite zu nutzen. Zum anderen sichern sie den Investor gegen weitere zukünftige DM-Aufwertungen ab. Eine aufwertungsbedingte Wertminderung der Auslandsinvestitionen kann zumindest teilweise durch die Reduzierung des in DM nominierten Kapitals ausgeglichen werden. Diese Art der Absicherung gegen Wechselkursänderungen wird in der Literatur mit dem Begriff "Hedging" gekennzeichnet (2).

Diese Anreize zur Fremdkapitalaufnahme im Ausland lassen den Kapitalabfluß für Direktinvestitionen auch dann eher gering ausfallen, wenn die Investitionstätigkeit deutscher Unternehmen im Ausland stark zunimmt. Letzteres ist aber kaum zu erwarten, da Wechselkursänderungen in den hier relevanten Größenordnungen in der Regel unterhalb der Reizschwelle liegen,

- 
- 1 Vgl. Adebahr, H., Direktinvestitionen. Eine Problemskizze, Berlin 1981, S. 27
  - 2 Vgl. Filc, W., Spekulation und Zinsarbitrage, Berlin 1975, S. 40

die bei derart kostspieligen und riskanten Entscheidungen überschritten sein muß.

Die gleichen Zusammenhänge gelten auch für die Direktinvestitionen der Ausländer im Inland, allerdings mit umgekehrtem Vorzeichen, das heißt tendenziell sinken die für diesen Zweck vorgesehenen Kapitalimporte. Aber auch hier gilt das oben Gesagte, so daß dieser Bereich quantitativ kaum ins Gewicht fällt. Per saldo resultiert ein eher schwacher konterkarierender Kapitalexport, der zudem erst mit erheblichen Zeitverzögerungen auftritt.

## II. Außenhandels- und langfristige Lieferantenkredite

Außenhandelsgeschäfte werden heute in ihrer Mehrzahl mit Krediten finanziert, und es ist zu erwarten, daß diese Entwicklung fortschreitet. Lieferantenkredite und kurzfristige Außenhandelskredite nehmen an Umfang und Laufzeit zu, weil die Finanzierung als Marktparameter an Bedeutung gewinnt. Die Erfahrungen der starken DM-Aufwertung Anfang der siebziger Jahre zeigen, daß die deutschen Exporteure zur Durchsetzung von DM-Kontrakten neben Preisnachlässen vor allem bei den Zahlungsbedingungen den ausländischen Kunden entgegenkommen mußten (1). Per saldo, das heißt unter Berücksichtigung der Importseite, steht fest, daß das Inland gegenüber dem Ausland zu Finanzierungszugeständnissen bereit war (2).

Grundsätzlich kann ein Entgegenkommen auf der Finanzierungsseite durch Zinssenkungen und/oder durch Verlängerungen der Laufzeit erfolgen. In der Vergangenheit wurde die zuletzt genannte Variante bevorzugt (3). Mit der Verlängerung der Laufzeit ist bei konstantem Im- und Exportwert eine Erhöhung des Kapitalexportes verbunden.

Nur unter dieser Prämisse kann man von einer konterkarierenden Kapitalbewegung sprechen. Aus den früheren Ausführungen geht aber hervor, daß eine Aufwertung der DM eine Passivierung der Leistungsbilanz - wenn auch mit zeitlichen Verzögerungen - nach sich zieht, die teils von einem verminderten Export-, teils von einem erhöhten Importwert herrührt. Da für den größten Teil

- 
- 1 Vgl. Scharrer, H.E. u.a., Währungsrisiko und Währungsverhalten deutscher Unternehmer im Außenhandel, Hamburg 1978, S.203
  - 2 Veränderungen der terms of payments können auch auf spekulativen Einflüssen beruhen. Die gleichen Wirkungszusammenhänge, die den spekulativen Geldverkehr zwischen den Banken bestimmen, gelten in modifizierter Form auch für die Finanzierung von Außenhandelsgeschäften. Zum Beispiel können Importeure die Gelegenheit nutzen, wenn sie in ausländischer Währung fakturiert haben und eine Aufwertung der DM erwarten, ihre Position durch Zahlungsverzögerungen zu verbessern. Exporteure hingegen versuchen in der gleichen Situation ihre Forderungen möglichst schnell einzutreiben, um

der Exportgeschäfte Zahlungsziele eingeräumt werden, ist ein Rückgang des Exportwertes c.p. mit einer Reduzierung der kurz- und langfristigen Lieferantenkredite verbunden (1). Diese Tendenz wird durch die Importseite allenfalls marginal nach oben oder unten korrigiert, da sich die Importwerte zumindest längerfristig wegen gegenläufiger Preis- und Mengeneffekte weniger stark verändern als die Exportwerte. Daraus folgt, daß wiederum c.p. eine Aktivierung der Kapitalbilanz mit dem Umfang der Passivierung der Leistungsbilanz einhergeht.

Diese Entwicklung läßt sich zwar quantitativ kaum spezifizieren, da handelsinduzierte Kapitalbewegungen und spekulative Veränderungen der terms of payments sich permanent überlagern. Einiges spricht jedoch dafür, daß die verminderten Kapitalexporte, die durch den Rückgang der Exportwerte hervorgerufen werden, die aus den Finanzierungszugeständnissen resultierenden zusätzlichen Kapitalexporte kompensieren. Möglicherweise werden auch die für Direktinvestitionen bestimmten Kapitalabflüsse durch diesen Faktor ausgeglichen. Der Einfachheit halber wird dieser Fall im folgenden unterstellt; er ist zumindest nicht weniger plausibel als ein handelsinduzierter Nettokapitalim- oder -export.

#### D. W i r k u n g e n   a u f   D r i t t l ä n d e r

In den bisherigen Ausführungen wurde aus gutem Grunde jeweils nur in allgemeiner Form von Kursveränderungen der DM im Verhältnis zu Devisen gesprochen, ohne das Blickfeld auf die Währung des Gläubigerlandes einzuengen. Denn die Wechselkursveränderungen, die sich primär nur zwischen Gläubiger- und Schuldnerwährung abspielen, werden durch Devisendreiecks- oder -vielecksarbitrage auch auf andere konvertible Währungen übertragen.

In diesem Zusammenhang unterscheidet man zwischen Devisenausgleichs- und Devisendifferenzarbitrage (2). Zur Erläuterung der Devisenausgleichsarbitrage sei unterstellt, daß die

---

Kursverluste zu vermeiden. Daraus resultiert dann einerseits eine Verringerung der Devisennachfrage und andererseits eine Erhöhung des Devisenangebots, wodurch der monetäre Gegen-transfer, wie er in Abschnitt B.III. beschrieben wird, noch unterstützt wird.

3 Vgl. Adebahr, H., Währungstheorie - Währungspolitik, a.a.O., S.225

1 Die Bundesbank weist auf diese Verknüpfung hin, allerdings für eine entgegengerichtete Entwicklung. So führt sie die Zunahme der Forderungen an ausländische Unternehmen im Jahr 1981 auf die Ausweitung der Exportgeschäfte in diesem

ALV des Staates das Austauschverhältnis der DM zum Dollar als Gläubigerwährung verändert habe und zwar koste der Dollar nicht mehr 2,-- DM, sondern nur noch 1,90 DM. Das Kursverhältnis des Britischen Pfundes als Drittwährung betrage zum Dollar nach wie vor 2 \$/£ und zur DM 4,-- DM/£. Ein britischer Importeur, der zur Bezahlung eines in Dollar fakturierten Außenhandelsgeschäfts 1.000 \$ benötigt und für einen direkten Umtausch von Pfund gegen Dollar 500 £ aufwenden muß, kann die Belastung in seiner Währung gerechnet vermindern, wenn er Pfund gegen DM wechselt und diese gegen Dollar verkauft. Die 1.000 \$ kosten ihn nur 1.900 DM und diese nur 475 £; immerhin 5% weniger als bei einem direkten Umtausch.

Dieses an sich höchst rationale Verhalten bleibt aber nun nicht ohne Folgen für die jeweiligen Wechselkurse. Da in stärkerem Umfang Pfund gegen DM und weniger Pfund gegen Dollar angeboten wird, sinkt der DM-Preis des Pfundes, während der Dollar-Preis des Pfundes steigt; die britische Währung erfährt gegenüber der DM eine Abwertung, gegenüber dem Dollar eine Aufwertung. Auf der anderen Seite wird in größerem Umfang DM gegen Dollar angeboten, so daß die primäre Aufwertung der DM gegenüber dem Dollar teilweise wieder rückgängig gemacht wird. Zu dem gleichen Ergebnis kommt man, wenn ein deutscher Importeur britischer Waren eine auf Pfund lautende Rechnung durch einen Umweg über den Dollar bezahlt oder ein amerikanischer Importeur inländischer Güter zuerst Dollar gegen Pfund und dann Pfund gegen DM wechselt. Für Exporteure, die in fremder Währung fakturieren, läßt sich die Vorteilhaftigkeit der Dreiecksarbitrage auf die gleiche Art und Weise herleiten.

Die gleichen Bedingungen wie bei der Abwicklung des Güterverkehrs gelten auch für den internationalen Kapitalverkehr. Ein britischer Kapitalanleger, der auf Dollar lautende Guthaben aufbauen will, kann von der Devisenausgleichsarbitrage in gleicher Weise profitieren wie ein Außenhändler. Der oben dargestellte monetäre Gegentransfer ist also keineswegs darauf angewiesen, daß ausschließlich Dollarforderungen erworben werden, sondern kann in jeder frei konvertierbaren Drittwährung stattfinden.

Die Devisendifferenzarbitrage unterscheidet sich von der Devisenausgleichsarbitrage nur in der Form der Anpassung, nicht aber vom Ergebnis her. Sie wird von berufsmäßigen Devisenmarktteilnehmern getragen, die an verschiedenen Plätzen bestehende Kursdifferenzen ausnutzen zum Zwecke der Gewinnerzielung, indem sie etwa britische Pfund gegen DM verkaufen, diese gegen Dollar tauschen und die Dollar-Beträge wieder mit

---

Zeitraum zurück. Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, September 1981, S.38

- 2 Vgl. Schneider, E., Zahlungsbilanz und Wechselkurs, Tübingen 1978, S.81

Gewinn in Pfund einlösen.

Die Kursveränderungen zwischen DM, Pfund und Dollar werden solange anhalten, wie die Dreiecksarbitrage noch lohnend ist. Sie kommt zum Erliegen, wenn der Kreuzwechsellkurs wieder mit dem direkten Wechselkurs übereinstimmt (z.B.  $W(\$/DM) \times W(\pounds/\$) = W(\pounds/DM)$ ) (1). In Abhängigkeit von den Elastizitäten der spezifischen Devisenmärkte wird sich ein DM-Preis für den Dollar einstellen, der irgendwo zwischen 1,90 und 2,-- DM liegt; der Dollar-Preis des Pfundes steigt über 2  $\$/\pounds$  und der DM-Preis des Pfundes sinkt unter 4,-- DM. Die Passivierung der heimischen und die Aktivierung der amerikanischen Leistungsbilanz wird insgesamt gesehen dadurch nicht beeinflusst, sie kommt allerdings nicht allein im bilateralen Handel zustande. Das Drittland Großbritannien wird insofern eingeschaltet, als es gegenüber der Bundesrepublik an Wettbewerbsfähigkeit gewinnt, das heißt seinen regionalen Saldo verbessern kann, während es im Handel mit den Vereinigten Staaten eine Passivierung hinnehmen muß. Beide Effekte sind einander entgegengerichtet und kompensieren sich wohl weitgehend, so daß der Leistungsbilanzsaldo der Drittländer wahrscheinlich nur geringfügig verändert wird.

Für die hier angestrebte, mehr inlandsbezogene Betrachtung genügt es also, von einer Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Rest der Welt auszugehen. Eine regionale Differenzierung ist nicht erforderlich.

---

1 Vgl. Schneider, E., Zahlungsbilanz und Wechselkurs, a.a.O., S.86

## 5. KAPITEL: DAS ZUSAMMENWIRKEN VON LEISTUNGSBILANZVERÄNDERUNG UND STAATSAUSGABENERHÖHUNG

### A. Der absorptionsstheoretische Ansatz

Während die Elastizitätstheorie die Anpassung der Leistungsbilanz an veränderte Austauschrelationen, also die Primäreffekte der ALV aufzeigt, sollen nun mit Hilfe des Absorptionsansatzes die Wirkungen einer Leistungsbilanzänderung auf die Makrogrößen Volkseinkommen, Preisniveau und Beschäftigung untersucht werden. In den Veränderungen dieser Aggregate zeigen sich die Sekundäreffekte der ALV in der Phase der Schuldaufnahme. "Die Gesamtwirkung (der staatlich induzierten Wechselkursaufwertung, der Verf.) als Konglomerat aus relativen Preisänderungen und Einkommenseffekten kann somit nur im Rahmen einer Synthese von Elastizitätstheorie und Absorptionstheorie erfaßt werden" (1).

Der Absorptionsansatz bietet darüber hinaus die Möglichkeit, auch die Erhöhung der Staatsausgaben, die, wie hier unterstellt, mit den Auslandskrediten des Staates finanziert werden soll, in die Untersuchung miteinzubeziehen. Die Mittel sollen dem Staat zusätzliche Käufe von Gütern und Dienstleistungen ermöglichen. Mit anderen Worten, es wird eine nachfragewirksame Verausgabung in vollem Umfang unterstellt. Entsprechend den in der Beschäftigungstheorie Keynescher Prägung üblichen Gepflogenheiten wird auch hier der Kapazitätseffekt der positiven Nettoinvestitionen vernachlässigt.

Ausgehend von der bekannten Identitätsgleichung

$$6 \quad Y = C_{pr} + I_{pr} + A_{st} + (X-M)$$

lassen sich die Gesamtausgaben der Inländer zur Absorption

$$7 \quad A = C_{pr} + I_{pr} + A_{st}$$

zusammenfassen.

Durch Einsetzen in Gleichung 6 ergibt sich

$$8 \quad Y = A + (X-M)$$

bzw.

$$9 \quad B = X-M = Y - A = S-I.$$

Die Gleichungen 6 bis 9, deren Elemente hier, wenn nichts anderes angekündigt ist, monetär interpretiert werden (2), be-

1 Bender, D., Abwertung und gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht, a.a.O., S.28

2 Gegen eine Verwendung als reale Größe spricht nach Machlup, daß der Begriff "realer Leistungsbilanzsaldo" kaum sinnvoll interpretiert werden kann. Vgl. Machlup, F., Relative Prices and Aggregate Spending in the Analysis of Devaluation, in:



sagen nichts anderes, als daß das zu Marktpreisen bewertete Volkseinkommen stets den Gesamtausgaben des Auslands (X) und der Inländer (A) abzüglich all jener Ausgaben, die im Ausland einkommensbildend wirken (M), entspricht (1).

Da die Ausgaben der Inländer weitgehend von der Entwicklung des heimischen Volkseinkommens abhängen, gilt für die Unterbeschäftigung die Beziehung

$$10 \quad A = A(Y) = A^{\text{aut}} + a \cdot Y$$

und für die Vollbeschäftigung

$$11 \quad A = A(Y, P) = A_{\text{aut}}^{\text{r}} + aY_{\text{r}} \cdot P.$$

Die marginale Absorptionsquote  $a$  setzt sich additiv zusammen aus marginaler Konsumquote ( $c$ ) und marginaler Investitionsquote ( $m$ ). Die Größe  $A^{\text{aut}}$  repräsentiert den einkommensunabhängigen Teil der Absorption, der auch die Staatsausgaben aufnimmt (2). Die Einkommenseffekte der primären Leistungsbilanzverschlechterung und der Staatsausgabenerhöhung bestimmen sich nach den für die jeweilige Wirtschaftssituation gültigen Multiplikatorbeziehungen.

Soweit sind unsere Überlegungen noch weitgehend identisch mit den in der Literatur zahlreich vertretenen Untersuchungen von Auf- oder Abwertungen im System fester Wechselkurse. Unterschiede ergeben sich erst bei der Berücksichtigung der Importe. Bei festen Wechselkursen kann die Entwicklung der Importausgaben recht gut als Funktion des Einkommens beschrieben werden

$$12 \quad M = M^{\text{aut}} + g \cdot Y, \quad g = \text{Importneigung}$$

wobei  $M^{\text{aut}}$  für den autonomen Teil der Importe und  $(g \cdot Y)$  für den induzierten Teil steht. Diese Funktion ist im System fester Wechselkurse im allgemeinen stabil, da Änderungen der autonomen Importe, die im wesentlichen von technologischen Entwicklungen oder von Wechselkursänderungen herrühren und eine Verschiebung der gesamten Importfunktion zur Folge haben, relativ selten auftreten (3).

Durch flexible Wechselkurse wird die Stabilität und damit die Aussagefähigkeit dieser Funktion jedoch erheblich reduziert. Die Importe reagieren nicht mehr nur passiv auf Änderungen des

---

American Economic Review, 45, 1955, S.268

- 1 Vgl. Rose, K., Theorie der Außenwirtschaft, a.a.O., S.27
- 2 Vgl. Bender, D., Abwertung und gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht, a.a.O., S.28f
- 3 Vgl. Konrad, A., Zahlungsbilanztheorie und Zahlungsbilanzpolitik, a.a.O., S.84



Volkseinkommens, das heißt die Importentwicklung wird nicht mehr von den induzierten Importen dominiert, da die Flexibilität der Wechselkurse permanent Änderungen der autonomen Importe möglich macht.

Änderungen der induzierten Importe können sogar konterkariert werden, wie das folgende Beispiel zeigt: Eine Erhöhung des Volkseinkommens führt unabhängig von ihrer Ursache entsprechend der Importfunktion zu steigender Nachfrage nach ausländischen Gütern und einer tendenziellen Passivierung der Leistungsbilanz. Bei festen Wechselkursen bleibt diese Passivierung nach Abschluß des Anpassungsprozesses erhalten und es ist Aufgabe der Zentralbank, das Gleichgewicht an den Devisenmärkten innerhalb der erlaubten Bandbreiten durch Devisenabgaben zu sichern. Bei flexiblen Wechselkursen entfällt diese Form der Devisenmarktintervention und die durch die Passivierung der Leistungsbilanz bedingte Mehrnachfrage nach Devisen löst eine Wechselkursabwertung aus. Diese wiederum erzeugt über den im Elastizitätsansatz beschriebenen Prozeß eine Steigerung der Exporte und Verminderung der autonomen Importe. Die Wechselkursänderungen dauern solange an, bis der frühere Leistungsbilanzsaldo annähernd wieder hergestellt ist.

Auch Preisniveauänderungen im Inland haben - konstante Inflationsraten im Ausland vorausgesetzt - keinen bleibenden Einfluß auf den Leistungsbilanzsaldo. Kurzfristig werden zwar die Ausländer weniger Inlandsgüter nachfragen, weil diese auch für sie teurer geworden sind, und für die Inländer werden die Auslandsgüter relativ billiger. Die Folge ist, daß das Angebot an Devisen zurückgeht und die Nachfrage steigt. Die daraus resultierende Abwertung wirkt der Leistungsbilanzverschlechterung entgegen; indem sie die Exporte verbilligt und die Importe verteuert, stellt sie den früheren realen Wechselkurs zumindest tendenziell wieder her und führt den Leistungsbilanzsaldo zum früheren Niveau zurück (1).

Auf unseren konkreten Fall übertragen heißt das, daß die primäre Passivierung der Leistungsbilanz, die durch staatliche Kapitalimporte hervorgerufen und finanziert wird, durch die Flexibilität der Wechselkurse gegen eventuelle Rückwirkungen, die aus der Anpassung des Volkseinkommens resultieren, weitgehend abgeschottet wird und, kontinuierliche Neuverschuldung vorausgesetzt, längerfristig in annähernd konstantem Umfang erhalten bleibt. Läßt man die mit Wechselkursänderungen verbundenen terms of trade-Verschiebungen vorerst unberücksichtigt, genügt zur Ableitung der Sekundärwirkungen das Modell einer geschlossenen Wirtschaft. Erst die anschließende Analyse der terms of trade-Effekte erfordert eine differenziertere Betrachtung.

---

1 Vgl. dazu auch die verschiedenen Versionen der Kaufkraftparitätentheorie, Adebahr, H., Währungstheorie - Währungspolitik, a.a.O., S.136ff.

B. Die konjunkturellen Effekte  
der staatlichen ALV bei kon-  
stanten Terms of Trade

Gehen wir zunächst von unendlich großen Elastizitäten des Importangebots und der Exportnachfrage aus, die konstante terms of trade gewährleisten ( $d_{px} = d_{pm}$ ), so reduziert sich die Wirkung der Aufwertung auf die reine Mengenänderung.

$$13 \quad dB = dx - dm.$$

Die Wirkungen, die von dieser Mengenänderung auf die inländische Volkswirtschaft ausgehen, werden im folgenden näher untersucht. Das heißt nicht, daß die im Normalfall ebenfalls zu erwartenden Preiseffekte völlig vernachlässigt werden; sie werden in Abschnitt C einer separaten Analyse unterzogen. Die angewandten theoretischen Ansätze legen diese Vorgehensweise nahe (1). Die Wirkungen der Mengenkomponente auf die inländische Volkswirtschaft lassen sich mit der herkömmlichen Beschäftigungstheorie hinreichend erklären. Änderungen der relativen Preise, also auch der terms of trade, haben in dieser Theorie jedoch keinen Platz. Für sie steht ein spezieller von Laursen und Metzler entwickelter Erklärungsansatz zur Verfügung (2). Bei variablen terms of trade führt erst die Saldierung beider Komponenten zum endgültigen Ergebnis.

I. Beschäftigung und Preisniveau bei elastischem Geldangebot

a. Die Geldangebotselastizität im System flexibler Wechselkurse

Ausschlaggebend für die Elastizität des Geldangebotes ist das Geldschöpfungspotential der Geschäftsbanken. Es wird bestimmt durch die Möglichkeiten des Bankensystems, sich Zentralbankgeld zu verschaffen (3). Das potentiell schaffbare Zentralbankgeld, das auch als Sekundärliquidität bezeichnet wird, um-

- 
- 1 Bereits Alexander hat diese Trennung vorgenommen. (vgl. Wirkungen einer Abwertung auf die Handelsbilanz, deutsche Übersetzung, in: Theorie der internationalen Wirtschaftsbeziehungen, a.a.O., S.338.) Auch Bender hat auf sie zurückgegriffen. (Vgl. Abwertung und gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht, a.a.O., S.234ff.)
  - 2 Laursen, S./Metzler, L.A., Flexible Exchange Rates and the Theory of Employment, in: Review of Economics and Statistics, Band 32, 1950, S.285ff
  - 3 Vgl. Oberhauser, A., Liquiditätstheorie des Geldes als Gegenkonzept zum Monetarismus, in: Kredit und Kapital, 1977, S.210

faßt bei flexiblen Wechselkursen die Überschußreserven der Banken an Zentralbankgeld, den freien Spielraum für die Aufnahme von Rediskont- und Lombardkrediten und den Bestand an Geldmarktpapieren, soweit diese in die Geldmarktregulierung der Zentralbank einbezogen sind. Die Höhe der gesamtwirtschaftlichen Sekundärliquidität ist entscheidend für die Elastizität des Geldangebotes. Wenn im Bankensystem ausreichend Sekundärliquidität vorhanden ist, paßt sich die Geldmenge elastisch, das heißt bei weitgehend konstantem Zins, an die Geldnachfrage an. Ist die Sekundärliquidität aufgebraucht oder wird sie durch restriktive geldpolitische Maßnahmen absorbiert, so nimmt die Geldangebotselastizität ab und eine zusätzliche Geldnachfrage löst Zinssteigerungen aus.

Die Frage, mit welcher Elastizität in der Realität zu rechnen ist, läßt sich generell nicht beantworten. Die Banken sind zwar seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen nicht mehr in der Lage, sich durch Auflösung von Auslandsguthaben oder Aufnahme von Auslandskrediten jederzeit und in nahezu unbegrenztem Umfang Zentralbankgeld zu beschaffen. Dennoch dürfte die derzeitige Hochzinsphase, die zum Ausdruck bringt, daß das Geldschöpfungspotential der Banken weitgehend erschöpft ist, nicht dem Regelfall entsprechen. Für "normale" Zeiten, also für Stadien, in denen die Zentralbank keinen ausgesprochen restriktiven Kurs steuert, kann man durchaus von einer gewissen Elastizität ausgehen. Die Banken verfügen auch in Zeiten flexibler Wechselkurse über Sekundärliquidität, die ihnen in gewissem Umfang eine endogene Ausweitung der umlaufenden und der Zentralbankgeldmenge erlaubt (1). Schließlich können Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes die wirksame Geldmenge steigen lassen.

Bisher konnte man gerade für eine rezessive Phase unterstellen, daß die Zentralbank den Geschäftsbanken in ausreichendem Umfang Sekundärliquidität zur Verfügung stellt, um dadurch ihren Teil zur Wiederbelebung der Wirtschaft beizutragen (2). Dies gilt zwar für die gegenwärtige Situation nicht mehr, weil die Bundesbank in starkem Maße auf außenwirtschaftliche Faktoren Rücksicht nimmt; einiges spricht aber dafür, daß sie nach Bereinigung der Zahlungsbilanzprobleme wieder zu ihrer früheren Strategie zurückkehrt. Die derzeitigen Probleme werden in Kapitel 7 noch eingehender behandelt, so daß wir uns hier dem Normalfall zuwenden, das heißt für die Unterbeschäftigungsphase ein weitgehend elastisches Geldangebot unterstellen können. Für die Vollbeschäftigung scheint es dagegen sinnvoll zu sein, beide Möglichkeiten, elastisches und unelastisches Geldangebot, in Betracht zu ziehen.

- 
- 1 Vgl. Oberhauser, A., Die Bedeutung des Verteilungsmechanismus für Geldtheorie und Geldpolitik. Dargestellt am Beispiel der Staatsverschuldung. Erscheint demnächst in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik
  - 2 Vgl. Kern, H., Monetäre Wirkungen der Staatsverschuldung, Berlin 1981, S.129

## b. Bei Unterbeschäftigung

Aus Gleichung 10 und 8 läßt sich die Multiplikatorbeziehung für die Unterbeschäftigungssituation ableiten

$$14 \quad dY = (1/a) \cdot PE \quad \text{bzw.} \quad dY = (1/1-c-m) \cdot PE.$$

Da sich der Nettoprimäreffekt (PE) aus den zwei einander entgegengerichteten Komponenten, Passivierung der Leistungsbilanz (-dB) und Erhöhung der Staatsausgaben (+dA<sub>aut</sub>) zusammensetzt, fordern gerade die quantitativen Relationen zwischen beiden Größen besondere Aufmerksamkeit. Auch wenn, wie im letzten Kapitel festgestellt wurde, der negative Leistungsbilanzsaldo nach erfolgter Anpassung wertmäßig nicht wesentlich vom Umfang des staatlichen Kapitalimports und damit der Staatsausgabenerhöhung abweicht, ist es wegen unterschiedlich langer Reaktionszeiten unzulässig, von einer völligen Kompensation beider Effekte auszugehen. Offensichtlich wird die expansive Wirkung der Staatsausgabenerhöhung relativ schnell eintreten, da zum Zeitpunkt der Kreditaufnahme die Entscheidungen über die Verwendung wenigstens in ihren Grundzügen bereits gefallen sind - von Vorratskrediten einmal abgesehen. Verzögerungen entstehen allenfalls noch aufgrund einer gewissen Durchlaufsträgheit innerhalb der Administrative (1). Demgegenüber wurde bereits an früherer Stelle für die endgültige Anpassung der Leistungsbilanz ein Zeitraum von 2 bis 4 Jahren angesetzt (2); der größte Teil der Leistungsbilanzreaktionen wird jedoch in einer wesentlich kürzeren Zeitspanne erfolgen.

Es kommt wohl der Realität am nächsten, wenn man in der ersten Periode von einem schwach positiven Nettoprimäreffekt ausgeht, der durch die unverzögerte Staatsausgabenerhöhung zustandekommt, sich dann aber mit zunehmender Passivierung der Leistungsbilanz immer mehr abschwächt und nach etwa 4 Jahren völlig neutralisiert wird. Bei einer für die Rezession typischen Absorptionsneigung ( $a < 1$ ) ähnelt der Verlauf des sich daraus ergebenden expansiven Multiplikatorprozesses einer vorübergehenden Einkommensänderung, die durch einen einmaligen Nachfrageimpuls hervorgerufen wird. Da der autonome Nachfragestoß in den Folgeperioden nicht auf gleichem Niveau verharrt, sondern bis zur 4. Periode weitgehend auf ein unbedeutendes Ausmaß, wenn nicht gar auf Null abgesunken ist, kehrt das Einkommen nach Beendigung des Multiplikatorprozesses wieder zu seinem Ausgangsniveau zurück (3).

Auch wenn die Gesamtnachfrage mittelfristig mehr oder weniger konstant bleibt, so dürfen die strukturellen Verschiebungen doch nicht übersehen werden. Anpassungsdruck entsteht vor

- 
- 1 Vgl. Mackscheidt, K./Steinhausen, J., Finanzpolitik. Grundfragen fiskalpolitischer Lenkung, Tübingen 1973, S.61
  - 2 Siehe S.50
  - 3 Vgl. Rettig, R./Voggenreiter, D., Makroökonomische Theorie, Tübingen 1977, S.119

allem in den Bereichen, die stark vom Exportgeschäft abhängen. Begünstigt werden die übrigen Sektoren der Volkswirtschaft, insbesondere aber diejenigen (etwa der Bausektor), die stärker vom Ausgabeverhalten der öffentlichen Hand abhängig sind (1). Größere Reibungsverluste sind jedoch nicht zu befürchten, da Umstrukturierungen in dem hier relevanten Umfang von jährlich 10 bis 15 Mrd. von der Wirtschaft relativ leicht verkraftet werden können, insbesondere wenn sich diese Anpassungen über mehrere Jahre hinziehen. Gleiches gilt auch für eine vollbeschäftigte Wirtschaft.

### c. Bei Vollbeschäftigung

#### 1. Das Preisniveau in Abhängigkeit vom Ausgabeverhalten der Wirtschaftssubjekte

Auch in einer vollbeschäftigten Wirtschaft zeigt sich grundsätzlich die gleiche Entwicklung des Nettoprimäreffekts: ein anfangs relativ starker Nachfrageimpuls schächt sich allmählich ab. Die Nachfrageerhöhung in den ersten Perioden kann aber wegen der bereits voll ausgelasteten Produktionskapazitäten von der Angebotsseite real nicht mehr bedient werden, so daß eine inflationäre Lücke entsteht, die bei elastischem Geldangebot in Preisniveausteigerungen mündet.

Mit zunehmender Passivierung der Leistungsbilanz wird diese primäre Inflationsursache zwar abgebaut, unter Umständen haben jedoch zwischenzeitlich schon Perpetuierungsmechanismen eingesetzt, die den inflationären Impuls weitertragen. Neben dem Streben der Gewerkschaften, Preisniveausteigerungen in den Lohnforderungen zu berücksichtigen, spielt das Ausgabeverhalten der privaten Wirtschaftssubjekte in diesem Zusammenhang eine entscheidende Rolle.

Unterliegen die Wirtschaftssubjekte der Geldillusion, reagieren sie mit anderen Worten "... auf Zuwächse des nominalen Volkseinkommens, die ganz oder zum Teil auf inflationären Prozessen beruhen, in gleicher Weise ... wie auf eine Erhöhung des realen Volkseinkommens bei konstanten Preisen" (2), geht bei der inflationär bedingten Geldeinkommenssteigerung die private reale Absorption absolut zurück, bis das Vollbeschäftigungsgleichgewicht bei Preisniveaustabilität wieder erreicht ist. Da die Absorptionsneigung kleiner als eins ist und nur der induzierte Teil der Absorption proportional zum Preisniveau steigt, kommt der Inflationsprozeß zum Erliegen.

1 Vgl. Gutachten des Sachverständigenrates, Wachstum und Währung, 1978/79, Ziff. 311

2 Bender, D., Abwertung und gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht, a.a.O., S.36



Angesichts einer gestiegenen Sensibilität gegenüber Preissteigerungen dürfte das Ausgabeverhalten sich jedoch weitgehend von Geldillusion befreit haben. "Die Wirtschaftssubjekte beziehen die in der Einkommenszunahme enthaltene Geldwertminderung in der Weise in ihre Ausgabenplanung ein, daß sie ihre ursprüngliche reale Güterversorgung aufrechterhalten" (1). Die marginale Absorptionsquote geht gegen 1, mithin steigt auch der autonome Teil der Absorption proportional zum Preisniveau. Wenn es dann noch zu entsprechenden Nominallohnsteigerungen kommt, genügt der einmalige expansive Primäreffekt, um dauerhafte Preissteigerungen auszulösen. Die Auslandsnachfrage wird von den Preissteigerungen längerfristig kaum berührt. Wechselkursanpassungen sorgen dafür, wie bereits an anderer Stelle näher erläutert wurde (2), daß der reale Wechselkurs annähernd konstant gehalten und das Ausland gegen Änderungen der Inflationsraten im Inland weitgehend abgeschirmt wird.

## 2. Der Umverteilungseffekt

Auch wenn ein geldillusionsfreies Ausgabeverhalten ein gesamtwirtschaftliches Ungleichgewicht herbeiführt, kann das Gleichgewicht über andere Wirkungszusammenhänge wieder erreicht werden. In diesem Zusammenhang findet vor allem der Umverteilungseffekt Beachtung.

Die Kreislaufgleichung für den gesamtwirtschaftlichen Unternehmergewinn, an der die Kreislauftheorie der Verteilung anknüpft

$$15 \quad Y_U^n = I_{pr} + Kr_{st} + C_u + (X-M) - S_a \quad (3)$$

zeigt, daß die gegenläufige Bewegung der beiden Primäreffekte - steigende Nettoneuverschuldung des Staates und Passivierung der Leistungsbilanz - auch für die Verteilung zwischen Unternehmern und Arbeitnehmern von Bedeutung ist (4). Der Unter-

1 Bender, D., Abwertung und gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht, a.a.O., S.37

2 Vgl. S.64

3 Die Symbole:  $Y_U^n$  = Netto-Unternehmergewinn

$I_{pr}$  = Netto-Investitionen des privaten Sektors

$Kr_{st}$  = Netto-Kreditaufnahme des Staates

$C_u$  = Unternehmerkonsum

$X-M$  = Leistungsbilanzsaldo

$S_a$  = Arbeitnehmersparen

4 Vgl. Oberhauser, A., Gewinnorientierte Einkommenspolitik und Staatsverschuldung, in: H. Haller (Hrsg.), Theorie und Praxis des finanzpolitischen Interventionismus, Tübingen 1970, S.536f

nehmergewinn erhöht sich c.p. erstmals um den verbleibenden Nettoprimäreffekt, der sich hier aus der Differenz zwischen Leistungsbilanzsaldo (X-M) und Kreditnahme des Staates (K<sub>st</sub>) ergibt. Da die Absorption aber neben dem Konsum auch die Investitionen erfaßt, wird die Einkommensumverteilung noch zusätzlich, jedenfalls bis zur Beendigung des Multiplikatorprozesses, durch die erhöhten privaten Investitionen stimuliert (1). Die Umverteilung zugunsten der Unternehmer kommt durch die an den Gütermärkten induzierten Preissteigerungen zustande. Die Arbeitnehmer müssen einen Teil ihres Realeinkommens abtreten, da die Geldlöhne aufgrund einer verzögerten Anpassung nur unterproportional zum Preisniveau steigen.

Da die Sparquote der Unternehmer die der Arbeitnehmer übersteigt, hat dieser Vorgang eine Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Sparquote zur Folge. Die Preissteigerungen dauern solange an, bis die Sparquote ein Niveau erreicht hat, bei dem ein neues Gütermarktgleichgewicht zustandekommt.

Dieser Prozeß läuft mit zunehmendem Rückgang der Exportnachfrage und der damit verbundenen Reduzierung des positiven Nettoprimäreffektes wieder in die entgegengesetzte Richtung. Tendenzielle Preissenkungen - absolute Preissenkungen sind nicht erforderlich; es genügt, daß die Preissteigerungsrate hinter dem Wert zurückbleibt, der sich bei konstanter Nachfrage einstellen würde - sorgen für eine Einkommensumschichtung zugunsten der Arbeitnehmer und zu Lasten der Unternehmer. Auf diese Weise wird nicht nur die frühere Verteilung wiederhergestellt, sondern auch die gesamtwirtschaftliche Sparquote wieder auf die Ausgangshöhe reduziert. Eine steigende Neuverschuldung würde diesen Prozeß lediglich hinauszögern, bis sie in eine kontinuierliche Neuverschuldung übergeht.

### 3. Der preisinduzierte Vermögenseffekt

Dieser, auch als Pigou-Effekt bekannte Wirkungszusammenhang beschreibt eine Verhaltenshypothese, derzufolge Preiserhöhungen das Verhältnis zwischen Einkommen und Absorption unmittelbar beeinflussen können. Die durch Preiserhöhungen bedingte Abnahme des realen Geldvermögens veranlaßt die Wirtschaftssubjekte auf Ausgabeakte zu verzichten, um das ursprüngliche Niveau ihres Realvermögens wiederherzustellen (2). Von dieser Seite werden eventuelle Preissteigerungstendenzen im Zeitraum der Leistungsbilanzanpassung zusätzlich gedämpft. Hat die gesamtwirtschaftliche Nachfrage aber ihr früheres Niveau wieder erreicht und stellen sich tendenzielle Preissenkungen ein, bildet sich auch der preisinduzierte Vermögenseffekt wieder zurück.

1 Vgl. Alexander, S.S., Wirkungen einer Abwertung auf die Handelsbilanz (dt. Übersetzung), in: K. Rose (Hrsg.), Theorie der internationalen Wirtschaftsbeziehungen, a.a.O., S. 344

2 Vgl. ebenda, S. 343



## II. Nachfrage und Zinsniveau bei unelastischem Geldangebot

Solange ein elastisches Geldangebot gegeben ist, können die Vorgänge am Geldmarkt vernachlässigt werden, da die Banken zusätzlichen Geldbedarf bei annähernd konstantem Zins durch Rückgriff auf Sekundärliquidität befriedigen können. Ein unelastisches Geldangebot liegt vor, wenn die Sekundärliquidität weitgehend aufgebraucht ist und eine weitere Ausweitung der Geldnachfrage Zinserhöhungen in signifikantem Umfang nach sich zieht, die sich dann vom Geldmarkt auf den Kapitalmarkt ausbreiten.

### a. Wirkungen des Kapitalimports auf den inländischen Geldmarkt

Zur Konkretisierung der folgenden Ausführungen sei angenommen, daß ein ausländischer Gläubiger (etwa Saudi-Arabien) Dollar Guthaben bei amerikanischen Banken abbaue, um sie am Devisenmarkt gegen DM zu verkaufen und den Gegenwert der Bundesregierung als Kredit zur Verfügung zu stellen. Dieser Vorgang durchläuft mehrere Stufen, die hier an einem Fall aufgezeigt werden sollen, wie er sich in der Realität abspielen könnte, ohne jedoch Authentizität zu beanspruchen (1).

#### 1. Phase: Umtausch am Devisenmarkt

#### Variante A: Deutsche Nichtbanken treten als Dollarkäufer auf (2)

Amerikanische Bank		Deutsche Bank	
GG: $-WK \cdot D(\$)$		WP: $+D(DM)$	GDNB: $+D(DM)$
GDNB:		oder	
$+WK \cdot D(\$)$		KF: $+D(DM)$	
		MR: $+m_1 \cdot D$	
		MR: $-m_1 \cdot D$	GDNB: $-D(DM)$
		MR: $+m_2 \cdot D$	GG: $+D(DM)$

1 Vgl. Svindland, E., Auslandsverschuldung als Mittel der Wechselkurspolitik, in: DIW-Vierteljahreshefte, Berlin 1978, S.184ff

2 Symbole: GG = Guthaben des Gläubigers  
 GDNB = Guthaben deutscher Nichtbanken  
 GDB = Dollarguthaben deutscher Banken  
 D = Kreditsumme in DM  
 MR = Mindestreserven  
 $m_1$  = Mindestreservesatz auf Inländereinlagen  
 $m_2$  = Mindestreservesatz auf Ausländereinlagen  
 WP = Wertpapierbestand  
 KF = Kreditforderungen

Es sei unterstellt, daß die inländischen Käufer Wertpapiere an die Geschäftsbanken verkaufen oder Kredite aufnehmen, um sich die nötige Liquidität zu beschaffen (1). Die Zentralbankgeldmenge und der Geldmarkt werden, wie aus der Kontendarstellung zu ersehen ist, auf zweifache Weise tangiert. Zuerst löst der Verkauf der Wertpapiere bzw. die Kreditaufnahme Zinssteigerungen am Kapitalmarkt aus. Der Zentralbankgeldbedarf nimmt wegen der Erhöhung der mindestreservepflichtigen Sichteinlagen zu und der Geldmarktzins steigt an. Die Abtretung der Sichteinlagen an ausländische Gläubiger erhöht den Zentralbankgeldbedarf zusätzlich, wenn auf Einlagen Gebietsfremder eine höhere Mindestreserve zu unterhalten ist. Dies ist jedoch nur dann der Fall, wenn größere Währungsunruhen vorliegen und unerwünschter Kapitalimport verhindert werden soll. Normalerweise bestehen keine Unterschiede.

Mit dem Besitzwechsel der Sichteinlagen geht die statistisch ausgewiesene umlaufende Geldmenge in dieser Höhe zurück, da die Sichtguthaben Gebietsfremder in ihr nicht enthalten sind. Dies hat jedoch keinerlei Konsequenzen für den Geldmarkt; überhaupt scheint diese Abgrenzung nicht sehr plausibel zu sein.

#### Variante B: Deutsche Geschäftsbanken treten als Dollarkäufer auf

Amerikanische Bank	Deutsche Bank	
GG: $-WK \cdot D(\$)$	MR: $+m_2 \cdot D$	GG: $+D(\text{DM})$
GDB: $+WK \cdot D(\$)$	GDB: $+WK \cdot D(\$)$	

Der Zentralbankgeldbedarf steigt hier in gleichem Umfang wie in Variante A an, da den ausländischen Gläubigern mindestreservepflichtige Sichtguthaben eingeräumt werden. Im Gegensatz zu Variante A wird der Kapitalmarkt nicht direkt, sondern erst über die Geldmarktzinsentwicklung beeinflusst. Das Ausmaß der Zinssteigerung wird sich in Grenzen halten, weil die jährliche Kreditaufnahme in der Regel über das ganze Jahr verteilt wird. Ein Betrag von ca. 1 Mrd. DM pro Monat läßt den Zentralbankgeldbedarf bei einem Mindestreservesatz von 12% nicht einmal um 1 Promille ansteigen.

Beide Varianten zeigen darüber hinaus, daß die in Kapitel 3 beschriebenen konterkarierenden internationalen Geldbewegungen bereits in dem Moment erfolgen, wenn Inländer Sichtguthaben bei ausländischen Banken und in ausländischer Währung erwerben. Die weiteren Anlageentscheidungen, etwa die Umschichtung in zinsbringende Termineinlagen oder der Kauf von Schatzwechseln

1 Vgl. Machlup, F., Die Theorie des Devisenmarktes, in: K. Rose (Hrsg.), Theorie der internationalen Wirtschaftsbeziehungen, a.a.O., S. 200

der amerikanischen Regierung tangieren allenfalls den amerikanischen Geldmarkt. Mit Anpassung der Leistungsbilanz werden diese auf Dollar lautenden Forderungen aufgrund der in Kapitel 3 beschriebenen Reaktionen der Wechselkursänderungserwartungen aufgelöst und zur Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits verwandt.

## 2. Phase: Übertragung der Kreditsumme an den Bund

Dieser Vorgang unterscheidet sich prinzipiell nicht mehr von einer Verschuldung bei inländischen Nichtbanken. Die Sichteinlagen des ausländischen Gläubigers werden aufgelöst und der Gegenwert wird dem Konto des Bundes bei der Zentralbank gutgeschrieben. Dazu benötigen die Banken in Höhe der Kreditsumme abzüglich der freiwerdenden Mindestreserven zusätzliches Zentralbankgeld. Auch in der hier zugrundegelegten geldpolitischen Situation dürften die daraus entstehenden Anspannungen am Geldmarkt nicht allzu gravierend sein. Es genügt bereits eine geringe Geldangebotselastizität, um die Vernichtung von Zentralbankgeld in einer Größenordnung von ca. 1 Mrd. DM ohne größere Zinssteigerungen zu finanzieren. Diese Verknappung ist außerdem nur kurzfristiger Natur, da die Gelder mit der Verausgabung wieder in den Kreislauf zurückfließen. Hinzu kommt, daß die Bundesbank in der Regel auf derartige eher technisch bedingte und politisch nicht gewollte Zentralbankgeldvernichtungen mit ausgleichenden Maßnahmen reagiert, so daß in dieser Phase mit einem zusätzlichen Zinsanstieg nicht zu rechnen ist.

### b. Die Verausgabung der Auslandskredite bei zunehmender Leistungsbilanzpassivierung

Durch die Verausgabung der Gelder fließen den inländischen Nichtbanken Einnahmen zu, die überwiegend wieder in Form von Sichteinlagen gehalten werden und der Mindestreservspflicht unterliegen; nur ein geringer Teil dürfte als Bargeld abgezogen werden. Sind die Mindestreservesätze auf In- und Ausländereinlagen annähernd gleich, so wird der Liquiditätsstatus wiederhergestellt, der nach dem Währungsumsatz bestand. Im Vergleich zur Situation vor der Verschuldung im Ausland hat sich der Zentralbankgeldbedarf erhöht und der Geldmarktzins ist gestiegen. Dieser zusätzliche Geldbedarf ist durch die Mehrnachfrage des Staates entstanden, mit anderen Worten, die Nachfrage nach Geld zu Transaktionszwecken hat sich erhöht. Der anschließend einsetzende expansive Multiplikatorprozeß löst weitere Geldnachfrageerhöhungen aus (1).

---

1 Vgl. Walther, H., Öffentliche Verschuldung und Crowding-Out-Effekte, in: Nowotny, E. (Hrsg.), Öffentliche Verschuldung, Stuttgart-New York 1979, S. 67

Die Wirtschaftssubjekte versuchen daraufhin, sich durch Monetisierung von Wertpapieren zusätzliche Geldmittel zu beschaffen. Dies führt in der hier unterstellten Geldangebotsituation wie in Variante A zu sinkenden Wertpapierkursen und höheren Zinsen. Der steigende Zinssatz verteuert die Finanzierung der privaten Investitionen. Den sinkenden Investitionsmöglichkeiten steht aber eine höhere Investitionsneigung gegenüber, die durch den kurzfristig vorhandenen Nachfrageüberhang zustandekommt. Die Investitionstätigkeit muß deshalb auch bei steigendem Zinssatz nicht unbedingt zurückgehen, sie wird aber auf jeden Fall weniger steigen als bei elastischem Geldangebot und konstantem Zinsniveau. Die Preissteigerungen werden deshalb auch zumindest geringer ausfallen. Eine Anpassung des Sparens über den Verteilungsmechanismus ist zwar weiterhin notwendig, um zu einem neuen Gütermarktgleichgewicht zu kommen, quantitativ sind jedoch geringere Umverteilungen erforderlich als bei völlig elastischem Geldangebot, weil die Zinssteigerungen die Nachfragerücke auf niedrigem Niveau halten.

Mit zunehmender Passivierung der Leistungsbilanz sinkt die Transaktionsnachfrage nach inländischem Geld wieder ab, da ausländische Kunden wegen zurückgehender Auslandsbestellungen in geringerem Umfang inländische Währung als Transaktionswährung benötigen und umgekehrt die Inländer vermehrt Devisen nachfragen, um die erhöhten Importe zu finanzieren, während die Nachfrage nach importkonkurrierenden inländischen Gütern zurückgeht. Dies hat zur Folge, daß auch das Geldmarktzinsniveau wieder zurückgeht und sich dem früheren Niveau annähert.

### C. Die konjunkturellen Effekte der staatlichen ALV bei variablen Terms of Trade

Die bisherige Analyse, die sich ausschließlich auf die Mengeneffekte stützte, war besonders geeignet, die Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage im Rahmen der herkömmlichen Beschäftigungstheorie abzuleiten. Die aus einer Aufwertung in der Regel resultierende Verbesserung der terms of trade beeinflusst das Volkseinkommen zusätzlich und auf eine ganz spezifische Weise.

Um diesen Zusammenhang näher erläutern zu können, ist es notwendig, zwischen zwei verschiedenen Verwendungen des Begriffs "Realeinkommen" zu unterscheiden. Normalerweise wird als Realeinkommen gesamtwirtschaftlich das physische Volumen des Sozialprodukts verstanden. Ändern sich die terms of trade bei Konstanz der Beschäftigung und des physischen Sozialprodukts, wird diese Variante des Realeinkommens nicht beein-

flußt (1). Laursen und Metzler (2) verwenden eine andere Definition; sie beziehen den Begriff auf die Summe der Ausgaben für Konsum- und Investitionsgüter, die von den inländischen Wirtschaftssubjekten getätigt werden. In diesem Aggregat sind auch Auslandsgüter enthalten, deren Preise mit Wechselkursänderungen variieren, so daß sich das so definierte Realeinkommen bei konstantem Nominaleinkommen ändert. Harberger (3) spricht in diesem Zusammenhang auch vom "real consumer income" und Vanek (4) charakterisiert diesen Typus des Realeinkommens als "enjoyment income".

Eine Verbesserung der terms of trade, die der Einfachheit halber durch sinkende Importpreise bei konstanten DM-Exportpreisen zustandekommen soll, erhöht dieses Realeinkommen in Abhängigkeit vom Anteil der Importausgaben an den Gesamtausgaben (5). Laursen und Metzler gehen nun davon aus, daß die reale Gesamtnachfrage der inländischen Wirtschaftssubjekte von diesem Realeinkommen abhängig, also nicht von Geldillusion bestimmt wird (6). Bei gegebenem Geldeinkommen und steigendem Realeinkommen verringert sich die monetäre Absorption und die Ausgaben für inländische Güter sinken. Ausländische Güter sind von dem Rückgang der monetären Nachfrage weniger betroffen, da eine tendenzielle Abschwächung der Importnachfrage Wechselkursaufwertungen nach sich zieht, die den bisherigen Leistungsbilanzsaldo wiederherstellen und am Inlandsmarkt die importkonkurrierenden Güter noch weiter zurückdrängen.

Der Nachfrageausfall im Inland hat je nach konjunktureller Lage einen Rückgang der Beschäftigung oder des Preisniveaus zur Folge. Die Wirkung der terms of trade-Änderung besteht also darin, daß selbst bei vollständiger Kompensation der beiden Primäreffekte, was ja prima facie auf eine Konstanz der Gesamtnachfrage schließen läßt, die nominellen Ausgaben für heimische Güter, insbesondere Konsumgüter, zurückgehen (7).

Zum besseren Verständnis sollen diese Zusammenhänge an einem Zahlenbeispiel erläutert werden (8):

- 
- 1 Vgl. Rose, K., Theorie der Außenwirtschaft, a.a.O., S.150, FN 15
  - 2 Laursen, S./Metzler, L.A., Flexible Exchange Rates and the Theory of Employment, in: The Review of Economics and Statistics, Band 32, 1950, S.281ff
  - 3 Harberger, A.C., Currency Depreciation, Income and the Balance of Trade, in: Journal of Political Economy, Band 58, S.52
  - 4 Vanek, J., International Trade, Theory and Economic Policy, Homewood 1962, S.125
  - 5 Vgl. Wild, C., Wechselkurs und Gütermarkt, a.a.O., S.53
  - 6 Vgl. Laursen, S./Metzler, L.A., Flexible Exchange Rates, a.a.O., S.286
  - 7 Vgl. Jakob, K.D., Wechselkurs und Leistungsbilanz, New York-Berlin 1972, S.72
  - 8 Vgl. Rose, K., Theorie der Außenwirtschaft, a.a.O., S.150f

Im Ausgangszustand gelte

$$Y = A_h + A_f + X - M$$

$$500 = 400 + 100 + 100 - 100$$

$A_h$  = Absorption heimischer  
Güter  
 $A_f$  = Absorption ausländischer  
Güter (1)

Die Verschuldung des Staates im Ausland und ihre Verausgabung im Inland (in Höhe von 10) lösen zunächst einmal einen einfachen Umstrukturierungsprozeß bei weitgehend konstantem Sozialprodukt aus

$$500 = 405 + 105 + 95 - 105.$$

Auch wenn sich die gesamte staatliche Mehrnachfrage auf Produkte aus heimischer Produktion richtet, steigt die Teilabsorption ( $A_h$ ) nicht in gleicher Höhe, da steigende Importe die Nachfrage der privaten Wirtschaftssubjekte nach Inlandsgütern zurückgehen lassen.

Dem Laursen-Metzler-Effekt zufolge sinkt deren monetäre Absorption nach Inlandsgütern stärker als ihre Ausgaben für importierte Güter steigen

$$497 = 402 - 105 - 95 - 105.$$

Oder durch die Verbesserung der terms of trade und der damit verbundenen Senkung der DM-Importpreise gelangen mehr Güter ins Inland als der Staat zusätzlich aufnimmt.

Diese Zusammenhänge gelten prinzipiell auch für den realistischen Fall, daß nicht nur Produkte für die Endnachfrage importiert werden, wie bisher implizit unterstellt wurde, sondern in den Importen auch Vorleistungen enthalten sind. Die Aufwertung hat in gleicher Weise Preissenkungen bei den Vorprodukten zur Folge, die die Produktionskosten der inländischen Unternehmen verringern. Da diese Kostensenkungen den Unternehmen innerhalb einer Branche in relativ gleichem Umfang zugute kommen, kann mit einer Weitergabe im Preis gerechnet werden. Über ein absolut oder relativ sinkendes Preisniveau erhöht sich wiederum das Realeinkommen bei konstantem Produktionsausstoß. Bei der oben unterstellten geldillusionsfreien Absorptionsfunktion resultiert daraus wiederum ein Rückgang der monetären Gesamtnachfrage.

Eine Veränderung der terms of trade kann das Realeinkommen im Laursen-Metzler'schen Sinne in einem durchaus bedeutsamen Umfang beeinflussen. So führt beispielsweise eine Verbesserung des Tauschverhältnisses um 5% bei einer durchschnittlichen Importquote von 30% am Volkseinkommen zu einem Realeinkommensanstieg von 1,5% (2). In diesem Umfang könnten die in-

1  $A_f$  und  $M$  sind identisch, denn der Gesamtwert des Imports entspricht immer der Summe von Konsum- und Investitions-



ländischen Wirtschaftssubjekte die Güterversorgung erhöhen und folglich auch das Wohlfahrtsniveau steigern, wenn sie die Nachfrage nach inländischen Gütern beibehielten. Bei geldillusionsfreiem Ausgabeverhalten ist damit jedoch nicht zu rechnen. Insbesondere die Konsumenten nehmen den Realeinkommensanstieg zum Anlaß, entsprechend ihrer Sparneigung das Sparen zu erhöhen, so daß das Güterangebot nicht in vollem Umfang in Anspruch genommen wird. Denkbar ist aber auch, daß eine schon vorher bestehende Inflationslücke verkleinert und der Preisanstieg gedämpft wird.

Die quantitative Bedeutung des Rückgangs der Teilabsorption ( $A_n$ ) ist jedoch eher gering. Wenn von dem 1,5%igen Realeinkommensanstieg 20% gespart werden, sinkt die monetäre Nachfrage nach heimischen Gütern lediglich um 0,3%. Vielfach wird sogar bestritten, daß eine Variation des Realeinkommens in diesem Umfang Sparen und Absorption überhaupt merklich beeinflussen kann (1). Sodann stellt sich die Frage, ob bei einer ALV in den hier relevanten Größenordnungen eine Verbesserung des Tauschverhältnisses in der Höhe von 5% nicht zu hoch gegriffen ist.

Insgesamt bleibt festzuhalten, daß die terms of trade-Verbesserung zwar durchaus fühlbare Wohlfahrtseffekte hervorrufen kann, ihre Einflüsse auf die monetäre Nachfrage und die Beschäftigung hingegen deutlich schwächer sind, weil nur ein kleiner Teil der Realeinkommenserhöhung zusätzlich gespart wird. Die Aussagen zu den Preisniveau- und Beschäftigungseffekten bei konstanten terms of trade können mithin im wesentlichen beibehalten werden. Der terms of trade-Effekt verstärkt in geringem Umfang die prozyklische Wirkung der ALV in der Rezession und erhöht ihre stabilisierenden Effekte in der Vollbeschäftigungsphase.

#### D. Zusammenfassung und Vergleich der ALV mit einer gleich hohen Inlandsverschuldung

Aus den in diesem Kapitel angestellten Überlegungen lassen sich zusammenfassend einige Schlußfolgerungen ziehen:

- Die ALV beeinflusst die inländische Wirtschaft einmal über die Passivierung der Leistungsbilanz und zum anderen über die unterstellte Staatsausgabenerhöhung. Beide Primäreffekte sind einander entgegengerichtet.

---

ausgaben für ausländische Güter.

2 Vgl. Rose, K., Theorie der Außenwirtschaft, a.a.O., S.153

1 Ebenda, S.153



Kurzfristig überwiegen die expansiven Wirkungen der Staatsausgabenerhöhung, die sich vergleichsweise schneller durchsetzen können. Mit zunehmender Passivierung der Leistungsbilanz werden sie jedoch immer schwächer und nach etwa 4 Jahren, wenn die Leistungsbilanzanpassung weitgehend abgeschlossen ist, kommen sie völlig zum Erliegen.

- Die sich kurzfristig entfaltenden expansiven Impulse führen in einer unterbeschäftigten Wirtschaft immer zu einer vorübergehenden Beschäftigungssteigerung. Mittel- und langfristig bleibt die Gesamtnachfrage und folglich auch die Beschäftigung weitgehend konstant.
- In einer vollbeschäftigten Wirtschaft, für die mit guten Gründen geldillusionsfreies Ausgabeverhalten unterstellt werden kann, entsteht kurzfristig eine Nachfragerücke. Diese wird bei weitgehend elastischem Geldangebot vor allem durch Einkommensumschichtungen zugunsten der Unternehmer, der Gruppe mit der vergleichsweise höheren Sparquote, überwunden. Bei weitgehend unelastischem Geldangebot wird der Verteilungsmechanismus durch Zinssteigerungen unterstützt, die vor allem auf die Investitionsnachfrage Einfluß nehmen.
- Die mit einer Aufwertung in der Regel verbundenen terms of trade-Verbesserungen führen zu einer Erhöhung des inländischen Realeinkommens im Laursen-Metzler'schen Sinne. In diesem Umfang würde sich auch die Güterversorgung im Inland verbessern, wenn die Wirtschaftssubjekte die Nachfrage nach inländischen Gütern beibehielten. Bei geldillusionsfreiem Ausgabeverhalten ist damit jedoch nicht zu rechnen. Die aufwertungsbedingte Realeinkommenserhöhung läßt die Spartätigkeit der inländischen Wirtschaftssubjekte in einem geringen Umfang ansteigen, und die monetäre Absorption inländischer Güter geht entsprechend zurück.

Für die Unterbeschäftigung zeigt sich sehr deutlich, daß die ALV als Instrument zur Überwindung größerer Konjunkturreinbrüche ungeeignet ist, da sie eine dauerhafte Einkommenserhöhung im Inland nicht zuläßt. Die expansiven Wirkungen der Staatsausgabenerhöhung kommen mittelfristig nahezu ausschließlich dem Ausland zugute. Denkbar wäre allenfalls, die ALV als Mittel zur Feindosierung zu verwenden. Da der abgeleitete kurzfristige expansive Impuls sich quasi automatisch zurückbildet, könnte mit Hilfe der ALV der Gefahr vorgebeugt werden, daß die wirtschaftliche Ankurbelung übers Ziel hinauschießt und eine inflationäre Entwicklung einleitet. Um diesen Vorschlag in die Praxis umsetzen zu können, müßten jedoch die empirischen Kenntnisse über die zeitliche Anpassung der Leistungsbilanz noch erheblich verbessert werden, weil von dieser Verzögerung die Effizienz dieser Maßnahme in entschei-

dendem Maße abhängt.

Gerade bei flexiblen Wechselkursen hat die Inlandsverschuldung im Vergleich zur ALV deutliche Vorteile. Die Nachfrageerhöhung wird in vollem Umfang im Inland wirksam, und die bei festen Wechselkursen üblichen Sickerverluste über die Erhöhung der Importnachfrage werden durch Wechselkursanpassungen weitgehend unterbunden.

In einer vollbeschäftigten Wirtschaft hat die ALV zur Folge, daß die erhöhten Ansprüche des Staates an das Sozialprodukt zu Lasten des Auslandes real befriedigt werden. Die dem privaten Sektor im Inland zur Verfügung stehenden Ressourcen werden allenfalls kurzfristig, das heißt bis zur vollständigen Anpassung der Leistungsbilanz durch Preis- und/oder Zinssteigerungen zurückgedrängt. Mittel- und langfristig wird dieser Verdrängungsprozeß wieder dadurch rückgängig gemacht, daß das Preis- und Zinsniveau tendenziell auf ihren früheren Stand zurücksinken.

Eine vergleichbare Inlandsverschuldung in einer vollbeschäftigten Wirtschaft hätte bei elastischem Geldangebot Preissteigerungen und Einkommensumschichtungen zugunsten der Unternehmer zur Folge. Bei unelastischem Geldangebot kommt es dagegen zu Zinserhöhungen und damit tendenziell zu einer Verdrängung privater Investitionen.

Eine Gegenüberstellung beider Verschuldungsformen läßt die ALV für diese konjunkturelle Phase in einem durchaus günstigen Licht erscheinen. Sie mindert Preissteigerungen und unerwünschte Verteilungsänderungen und vermeidet eine Zurückdrängung der privaten Investitionstätigkeit. "An die Stelle des zinsreduzierten 'crowding-out' tritt hier ein wechsellkursinduziertes 'crowding-out'(1)". Will der Staat in einer vollbeschäftigten Wirtschaft eine Erhöhung der Staatsquote über Kreditfinanzierung durchsetzen, so ist eine ALV aus stabilitäts- und verteilungspolitischer Sicht vorzuziehen. Ihre Überlegenheit wird allerdings durch die inflationären Impulse, die sie in den ersten Perioden auslöst, etwas gemindert.

Die ALV bietet sich insofern als eine sinnvolle Ergänzung der Inlandsverschuldung an. Sie ist untauglich in einer Unterbeschäftigungssituation, in der die ILV als besonders effizient gilt, und wirkt aus stabilitätspolitischer Sicht positiv in einer vollbeschäftigten Wirtschaft, in der eine ILV gravierende Nachteile mit sich bringt (2).

- 
- 1 Lehment, H., Internationale Aspekte der Staatsverschuldung, a.a.O., S.61
  - 2 Die Erfahrungen Kanadas, dessen Währung in den 50er Jahren gegenüber dem amerikanischen Dollar flexibel schwanken konnte, bestätigen diese Überlegungen. Starke Importe an langfristigem Kapital aus den Vereinigten Staaten, die allerdings auf privater Ebene erfolgten, führten zur Aufwertung des kanadischen Dollars. Die damit verbundene

Die Beurteilung des terms of trade-Effekts paßt sich ebenfalls in dieses Schema ein. In einer unterbeschäftigten Wirtschaft geht hiervon eine prozyklische Wirkung aus, da ein Rückgang der Gesamtnachfrage die Konjunkturlage noch verschärft. In einer vollbeschäftigten Wirtschaft ist diese Nachfrageabschwächung durchaus erwünscht. Sie trägt insbesondere in einer inflationierenden Wirtschaft zur Dämpfung des Preisanstiegs bei.

---

Passivierung der Leistungsbilanz dämpfte in der Phase der Vollbeschäftigung (von 1950 - 1957) den Inflationsdruck; in der anschließenden Konjunkturschwäche trug sie jedoch ganz erheblich zur Verschärfung der Unterbeschäftigung bei. (Vgl. Penner, R.G., *The Inflow of Long-Term Capital and the Canadian Business Cycle 1950 - 1960*, in: *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 28, 1962, S.528; Melvin, J.R., *Capital Flows and Employment under Flexible Exchange Rates*, in: *Canadian Journal of Economics*, Band 1, 1968, S.319)

## 6. KAPITEL: WIRKUNGEN DER FINANZIERUNG UND DER ÜBERTRAGUNG DES SCHULDENDIENSTES ANS AUSLAND

### A. V o r b e m e r k u n g e n

Mit einer Kreditaufnahme im Ausland sind notwendigerweise Schuldendienstleistungen verbunden. In jedem Fall müssen Zinsen an die ausländischen Gläubiger entrichtet werden. Fraglich ist allenfalls, ob innerhalb absehbarer Zeiträume eine Nettotilgung erfolgt. Wegen begrenzter Laufzeiten ist eine Tilgung des Auslandskredits im Zeitablauf zwar unumgänglich, solange diese jedoch von einer parallelen erneuten Kreditaufnahme im Ausland begleitet wird, handelt es sich lediglich um eine Bruttotilgung, die den Schuldenstand unverändert läßt. Wenn die Kredite zur Ablösung der Altschulden auch noch den gleichen Zinssatz und die gleiche Laufzeit aufweisen, verliert dieser Vorgang vollends seine ökonomische Bedeutung und reduziert sich auf eine rein technische Angelegenheit. Eine Nettotilgung liegt erst dann vor, wenn der Auslandsschuldenbestand abgebaut wird.

Während eine Nettotilgung von Inlandsschulden kaum noch zu erwarten ist, sprechen mehrere Gründe für eine Reduzierung der Auslandsschulden. Bekanntlich wird die ALV von der Öffentlichkeit sehr viel kritischer gesehen als eine entsprechende ILV. Sie scheint in stärkerem Maße ein psychologisches Lastgefühl hervorzurufen. Schließlich stellt die ILV eine Innenverschuldung der Gesellschaft bei sich selbst dar, während die ALV von der Bevölkerung als Außenverschuldung, vergleichbar der Kreditaufnahme eines Wirtschaftssubjektes bei einer Bank, empfunden wird. Zusätzlicher Druck zur Tilgung der Auslandsschulden geht von den Internationalen Organisationen aus. Der Internationale Währungsfonds und die Weltbank fordern schon seit langem, das an den internationalen Märkten zur Verfügung stehende Kapital bedürftigeren Ländern zu überlassen bzw. zur Anreicherung dieser Mittel beizutragen.

Zunächst werden die beiden Effekte, die sich aus der Aufbringung der Zins- und Tilgungszahlungen im Schuldnerland und der Übertragung ins Ausland ergeben, charakterisiert. Die anschließende Gegenüberstellung beider Komponenten soll Aufschluß über die Wirkungen auf Gesamtnachfrage und Verteilung geben. Der zeitlichen Abfolge gemäß beginnen wir mit der Aufbringung. In diesem Stadium ist eine Differenzierung zwischen Zins- und Tilgungszahlungen noch nicht erforderlich, da in der Regel einer bestimmten Art öffentlicher Ausgaben keine bestimmte Finanzierungsform zugeordnet werden kann. Die Notwendigkeit der Aufbringung ist andererseits sowohl für Zins- als auch für Tilgungsleistungen gegeben.

## B. Die Aufbringung im Schuldnerland

In Höhe der Schuldendienstleistungen werden, wie noch im einzelnen zu zeigen ist, die Ansprüche des Auslandes an das inländische Sozialprodukt steigen. Die Bereitstellung dieser Güter soll durch die Aufbringung erfolgen.

Grundsätzlich stehen verschiedene Alternativen zur Disposition, die mehr oder weniger stark voneinander abweichen. Einmal richten sie sich an spezielle inländische Sektoren und zum anderen bestehen grundlegende Unterschiede in ihrer Wirkungsweise. Entscheidend ist, ob die inländische Nachfrage direkt oder erst aufgrund von Preis- und Verteilungsänderungen reduziert wird (1) bzw. in einer unterbeschäftigten Wirtschaft die Mehrnachfrage des Auslandes durch eine erhöhte Güterproduktion befriedigt werden kann.

Da diese Zusammenhänge sich nur in Verbindung mit der Art der Verwendung eindeutig abklären lassen, beschränken wir uns zunächst auf eine kurze Charakterisierung der einzelnen Maßnahmen:

### - Einschränkung der Staatsausgaben

Hauptsächlich dürften die Einschränkungen zu Lasten der öffentlichen Investitionen gehen, die sich kurzfristig noch am leichtesten anpassen lassen (2). Die inländische Nachfrage wird dann in vollem Umfang und auf direktem Wege reduziert. In einer wachsenden Wirtschaft muß dies keineswegs eine absolute Einschränkung der Staatsausgaben bedeuten; es genügt, daß die Staatsausgaben mit einer geringeren Rate wachsen als die Einnahmen.

### - Kreditaufnahme im Inland

Sofern eine Verschuldung im Inland - als Gläubiger sind ohnehin nur Geschäfts- und Nichtbanken relevant (3) - noch politisch durchsetzbar ist, wird diese Alternative vor allem zur Tilgung von Auslandsschulden gewiß hohe Priorität genießen, da sie die Politiker von der Aufgabe einer Konsolidierung der Staatsausgaben befreit. Wegen der Bindung der staatlichen Ausgabenentscheidungen durch Art.115 GG kommt sie zur Finanzierung von Zinsverpflichtungen weniger in Frage.

Die Kreditaufnahme stellt insofern das genaue Pendant zur Ausgabenverminderung dar, als sie keine direkte Reduzierung der inländischen Nachfrage zur Folge hat. Ob und wie eine indirekte Einschränkung zustandekommt, hängt von der konjunk-

1 Vgl. Oberhauser, A., Stabilitätspolitik bei steigender Staatsquote, Göttingen 1975, S.49

2 Vgl. Ewringmann, D., Die Flexibilität öffentlicher Ausgaben, Göttingen 1975, S.58f

3 Vgl. Fußnote 1, S.16

turellen Ausgangssituation und der Elastizität des Geldangebotes ab.

#### - Steuererhöhungen

Im Gegensatz zur Kreditfinanzierung erfolgt die Aufbringung nicht "freiwillig" - die Zeichnung von Staatspapieren bleibt dem einzelnen Anleger überlassen -, sondern zwangsweise kraft hoheitlicher Entscheidung (1). Grundsätzlich stehen alle Steuerarten zur Verfügung. Für unsere Zwecke reicht es aber völlig aus, die Wirkungsweise der indirekten und der direkten Besteuerung jeweils an den Hauptrepräsentanten dieser Gruppen, der Mehrwert- und der Einkommensteuer zu demonstrieren.

Eine Mehrwertsteuer wird, geht man von der formalen Inzidenz aus, durch Preisanhebungen auf die Verbraucher überwälzt. Inwieweit dies jedoch der faktischen Inzidenz entspricht, bestimmen im wesentlichen die Verwendung der Gelder und die Geldversorgung der Wirtschaft.

Eine Erhöhung der Einkommensteuer vermindert das verfügbare Einkommen. Da der private Konsum hauptsächlich von dieser Größe abhängt, erfolgt durch die Besteuerung eine direkte Reduzierung der privaten Konsumnachfrage. Diese sinkt um so stärker, je höher die Konsumneigung der Steuerzahler ist (2). Da sie bei unteren Einkommensschichten höher liegt als bei den besser- verdienenden, fällt der direkte Entzugseffekt um so massiver aus, je stärker die erstgenannten betroffen sind. Ein Teil der zusätzlichen Steuerbelastung geht zu Lasten der privaten Ersparnisse, wodurch sich der direkte Entzugseffekt vermindert. Eine Erhöhung der Körperschaftsteuer und der Einkommensteuer im oberen Tarifbereich läßt den privaten Konsum nahezu unberührt (3). Inwieweit durch die Belastung der privaten Ersparnisbildung indirekte Entzugseffekte über den Kapitalmarkt zustandekommen, wird wiederum durch die Verwendung, die Geldversorgung und die konjunkturelle Ausgangssituation bestimmt (4).

### C. Die Übertragung von Zinszahlungen ans Ausland

#### I. Der Charakter der Zinsleistungen

War für die Aufbringung der Zweck noch irrelevant, so muß jetzt zwischen Zins- und Tilgungszahlungen unterschieden werden. Zins-

- 1 Vgl. Gandenberger, O., Theorie der öffentlichen Verschuldung, a.a.O., S.11
- 2 Vgl. Andel, N., Probleme der Staatsschuldentilgung, Berlin 1964, S.17
- 3 Vgl. Kotte, D.J., Wirkungen zwischenstaatlicher Finanztransfers in der EG auf Konjunktur und Zahlungsbilanz, Frank-



zahlungen stellen Einkommen für die Empfänger dar, die entsprechend ihrer spezifischen Konsumneigung zum Konsum verwandt bzw. gespart werden. Tilgungszahlungen rufen demgegenüber nur eine Liquidisierung vorhandenen Vermögens hervor, die das Ausgabeverhalten der Empfänger kaum beeinflusst, sondern sie in der Regel zu einer Neuanlage veranlaßt.

In der Zahlungsbilanz wird dem dadurch Rechnung getragen, daß Zinszahlungen als Einkommen aus Vermögen in der Dienstleistungsbilanz verbucht werden, die wiederum eine Teilbilanz der Leistungsbilanz darstellt, während Tilgungszahlungen als Kapitalexport in die Kapitalverkehrsbilanz eingehen.

Zinsen an Ausländer werden gewährt, weil ausländische Faktordienste in Anspruch genommen worden sind. Für deren Entlohnung müssen Teile der inländischen Wertschöpfung als Einkommen an die ausländischen Gläubiger abgetreten werden. Aus diesem Grunde muß eine Korrektur vorgenommen werden, wenn man vom Nettoinlandsprodukt zu Faktorkosten zum Nettosozialprodukt zu Faktorkosten (Volkseinkommen) gelangen will (1). Zieht man von der Nettowertschöpfung bzw. Nettoinlandsprodukt (Q) die Vermögenseinkommen der Ausländer ab, so ergibt sich daraus das Volkseinkommen, das die Einkommen der Inländer zusammenfaßt.

$$16 \quad Y = Q - Z_A \cdot D \text{ bzw. } Q = Y + Z_A \cdot D.$$

Bei konstantem Inlandsprodukt sinkt infolge der Zinszahlungen an Ausländer das inländische Volkseinkommen. Für die Erörterung konjunktureller Effekte ist aber das Nettoinlandsprodukt die relevantere Größe, da sie die Höhe der Gesamtnachfrage widerspiegelt und bei vorgegebenem Produktionspotential über die Kapazitätsauslastung der Wirtschaft Aufschluß gibt.

## II. Die Verwendungseffekte der Zinszahlungen

Zinsverbindlichkeiten gegenüber Gebietsfremden lassen uno actu ein Defizit in der Dienstleistungs- und damit auch in der Leistungsbilanz entstehen bzw. vergrößern ein vorhandenes Defizit. Dieses Defizit wird je nach Art der Verwendung der Zinseinkommen durch Kapitalimporte finanziert oder innerhalb der Leistungsbilanz ausgeglichen.

---

furt/Main 1980, S.143

4 Vgl. Andel, N., a.a.O., S.18

1 Vgl. Richter, R./Schlieper, U./Friedmann, W., Makroökonomik, 2.Auflage, Berlin-Heidelberg-New York 1975, S.72

Bleibt das Geld im Inland und wird es dort wieder angelegt, so ist dies als Kapitalimport zu interpretieren. Werden die Zins-einkommen im Inland nachfragewirksam verausgabt, wird dieser Vorgang als zusätzlicher Güterexport verrechnet. Der Wechselkurs wird dadurch nicht beeinflusst, weil die Zinsen für einen auf DM lautenden Auslandskredit auch in inländischer Währung geleistet werden. Die konjunkturellen Wirkungen im Inland sind vollkommen mit denen identisch, die durch Zinszahlungen an inländische Gläubiger entstehen (1). Dieser Fall soll aber nicht weiter interessieren, da eine permanente Verwendung im Inland eher unwahrscheinlich ist (2).

Weitaus relevanter dürfte sein, daß die Zinsen ins Ausland abgezogen werden, indem sie am Devisenmarkt gegen fremde Währung verkauft werden. Die Nachfrage nach Devisen steigt an und läßt ihren DM-Preis c.p. steigen; die inländische Währung erfährt gegenüber der Gläubigerwährung eine Abwertung.

Völlig analog zu den Vorgängen in der Schuldaufnahmephase schießen die Wechselkurse wegen relativ geringer kurzfristiger Elastizitäten im Güterverkehr über den mittelfristigen Gleichgewichtskurs hinaus; jetzt allerdings in der umgekehrten Richtung. Dies wird in der bekannten Form den kurzfristigen Kapitalimport anregen, der bis zur Anpassung der Güterströme die zusätzliche Devisennachfrage alimentiert bzw. das zusätzliche DM-Angebot aufnimmt. Auch die Dispersion auf Drittländer wird jetzt in umgekehrter Richtung erfolgen.

Der Anpassungsprozeß ist abgeschlossen, wenn bedingt durch die Abwertung die Güterexporte soweit gestiegen und die Güterimporte soweit gesunken sind, daß eine Aktivierung der Handelsbilanz zustandekommt - die anderen Komponenten in der Dienstleistungsbilanz außer den Zinszahlungen werden im folgenden vernachlässigt -, die den Zinszahlungen entspricht (3). Die Leistungsbilanz insgesamt wird gegenüber dem status quo ante nicht verändert. Bei einer annahmegemäß konstanten staatlichen Neuverschuldung im Ausland bleibt das in der Kreditaufnahmephase entstandene Leistungsbilanzdefizit erhalten. Die Passivierung der Dienstleistungsbilanz wird also zumindest mittelfristig infolge der Wechselkursabwertung durch eine entsprechende Aktivierung der Handelsbilanz ausgeglichen.

Beim Vergleich mit der Wiederanlage im Inland oder der Zinszahlung an inländische Gläubiger fällt auf, daß die individuelle Ausgabenentscheidung, die jetzt im Ausland getroffen

- 
- 1 Die Wirkungen von Zinszahlungen an inländische Gläubiger wurden von H.J. Hauser umfassend untersucht. (Verteilungswirkungen der Staatsverschuldung, a.a.O., S.56ff)
  - 2 Vgl. Preiser, E., Kapitalexport und Vollbeschäftigung, in: Theorie der internationalen Wirtschaftsbeziehungen, a.a.O., S.294
  - 3 Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Mai 1981, S.31

wird, aus inländischer Sicht keine Rolle mehr spielt. Für die Wechselkursentwicklung ist es im großen und ganzen gleichgültig, ob die in Devisen umgewechselten Zinserträge in den Konsum fließen oder gespart werden. Die Abwertung, die allein den Gütertransfer ins Ausland steuert, erfolgt in jedem Falle. Allenfalls über die Importfunktion sind Rückwirkungen etwa in dem Sinne denkbar, daß bei konsumtiver Verausgabung eine erhöhte ausländische Importnachfrage das Überschießen der Wechselkurse weniger stark ausfallen läßt, da die notwendige Aktivierung der Handelsbilanz ohne größere Zeitverzögerungen einsetzt (1).

Über die Anpassung der Handelsbilanz fließen Güter ins Ausland ab, die einer inländischen Verwendung entzogen werden. Damit sind tendenziell nachfrageerhöhende Wirkungen verbunden. Ungewöhnlich ist allerdings die Tatsache, daß dieser Güterabfluß bei konstantem Leistungsbilanzsaldo zustandekommt. Dies ist möglich, weil Zinszahlungen als Dienstleistungsimporte behandelt werden. Daß diese im Gegensatz zu anderen Importgütern die Nachfrage nach inländischen Produkten nicht direkt mindern, während die Güterexporte sie erhöhen, erklärt die konjunkturelle Asymmetrie beider Ströme.

### III. Nachfrage- und Verteilungseffekte der Zinszahlungen

Nachdem die Grundzüge der Aufbringung und die Übertragung ans Ausland in einer isolierten Betrachtung dargestellt worden sind, können beide Elemente nun miteinander verknüpft werden. Die Analyse der Verteilungseffekte orientiert sich weniger an der formalen Inzidenz einzelner Aufbringungsmaßnahmen, sondern an deren effektiven Belastungswirkungen. Die formalen Beziehungen sind bei einer steuerfinanzierten Aufbringung ohnehin evident. Hier gelten die Aussagen des Transferansatzes, nach dem - verkürzt dargestellt - eine Einkommensumschichtung von Steuerzahlern zu Zinsempfängern erfolgt (2). Wählt der Staat zur Mittelbeschaffung eine Ausgabenreduzierung, so hat dies für die Wirtschaftssubjekte keine unmittelbar erkennbaren Folgen.

#### a. Staatliche Ausgabenreduzierung

Mit der Ausgabenreduzierung sinkt uno actu die inländische Nachfrage. Dem steht zwar mittelfristig ein gleich hoher Handelsbilanzüberschuß gegenüber, der den Nachfragerückgang kompensiert, bis zur vollständigen Anpassung der grenzüber-

- 1 Vgl. zu diesem speziellen Fall: Wangenheim, E.v., Wirkungen zwischenstaatlichen Kapitalverkehrs, a.a.O., S.106
- 2 Die Einwände O.Gandenbergers (Öffentlicher Kredit und Einkommensverteilung, in: Finanzarchiv NF Band 29, 1970, S.9ff) gegen den Transferansatz ziehen in diesem Fall nicht,

schreitenden Güterströme bleibt jedoch ein restriktiver Impuls bestehen. Dieser wird jedoch durch den terms of trade-Effekt gemildert, der jetzt in entgegengesetzter Richtung wirkt. Die abwertungsbedingte Verschlechterung der terms of trade vermindert das Realeinkommen im Laursen/Metzler'schen Sinne und läßt bei konstantem Nominaleinkommen die private Absorption ansteigen (1). Letztlich sind also keine gravierenden Nachfrageveränderungen zu erwarten. Die Reduzierung der Inländereinkommen bleibt ohne stabilitätspolitische Folgen, da sie über den Devisenmarkt in eine steigende Auslandsnachfrage umgelenkt wird.

Die reale Belastung trägt der Staat, indem er Ressourcen ans Ausland abgibt. Die privaten Wirtschaftssubjekte bleiben direkt vom Rückgang des Volkseinkommens verschont, allenfalls trifft sie die mit der Ausgabenreduzierung verbundene Leistungseinschränkung des Staates. Ebenfalls unverändert bleibt die originäre Einkommensverteilung zwischen den sozialen Gruppen. Für die Unternehmergewinne zeigt dies die Keynessche Verteilungsgleichung. Die Zahlung von Zinsen an Ausländer spiegelt sich allein in Veränderungen der Leistungsbilanzkomponenten wider. Da die gestiegenen Dienstleistungsimporte durch Güterexporte ausgeglichen werden, der Leistungsbilanzsaldo mithin konstant bleibt, ist dieser Vorgang in der Primärverteilung ohne Bedeutung.

Das bedeutet aber keineswegs, daß die Zinszahlungen an Ausländer insgesamt verteilungspolitisch irrelevant sind. Vielmehr wird bei der anschließend zu diskutierenden Steuerfinanzierung je nach Art der Steuer die Sekundärverteilung nicht unerheblich verändert. Die im folgenden angeführten Verteilungsaspekte beziehen sich, sofern nichts anderes angekündigt wird, nur auf diese Form der Verteilung.

## b. Aufbringung durch Steuererhöhung

### 1. Die Mehrwertsteuererhöhung

Unter der Voraussetzung, daß die Elastizität des Geldangebotes Preissteigerungen zuläßt, ist die Überwälzung einer Mehrwertsteuererhöhung auf die Verbraucher leicht möglich. Sowohl die Ausweitung der Gesamtnachfrage durch die Aktivierung der Handelsbilanz als auch die relativ gleichmäßige Belastung der

---

da die ALV weder den In- noch den Auslandszins verändert und aus diesem Grunde andere Vermögensbesitzer nicht tangiert werden.

- 1 Dieser kompensatorische Effekt tritt unabhängig von der Finanzierungsart ein.

besteuerten Produkte wirkt darauf hin (1). Da sie nur den Konsum und nicht die gesamte Wertschöpfung trifft, gehen von ihr regressive Effekte aus. Die reale und einkommensmäßige Belastung wird allein von den Konsumenten, die in der Mehrzahl Arbeitnehmer sind, getragen.

Reicht der Geldschöpfungsspielraum nicht für eine volle Überwälzung aus, sinkt zunächst einmal der Unternehmergewinn. Solange die Mindestgewinnsgrenze noch nicht unterschritten ist, wird der Rückgang der Stückgewinne durch die Unternehmen bei konstantem Output hingenommen. Die damit verbundene Einengung der Selbstfinanzierung, die auch durch externe Finanzierungsmöglichkeiten nicht ausgeglichen werden kann, dämpft aber ihre Investitionstätigkeit durch tendenziell steigende Zinsen (2). Im Umfang des Investitionsrückgangs werden die Unternehmer real und einkommensmäßig belastet, was sich anhand der Kreislauftheorie der Verteilung zeigen läßt. In einer rezessiven Phase besteht die Gefahr, daß die Preise erhöht werden und dadurch der für einen wirtschaftlichen Aufschwung bereitgestellte und notwendige monetäre Spielraum aufgezehrt wird.

Die Preissteigerungen lassen die Auslandsnachfrage völlig unberührt. Nicht einmal kurzfristig ergeben sich Wettbewerbsnachteile für die deutsche Wirtschaft, da die Mehrwertsteuer bei Exporten zurückerstattet wird, so daß sich diesbezügliche Veränderungen überhaupt nicht in den Exportpreisen niederschlagen.

## 2. Einkommensteuererhöhung

Soweit die Konsumgüternachfrage infolge einer Einkommensteuererhöhung unmittelbar reduziert wird, verläuft die Umstrukturierung der Gesamtnachfrage weitgehend preisniveauneutral. In Höhe der weggesteuerten Ersparnisse entsteht für die Unternehmen zunächst eine Liquiditätsbelastung, die entweder direkt über eine Beschneidung der Selbstfinanzierung oder indirekt über eine Verknappung der Fremdfinanzierungsmittel eintritt. Die Finanzierungslücke kann bei ausreichender Geldangebotselastizität durch eine erhöhte Kreditaufnahme bei den Geschäftsbanken ausgeglichen werden, ohne daß die Unternehmen ihre Investitionen einschränken müssen. In diesem Umfang übersteigt die Erhöhung der Auslandsnachfrage den Rückgang der Inlandsnachfrage. Der sich daraus ergebende expansive Impuls oder positive Nettoprimäreffekt löst einen Multiplikatorprozeß aus, der dem einer steuerfinanzierten Staatsausgabenerhöhung (Haavelmo-Effekt) vergleichbar ist.

- 
- 1 Vgl. Oberhauser, A., Stabilitätspolitik bei steigender Staatsquote, a.a.O., S.54
  - 2 Vgl. Andel, N., Probleme der Staatsschuldentilgung, a.a.O., S.18



Da im Rahmen dieser Arbeit der Multiplikatorprozeß als von der Absorptionsneigung abhängig angesehen wird, die neben der Konsum- auch die Investitionsneigung enthält, müßte der Multiplikator theoretisch noch über dem Wert eins liegen (1). Die praktische Relevanz darf jedoch nicht überschätzt werden; schließlich benötigt dieser Prozeß einen sehr langen Zeitraum bis er zum Stillstand kommt.

Tendenziell gilt aber, daß in einer unterbeschäftigten Wirtschaft der primäre Rückgang der Inländereinkommen in etwa ausgeglichen wird und die Beschäftigung steigt. Zinszahlungen ans Ausland in dieser konjunkturellen Phase bringen somit gesamtwirtschaftlich nur geringe reale Belastungen mit sich. Auch die Belastung der Einkommensteuerzahler wird zumindest teilweise wieder rückgängig gemacht, da die originären Einkommensströme anwachsen.

Trifft der expansive Impuls auf eine vollbeschäftigte Wirtschaft, steigen bei elastischem Geldangebot die Preise, die den privaten Konsum zusätzlich, jetzt aber auf indirektem Wege, real vermindern. Liegt ein begrenzt elastisches oder gar unelastisches Geldangebot vor, werden die Preiserhöhungen sich nicht in vollem Umfang durchsetzen können. Ein Zinsanstieg ist die Folge, der als Ausdruck sinkender Investitionsmöglichkeiten der steigenden Investitionsneigung entgegenwirkt, so daß die Investitionstätigkeit zumindest weniger stark zunimmt, möglicherweise aber auch zurückgeht. Bei der ersten Variante werden nahezu ausschließlich die Arbeitnehmer real und einkommensmäßig belastet, während im zweiten Fall die Unternehmer wenigstens einen Teil übernehmen müssen, der im Extremfall dem Umfang der weggesteuerten Ersparnisse entspricht.

#### IV. Die kompensatorischen Effekte der Zinszahlungen

Bisher haben wir die Zinszahlungen isoliert betrachtet, um die prinzipiellen Wirkungszusammenhänge ableiten zu können. Vieles spricht nun dafür, sie mit den Vorgängen in der Kreditaufnahmephase in Verbindung zu bringen.

Wir sind von einem einmaligen Anstieg der Netto-Neuverschuldung und einer konstanten Neuverschuldung auf diesem Niveau für die Folgeperioden ausgegangen. Daraus haben wir abgeleitet, daß das Leistungsbilanzdefizit und damit auch das im Inland zur Verfügung stehende erhöhte Gütervolumen in den Folgeperioden erhalten bleibt. Der Zinsrückfluß ins Ausland wirkt dem nun entgegen. Die Zinsen erhöhen, da sie in der Dienstleistungsbilanz verbucht werden, tendenziell das Leistungsbilanzdefizit. Da für den Transfer jedoch Devisen benötigt werden, ist eine DM-Abwertung die Folge, die eine höhere Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Wirtschaft nach sich zieht. Sieht man wie bis-

---

1 Vgl. Blümle, G., Wirtschaftskreislauf, Beschäftigung und Inflation, Freiburg 1979, S.204



her von zusätzlichen Kapitalimporten ab, muß die Abwertung so stark sein, daß die zusätzliche Devisennachfrage bei den Güterimporten eingespart oder durch ein erhöhtes Devisenangebot aus Güterexporten gedeckt wird. Durch die Aktivierung der Handelsbilanz fließt ein Teil des zusätzlichen Gütervolumens, der Gesamtbetrag oder sogar ein höherer Betrag wieder ins Ausland zurück. Die Zinszahlungen lassen das Leistungsbilanzdefizit längerfristig zwar weitgehend unberührt, sie reduzieren dessen Wirkungen auf die inländische Güterversorgung aber von Jahr zu Jahr (1).

Die folgende Modellrechnung, die von einer jährlichen Neuverschuldung in Höhe von 10 Mrd.DM ausgeht und für verschiedene Zinssätze die Entwicklung der Zinsverpflichtungen darstellt, soll diesen Sachverhalt verdeutlichen:

Tab.2: Die Entwicklung der Zinsverpflichtungen bei unterschiedlichen Zinssätzen und konstanter Neuverschuldung

Periode	jährliche Neuverschuldung (Mrd.DM)	Schuldenstand am Jahresende (Mrd.DM)	Zinsverpflichtungen (Mrd.DM)			
			bei einem Zinssatz von			
			7%	8%	9%	10%
1	10	10	0,7	0,8	0,9	1,0
2	10	20	1,4	1,6	1,8	2,0
.						
.						
.						
9	10	90	6,3	7,2	8,1	9,0
10	10	100	7,0	8,0	9,0	<u>10,0</u>
11	10	110	7,7	8,8	9,9	11,0
12	10	120	8,4	9,6	<u>10,8</u>	12,0
13	10	130	9,1	<u>10,4</u>	11,6	13,0
14	10	140	9,8	11,2	12,4	14,0
15	10	150	<u>10,5</u>	12,0	13,2	15,0

Die vom Ausland zur Verfügung gestellten Güter stehen netto nur einer Periode in vollem Umfang zur Verfügung und werden dann durch die Zinszahlungen fortlaufend reduziert. Nach 10 bis 15 Perioden schlägt die Entwicklung um: die Verpflichtungen gegenüber dem Ausland übersteigen die Neuverschuldung. Wollte man die jährliche Anleihe summe so gestalten, daß der ursprüngliche

1 Vgl. Preiser, E., Kapitalexport und Vollbeschäftigung, a.a.O., S.291

Gütertransfer erhalten bleibt, müßte bei einem Zinssatz von 8% die jährliche Neuverschuldung nach 10 Jahren bereits 21 Mrd.DM und nach 15 Jahren schon 31 Mrd.DM betragen.

Sinkt zu irgendeinem Zeitpunkt die Neuverschuldung auf Null zurück, ohne daß eine Tilgung erfolgt, reduzieren die vom letzten Schuldenstand abhängigen Zinsverpflichtungen die inländische Güterversorgung gegenüber dem status quo ante in voller Höhe. Kommt eine Nettotilgung in konstanter Höhe noch hinzu, erhöhen sich zunächst einmal die Güterabflüsse um diesen Betrag. Mit sinkendem Schuldenstand sinken aber die Zinsverpflichtungen wieder, so daß sich der Verlauf der gesamten Schuldendienstleistungen dem konstanten Nettotilgungsbetrag annähert.

Soweit die Aufbringung und Übertragung der Zinszahlungen konjunktunneutral verläuft, ist dieser Vorgang stabilitätspolitisch irrelevant. Sind sie mit expansiven Effekten verbunden, werden die Vorteile der ursprünglich in einer vollbeschäftigten Wirtschaft unbedenklichen Aufnahme einer ALV etwas gemindert; umgekehrt werden ihre Nachteile in der Rezession abgeschwächt.

## D. K r e d i t r ü c k z a h l u n g   a n   d a s   A u s - l a n d

### I. Die echte Schuldentilgung

Eine echte Tilgung der Auslandsschulden liegt dann vor, wenn eine Verringerung des staatlichen Gesamtschuldenbestandes erfolgt, indem der Staat die Forderungen der ausländischen Gläubiger mit aus Steuermehreinnahmen oder Ausgabenreduzierungen stammenden Mitteln ablöst (1).

Die diesbezüglichen Aufbringungseffekte sind bereits bei der Erörterung der Zinszahlungen ausreichend diskutiert worden. Abgesehen davon, daß Tilgungszahlungen einmalig sind, Zinszahlungen dagegen kontinuierlich erfolgen, unterscheiden sie sich nur in einem eher formalen Punkt: Die Tilgungsbeträge lassen das Verhältnis zwischen Inlands- und Inländereinkommen unberührt. Der Kapitalexport in Form der Tilgungen hat jedoch die gleichen realen Effekte. Die Leistungsbilanz wird über Wechselkursabwertungen aktiviert und den Inländern werden Güter entzogen, genauso wie im Falle der Zinszahlungen, auch wenn dieser Vorgang sich dort innerhalb der Leistungsbilanz abspielt. Durch die Aktivierung der Leistungsbilanz wird das Äquivalent der dem Inland im Zeitpunkt der Schuldaufnahme zusätzlich zur Verfügung gestellten Güter wieder ans Ausland retransferiert.

---

1 Vgl. Andel, N., Probleme der Staatsschuldentilgung, a.a.O., S.14

Nach vollständiger Tilgung der ALV wird c.p. der status quo ante, die ausgeglichene Leistungsbilanz, wieder erreicht.

Die konjunkturellen Effekte sind mit denen der Zinszahlungen identisch und sollen deshalb nicht mehr wiederholt werden. Die Ausweitung der Auslandsnachfrage tritt jetzt allerdings in Form des Leistungsbilanzüberschusses offen zutage. Auch die Verteilung zwischen den großen sozioökonomischen Gruppen wird in keiner Weise anders beeinflußt. Die weitgehende Verteilungsneutralität der Zinszahlungen bezüglich der originären Einkommensverteilung, die durch den Ausgleich innerhalb der Leistungsbilanz bedingt war, kommt hier dadurch zustande, daß der Leistungsbilanzüberschuß, der isoliert gesehen den Unternehmergewinn erhöht (siehe Gleichung 15), von einer sinkenden Kreditaufnahme des Staates begleitet wird. Änderungen der Sekundärverteilung bei einer steuerfinanzierten Mittelaufbringung sind ebenfalls in der von den Zinszahlungen her bekannten Form zu erwarten.

## II. Die unechte Schuldentilgung

Die unechte Tilgung verändert nicht die Höhe der staatlichen Gesamtschulden, sondern lediglich deren Zusammensetzung (1). Die Auslandsschulden werden durch Aufnahme von Krediten im Inland abgelöst. Die Nachfrage des Staates bleibt konstant, da die Tilgungsbeträge durch Verschuldung am inländischen Kapitalmarkt finanziert werden.

Die von einer Reduzierung des Anteils der Auslandsschulden an den Gesamtschulden ausgehenden Wirkungen unterscheiden sich von den sonstigen debt management Alternativen, die an der Struktur der Inlandsschulden ansetzen, ganz erheblich. Letztere üben ihren Einfluß auf den realen Sektor über Zins- und Liquiditätseffekte aus. Die Transmission in den realen Bereich ist jedoch sehr stark von der konjunkturellen Situation abhängig. Insbesondere in rezessiven Phasen können Zins- und Liquiditätserleichterungen nur wenig in Bewegung setzen. Die o.g. Umstrukturierung wirkt dagegen über Wechselkursänderungen auf die Leistungsbilanz und folglich auch auf die Gesamtnachfrage. Die Effektivität dieser Maßnahme ist weniger von der jeweiligen konjunkturellen Lage abhängig als vielmehr von der Reaktion des privaten grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs.

Unter der Annahme, daß die staatliche Kreditaufnahme im Inland keine private Verschuldung im Ausland induziert, verlaufen die Rückzahlungseffekte der Auslandsschuldentilgung in der bereits bekannten Form. Der Kapitalexport löst einen entsprechenden Leistungsbilanzüberschuß aus, der isoliert gesehen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ansteigen läßt. Kommt es zu einer privaten Auslandsverschuldung, so muß diese Aussage modi-

---

1 Vgl. Ansel, N., Probleme der Staatsschuldentilgung, a.a.O., S.14

fiziert werden. Der mit der Rückzahlung zusammenhängende Kapitalexport wird zumindest teilweise wieder durch private Kapitalimporte neutralisiert. Bei einem gleich hohen Kapitalimport, der allerdings nur bei voll integrierten Kapitalmärkten zu erwarten wäre (1), bleiben die Salden der Kapital- und Leistungsbilanz unverändert. Hier findet nur ein Gläubigerwechsel statt. Der Staat tritt seine Verpflichtungen gegenüber dem Ausland an den privaten Sektor ab; dieser wiederum erwirbt gleich hohe Forderungen gegenüber dem Staat. Wenn sich In- und Auslandskredite in ihren Konditionen entsprechen, bleibt dieser Vorgang aus ökonomischer Sicht unerheblich. Im folgenden soll aber von einer induzierten Auslandsverschuldung in gleicher Höhe abgesehen werden, da sie wegen der Marktunvollkommenheiten wenig wahrscheinlich ist.

Die Nachfrageentwicklung des privaten Sektors hängt wesentlich von der konjunktur- und geldpolitischen Ausgangssituation ab. In einer unterbeschäftigten Wirtschaft mit hinreichend elastischem Geldangebot gehen von der staatlichen Kreditaufnahme kaum zinssteigernde Wirkungen aus. Folglich wird weder eine private ALV induziert noch werden private Investitionen zurückgedrängt. Der sich einstellende Leistungsbilanzüberschuß wirkt in vollem Umfang als expansiver Impuls, der sich von dem einer direkten Staatsausgabenerhöhung lediglich dadurch unterscheidet, daß wegen der verzögerten Leistungsbilanzanpassung die volle expansive Wirkung später zustandekommt. Die daraus resultierenden Multiplikatorprozesse dürften deshalb in der Anfangsphase weniger stark ausfallen.

Erfolgt die Tilgung in einer vollbeschäftigten Wirtschaft und sind die Banken in der Lage, den zusätzlichen Liquiditätsbedarf, der durch die Kreditaufnahme des Staates im Inland entsteht, durch Auflösung von Sekundärliquidität bei annähernd gleichem Zinsniveau zu befriedigen, resultieren preissteigernde Effekte im Inland. Dem zusätzlichen Nachfrageimpuls aus dem Ausland steht kein entsprechender Nachfragerückgang im Inland gegenüber. Da die private Investitionstätigkeit von der Finanzierungsseite her nicht beeinträchtigt wird, die Investitionsneigung sich eher noch verstärkt, muß die reale Belastung von den Konsumenten, also überwiegend von den Arbeitnehmern, getragen werden, deren Realeinkommen durch Preissteigerungen reduziert wird. Im Gegensatz zur echten Schuldentilgung steht dem Leistungsbilanzüberschuß eine konstante Staatsverschuldung gegenüber, so daß der Unternehmergewinn in Höhe des positiven Saldos steigt und bei konstantem realem Sozialprodukt die Lohnquote sinkt. Selbst wenn bei der echten Schuldentilgung durch Steuererhöhungen inflationäre Tendenzen ausgelöst werden, stabilitätspolitisch sich also kaum Unterschiede zur unechten Variante ergeben, ist erstere verteilungspolitisch positiver zu bewerten, da sie die originäre Einkommensverteilung kaum verändert.

---

1 Siehe S.26f

Läßt die Geldangebotssituation eine Preiserhöhung nicht zu, resultieren aus der Kreditaufnahme des Staates im Inland in Verbindung mit dem auf die Tilgung der ALV zurückgehenden Leistungsbilanzüberschuß, der die Transaktionsnachfrage nach Geld steigen läßt, Zinserhöhungen. Diese drängen die privaten Investitionen zurück. Der Umfang des crowding-out wird weit über dem einer echten Tilgung in einer vergleichbaren Situation liegen, da die Steuererhöhung - sofern es sich um eine Erhöhung der Einkommensteuer handelt - überwiegend den privaten Konsum zurückdrängt und nur ein geringer Teil zu Lasten der Ersparnisse und der Investitionen geht, während hier nahezu ausschließlich die Investitionstätigkeit des privaten Sektors betroffen ist.

## Exkurs

### III. Möglichkeiten und Grenzen einer antizyklischen Stabilitätspolitik durch Tilgung und Austausch von In- und Auslandsschulden

#### a. Vergleich zwischen In- und Auslandsschuldentilgung

Nachdem die Wirkungen einer echten und unechten Tilgung geklärt sind, stellt sich die Frage, ob bzw. wie diese Erkenntnisse stabilitätspolitisch genutzt werden könnten. Dies soll für die echte Schuldentilgung in einem Vergleich zwischen ILV und ALV erörtert werden.

In ähnlicher Weise wie die ALV in der Schuldaufnahmephase für bestimmte konjunkturelle Ausgangssituationen eine sinnvolle Ergänzung zur Inlandsverschuldung darstellt, ist dies auch für die Tilgungsphase zu erwarten. Beide Verschuldungsformen beeinflussen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage auch in der Tilgungsphase völlig unterschiedlich. Während eine Tilgung von Inlandsschulden zunächst einmal die Gesamtnachfrage reduziert und allenfalls über gestiegene Investitionsmöglichkeiten die private Investitionstätigkeit anregt und damit einen partiellen Ausgleich induziert, ist mit einer Auslandsschuldentilgung eine direkte Erhöhung der Gesamtnachfrage verbunden. Der Anstieg der Auslandsnachfrage, der sich in der Aktivierung der Leistungsbilanz niederschlägt, wird in der Regel durch die Entzugseffekte in der Aufbringungsphase nicht in vollem Umfang aufgewogen, sofern nicht der Staat eine Ausgabenreduzierung vornimmt.

Eine beabsichtigte Reduzierung des Schuldenstandes sollte sich an diesen Wirkungsunterschieden orientieren. In einer vollbeschäftigten Wirtschaft ist von einer Auslandsschuldentilgung Abstand zu nehmen. Als stabilitätspolitisch sinnvoll erweist sich in dieser Phase eine Ablösung der Inlandsschulden.

Umgekehrt empfiehlt sich die Rückzahlung von Auslandsverpflichtungen eher in einer schwächeren Konjunkturphase, in der eine entsprechende Inlandsschuldentilgung prozyklisch wirken würde.



Erfolgt die Aufbringung zur Tilgung von Auslandsschulden über eine Einkommensteuerrhöhung, werden in Höhe der weggesteuerten Ersparnisse expansive Impulse freigesetzt, die zwar recht bescheiden sind, andere stabilisierende Maßnahmen aber durchaus ergänzen können. Als problematisch erweist sich jedoch der Gedanke, in einer rezessiven Konjunkturphase die Steuern erhöhen zu müssen, da dies im privaten Sektor negative Signalwirkungen erzeugen kann, die eine wirtschaftliche Erholung unter Umständen erheblich hemmen.

#### b. Wirkungen einer gegenläufigen Variation von Inlands- und Auslandsverschuldung

Neben der echten Schuldentilgung läßt sich auch die unechte Variante in den Dienst der Stabilitätspolitik stellen. Bei konstantem Gesamtschuldenstand kann allein die Variation des Auslands- bzw. Inlandsschuldenanteils stabilisierende Effekte erzeugen.

Löst man in einer Rezession Teile der ALV durch eine Inlandsverschuldung ab, werden bei konstanter Staatsnachfrage durch die Aktivierung der Leistungsbilanz expansive Impulse freigesetzt, die weitere Multiplikatorprozesse nach sich ziehen. Eine Abschwächung dieses Effektes durch eine induzierte private ALV ist nicht zu erwarten, wenn das Geldangebot hinreichend elastisch ist.

In einer vollbeschäftigten Wirtschaft hätte genau der umgekehrte Vorgang zu erfolgen. Die Inlandsverschuldung wird reduziert und die ALV entsprechend ausgeweitet. Die staatliche Nachfrage bleibt wiederum konstant. Den gestiegenen Investitionsmöglichkeiten steht eine sinkende Investitionsneigung gegenüber, da die Auslandsnachfrage zurückgeht bzw. der Importdruck wächst. Die gesamte Investitionstätigkeit dürfte eher stagnieren, mit anderen Worten von der privaten Nachfrage gehen ebenfalls keine expansiven Wirkungen aus. Der Preisauftrieb wird gedämpft, weil sich über die Passivierung der Leistungsbilanz das dem Inland zur Verfügung stehende Gütervolumen ausweitet und die bestehende inflationäre Lücke geschlossen wird.

Auf den ersten Blick scheint diese Form der Schuldenumstrukturierung gegenüber dem bisherigen stabilitätspolitischen Instrumentarium durchaus Vorteile zu haben. Offensichtlich stößt die herkömmliche antizyklische Finanzpolitik, wie die Erfahrungen der letzten Jahre zeigen, immer stärker an ihre Grenzen, da in ausgeglichenen Konjunkturlagen regelmäßig versäumt wird, Schulden abzubauen und ein in die nächste Rezession mitgeschleppter hoher Schuldenberg einer weiteren Neuverschuldung im Wege steht. Die politische Durchsetzbarkeit wird dadurch beeinträchtigt und die Zinsverpflichtungen engen den haushaltspolitischen Gestaltungsspielraum zunehmend ein. Bei einer Umstrukturierung wechseln im Gegensatz dazu nur die Zinsempfänger und die Haushaltsbelastungen bleiben bei weitgehend unveränder-



ten Zinsverpflichtungen kalkulierbar. Die finanzpolitische Durchsetzbarkeit ist gewährleistet, da einmal der Gesamtschuldenbestand unverändert bleibt - der Staat setzt sich nicht mehr dem Vorwurf aus, durch eine zusätzliche Verschuldung seinen Anteil am Sozialprodukt zu Lasten des privaten Sektors zu erhöhen - und zum anderen dieser Vorgang relativ geräuschlos abgewickelt werden kann. Ohne das öffentliche Interesse zu wecken, könnten die zuständigen Stellen des Finanzministeriums diese Umstrukturierung vornehmen.

Auch aus strukturpolitischer Sicht ergeben sich Vorteile. Die bislang geübte antizyklische Finanzpolitik trifft wegen der einseitigen Ausrichtung der staatlichen Nachfrage vor allem den Bausektor. Würden die expansiven oder kontraktiven Impulse über den Leistungsbilanzsaldo in die Wirtschaft getragen, könnte dies vermieden werden. Sie würden sich auf alle Branchen erstrecken, die am Außenhandel teilnehmen bzw. gegen Importe konkurrieren müssen. Lediglich die wenigen Sektoren, in denen Güter und Dienstleistungen hergestellt werden, die nicht in den Außenhandel einbezogen sind, würden von den primären Impulsen nicht betroffen. Die einzelnen Firmen würden in der Regel weniger stark belastet, da ihre Exportabhängigkeit bzw. der Druck der Importkonkurrenten geringer ist als die Abhängigkeit wesentlicher Teile der Bauwirtschaft von der staatlichen Auftragsvergabe.

Bei näherer Betrachtung werden die Grenzen dieses Instruments jedoch deutlich sichtbar. Auch wenn der größte Teil der Leistungsbilanzveränderung bereits zwischen einem viertel und einem halben Jahr nach Änderung der Wechselkurse eintritt (1) so hat dieser time-lag doch zur Folge, daß die stabilitätspolitischen Einsatzmöglichkeiten etwas skeptischer beurteilt werden müssen. Hinzu kommt, daß die Bundesbank sich möglicherweise einer Abwertung in der Rezession widersetzt, weil sie befürchtet, daß durch die Verschlechterung der terms of trade preissteigernde Impulse ins Inland getragen werden. Gegen ihren Widerstand kann und sollte der Bund seine Politik nicht durchsetzen.

Ein weiterer Nachteil wird deutlich, wenn man das Ausland in die Betrachtung miteinbezieht. Schließlich hat die Variation des Wechselkurses und des Leistungsbilanzsaldos Folgen für die Preisniveaustabilität und die Auslastung der Auslandswirtschaft. Eine Aktivierung der Leistungsbilanz reduziert die Gesamtnachfrage im Ausland, während eine Passivierung sie erhöht. Eine Verbesserung des Tauschverhältnisses für das Inland bedeutet beispielsweise eine Verschlechterung für das Ausland und löst dort möglicherweise Preissteigerungen aus. Befinden sich die wichtigsten Handelspartner vor allem aber der Gläubigerwirtschaftsraum in der gleichen Konjunkturlage wie das Inland, werden lediglich eigene Stabilitätsprobleme

---

1 Siehe S.50f

exportiert. Dies wäre eine beggar my neighbour-policy in reinster Form (1). Wegen der Größenrelation zwischen In- und Ausland dürften die Veränderungen für die einzelnen Handelspartner jedoch kaum merklich sein. Hinzu kommt, daß debt management-Operationen im Gegensatz zu einer aktiven Wechselkurspolitik im Ausland kaum Aufmerksamkeit erregen, so daß Retorsionsmaßnahmen nicht zu befürchten sind. Dennoch empfiehlt sich in diesem Fall nur ein quantitativ begrenzter Einsatz dieses Instrumentes. Als völlig unproblematisch erweist sich der Vorschlag, wenn im In- und Ausland unterschiedliche Konjunkturlagen vorherrschen. Die resultierenden Wirkungen würden allen Handelspartnern dienen.

---

1 Vgl. Lehment, A., Devisenmarktinterventionen bei flexiblen Wechselkursen, a.a.O., S.20

7. KAPITEL: DIE AUSLANDSVERSCHULDUNG ALS INSTRUMENT ZUR ÜBERWINDUNG VON BESTEHENDEN ZAHLUNGSBILANZUNGLEICHGEWICHTEN UNTER BESONDERER BERÜCKSICHTIGUNG DER GEGENWÄRTIGEN ZAHLUNGSBILANZSITUATION IN DER BRD

A. Anpassung der Prämissen der bisherigen Analyse an die gegenwärtige Leistungsbilanzsituation und das aktuelle Ausgabeverhalten der öffentlichen Hand

Von den Voraussetzungen, die den früheren Ableitungen zugrundeliegen, unterscheidet sich die derzeitige Situation in der BRD in zwei entscheidenden Punkten.

Einmal kann nicht mehr wie in den bisherigen Überlegungen von einer ausgeglichenen Leistungsbilanz ausgegangen werden. Im wesentlichen bedingt durch die Verdoppelung der Ölpreise gegenüber 1978 hatte die Bundesrepublik 1979 zum ersten Mal seit 14 Jahren wieder ein Defizit in der Leistungsbilanz zu verzeichnen. Von 10 Mrd. DM im Jahr 1979 stieg es 1980 auf 29 Mrd. DM und sank 1981 wieder auf 17,5 Mrd. DM ab. Im Umfang des Defizits bezog die Bundesrepublik mehr Güter und Dienste aus dem Ausland als sie dorthin lieferte; 1980 waren es rd. 2% der gesamten inländischen Verwendung an Gütern und Diensten. Die defizitäre Entwicklung der Leistungsbilanz wurde also nicht erst durch die ALV erzeugt, sie lag in der Ausgangsperiode bereits vor, verursacht durch strukturelle Veränderungen im Außenhandel, insbesondere massive Rohstoff- und Ölpreis-erhöhungen.

Zum anderen entspricht auch die Annahme, daß der Staat die im Ausland aufgenommenen Gelder zusätzlich verausgabte, nicht mehr dem aktuellen Ausgabeverhalten des Bundes. Die derzeitige Verschuldung des Staates im Ausland, so wird von offizieller Seite betont, erfolgt vor allem aus kapitalmarkt-, zahlungsbilanz- und währungspolitischen Motiven und nicht, um höhere Defizite des Staates zu finanzieren (1). Betrachtet man die Verschuldung des Bundes, so trifft dies weitgehend zu. Seine Nettokreditaufnahme lag 1980 nur um 1,4 Mrd. über der von 1979; im Jahre 1981 dürfte sie das Vorjahresniveau allerdings deutlicher überschritten haben. Die Verschuldung des Bundes im Ausland, die gerade in den letzten Jahren stark zugenommen hat, dient somit überwiegend zur Reduzierung seiner Inlandsverschuldung.

Es wäre allerdings voreilig, daraus den Schluß zu ziehen, das den inländischen privaten Investoren zur Verfügung stehende Kreditangebot habe in gleichem Umfang zugenommen. De facto

---

1 Vgl. Schulmann, H., Die deutsche Mark als internationale Anlage- und Reservewährung - Folgen für den Kapitalmarkt: Finanzpolitische Überlegungen, in: Die Deutsche Mark als

wurde die Entlastung durch die ALV des Bundes zum Teil wieder durch die erhöhte Neuverschuldung der untergeordneten Gebietskörperschaften aufgezehrt. Im Jahre 1980 lag sie um 10 Mrd. über der von 1979 und für 1981 ist ebenfalls mit einem weiteren Anstieg zu rechnen. Diese Erhöhung ist vor allem auf die gestiegenen Haushaltsdefizite der Länder zurückzuführen. Faßt man die Verschuldung der Gebietskörperschaften zusammen, so zeigt sich, daß die Auslandsverschuldung des Staates per saldo nur etwa zur Hälfte dazu diente, dem privaten Sektor zusätzliche Kreditmittel zur Verfügung zu stellen; die andere Hälfte wurde von der öffentlichen Hand zusätzlich verausgabt oder glich Steuermindereinnahmen aus.

Weil aber die Wirkungen einer zusätzlichen Verausgabung der ALV in den vorangegangenen Kapiteln bereits ausführlich erörtert worden sind, soll im folgenden der Einfachheit halber von einem konstanten öffentlichen Verschuldungsniveau ausgegangen werden. Die Untersuchung kann sich nun auf die Wirkungen konzentrieren, die sich aus einer Umschichtung von der Inlands- zur Auslandsverschuldung ergeben.

## B. Wirkungen der Finanzierung eines Leistungsbilanzdefizits durch Verschuldung des Staates im Ausland

### I. Die Wechselkurs- und Leistungsbilanzeffekte der gegenwärtigen ALV

Für die massive Abwertung der DM gegenüber dem US-Dollar, die in den vergangenen Jahren zu beobachten war - seit Ende 1979 fiel der Kurs von 1,73 auf 1,57 DM/\$ im August 1981 und pendelte seitdem zwischen 2,30 und 2,50 DM/\$ - ist neben der amerikanischen Hochzinspolitik, auf die wir später noch zurückkommen, vor allem die defizitäre Leistungsbilanzentwicklung verantwortlich. Insbesondere durch den zweiten Ölpreisschub im Jahre 1979 stiegen die Importwerte und damit auch die Nachfrage nach Devisen stark an; eine Abwertung der DM war die Folge.

Die defizitäre Entwicklung der Leistungsbilanz wurde zunächst durch den bereits bekannten J-Kurven-Effekt verstärkt (1). Da die deutschen Importe überwiegend in Auslandswährung fakturiert werden, stiegen bei relativ konstanten Importmengen die

---

internationale Anlage- und Reservewährung, a.a.O., S.127

1 Vgl. Schröder, W., Geldpolitik unter veränderten weltwirtschaftlichen Bedingungen, in: Wirtschaftsdienst, Heft 12, 1981, S.623

Importpreise und folglich auch die Importwerte scharf an. Die Exporte, die größtenteils in DM kontrahiert werden, änderten sich zunächst wenig. Die sich kurzfristig ergebende Vergrößerung des Leistungsbilanzdefizits erhöhte wiederum den Abwertungsdruck. Erst mittel- und langfristig stellten sich die gewünschten Umstrukturierungen im Außenhandel, die zu einer Verbesserung der Leistungsbilanz führten, ein.

Wenn sich der Staat in einer solchen Phase, die durch sich selbst verstärkende Abwertungstendenzen gekennzeichnet ist, im Ausland verschuldet, so wird zunächst einmal der sich aus dem J-Kurven-Effekt zusätzlich ergebende Kursverfall verhindert oder wenigstens abgebremst; die Kursentwicklung wird verstetigt. Der steigenden Devisennachfrage, die von der anomalen Leistungsbilanzreaktion herrührt, steht nun ein erhöhtes Devisenangebot gegenüber. Der Abwertungsdruck wird durch die staatlichen Kapitalimporte aufgefangen. Den mittel- und langfristig wirkenden Faktoren wird dadurch der nötige zeitliche Spielraum verschafft, um eine Verbesserung der Leistungsbilanz in die Wege zu leiten.

Möglicherweise - dies ist vor allem eine Frage der Dosierung der staatlichen Kapitalimporte - wird der Abwertungsdruck aber zu stark gemildert, so daß die notwendige Trendumkehr in der Leistungsbilanzentwicklung langsamer voranschreitet als in einer Situation ohne ALV. Wird die Verschuldung über längere Zeiträume beibehalten, kann dadurch sogar ein vollständiger Ausgleich der Leistungsbilanz verhindert werden, da ein Teil der im Außenhandel benötigten Devisen durch zusätzliche Kapitalimporte beschafft wird.

Die sich hier aufdrängende Frage, ob die ALV der letzten Jahre bereits den zur Dämpfung des J-Kurven-Effekts notwendigen Umfang überschritten hat, läßt sich nur schwer beantworten. Dies liegt vor allem daran, daß die ALV zu einem großen Teil lediglich private Kapitalabflüsse kompensiert und in diesem Umfang faktisch zur Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits gar nicht zur Verfügung stand. Wird die bisherige Praxis der Bundesregierung (1), die Höhe der ALV am Umfang des Leistungsbilanzdefizits zu orientieren, aber längerfristig beibehalten, so ist es durchaus nicht auszuschließen, daß die ALV irgendwann einer weiteren Verbesserung der Leistungsbilanz im Wege steht.

## II. Beschäftigungswirkungen im Inland

Die ALV, die der Finanzierung eines Leistungsbilanzdefizits dient und nicht zusätzlich verausgabt wird, beeinflusst die Beschäftigung im Inland auf zweifache Art und Weise: Einmal über die von ihr ausgehenden Leistungsbilanzreaktionen und zum anderen durch ihre Wirkungen auf den inländischen Kapitalmarkt.

---

1 Vgl. "Vorratsfinanzierung für 1982 beim Bund schon ange laufen", Badische Zeitung vom 10.12.1981, S.10

### a. Die Nachfrageeffekte der Leistungsbilanzreaktionen

Soweit die ALV dazu beiträgt, die Entwicklung des DM-Kurses an den Devisenmärkten zu verstetigen, also die andernfalls eintretenden sich selbst verstärkenden Abwertungsbewegungen und Leistungsbilanzdefizite abschwächt oder verhindert, wirkt sie einer Nachfrageabschwächung entgegen. Wenn es gelingt, eine weitere Passivierung der Leistungsbilanz aufzuhalten, so hat dies zur Folge, daß relativ weniger Kaufkraft ins Ausland abfließt und vergleichsweise mehr Güter aus heimischer Produktion nachgefragt werden. Zu berücksichtigen ist dabei jedoch, daß die erhöhten Aufwendungen für Importgüter im Falle einer Abwertung nicht in vollem Umfang zu Lasten der Nachfrage nach Gütern aus inländischer Produktion gehen. Die Verschlechterung der terms of trade, die mit einer Abwertung in der Regel verbunden ist, führt zu einem Rückgang des Realeinkommens im Laursen-Metzler'schen Sinne (1). Bei Abwesenheit von Geldillusion folgt daraus eine niedrigere Sparquote, die den gestiegenen Kaufkraftabfluß ins Ausland teilweise wieder ausgleicht.

Genau die entgegengesetzten Wirkungen sind mit einer ALV verbunden, die über den für eine Verstetigung notwendigen Umfang hinausgeht und über längere Zeiträume hinweg beibehalten wird. Weil sie den Ausgleich der Leistungsbilanz verzögert, wenn nicht gar verhindert, wirkt sie zwar nicht direkt beschäftigungsverändernd, blockiert aber expansive Impulse, die aus einer Verbesserung der Leistungsbilanz resultieren würden. Ob und inwieweit dies wünschenswert ist, läßt sich nur vor dem Hintergrund der Beschäftigungslage im Inland beantworten.

In der gegenwärtigen konjunkturellen Lage ist eine rasche Verbesserung der Leistungsbilanz geradezu notwendig, um ein weiteres Absinken der Nachfrage zu verhindern. Deshalb scheint die derzeitige ALV, die die Größenordnungen für eine reine Verstetigung gewiß schon überschritten hat, auf den ersten Blick kontraproduktiv zu sein. Diese Schlußfolgerung ist jedoch voreilig, da die ALV, wie bereits erwähnt, zu einem großen Teil nur die privaten Kapitalabflüsse kompensiert. Die Kritik richtet sich konsequenterweise auch stärker gegen die Politik der Bundesbank. Sie hat 1979 und 1980 in erheblichem Umfang am Devisenmarkt interveniert und dabei einen beachtlichen Teil der deutschen Währungsreserven (40 Mrd. DM) zur Finanzierung der Leistungsbilanz eingesetzt. Seit dem Frühjahr 1981 versucht sie durch drastische Zinsanhebungen private Kapitalimporte zu vermindern, um dadurch eine marktmäßige Finanzierung des Defizits in der Leistungsbilanz sicherzustellen. Beide Maßnahmen waren in beschäftigungspolitischer Sicht überzogen (2). Inwieweit die anderen Gründe, mit denen die Bun-

1 Siehe S.74ff

2 Vgl. Cassel, D./Thieme, H.J., Gehen unsere Währungsreserven zu Ende?, in: Wirtschaftsdienst, Heft 3, 1981, S.132f. Eben-



desbank ihre Politik rechtfertigt, stichhaltig sind, wird in den nachfolgenden Abschnitten noch eingehender untersucht. Hätte sie statt ihrer zins- und wechselkurspolitischen Gratwanderung eine stärkere Abwertung der DM zugelassen, wäre die Leistungsbilanz dem Ausgleich wahrscheinlich rascher nähergebracht worden, wodurch die inländische Konjunktur wertvolle expansive Impulse erhalten hätte.

Die im Jahre 1981 erreichte Leistungsbilanzverbesserung ist zu einem beträchtlichen Teil durch die restriktive nachfragedämpfende Geldpolitik zustande gekommen, die zu einem Rückgang der realen Importe führte (1). Die Verminderung des Leistungsbilanzdefizits ist somit auch rezessionsbedingt. Eine Rezession kann aber kein sinnvolles Instrument zur Lösung des außenwirtschaftlichen Anpassungsproblems sein. "Sachkapazitäten und Menschen, die nicht beschäftigt werden, tragen nichts zur außenwirtschaftlich erforderlichen Umstellung der Volkswirtschaft bei" (2). Hinzu kommt, daß bei einer konjunkturellen Erholung, die in der Regel auch eine Zunahme der Importe nach sich zieht, das Leistungsbilanzdefizit wieder steigt, d.h. das Ausmaß der zur Erreichung einer ausgeglichenen Leistungsbilanz notwendigen Abwertungen kann nicht beliebig manipuliert, sondern nur zeitlich verlagert werden. Diese Politik der vergangenen Jahre ist deshalb, auch wenn sie zu einer deutlichen Leistungsbilanzverbesserung führte, einer stärker auf Abwertungen setzenden Strategie in beschäftigungspolitischer Sicht eindeutig unterlegen.

#### b. Die ALV als Mittel zur Anregung der privaten Investitionstätigkeit

Auf den ersten Blick liegt der Gedanke nahe, daß die mit der ALV verbundene Rückführung der ILV beschäftigungssteigernd wirkt, weil der Staat den inländischen Kapitalmarkt weniger beansprucht und daraus resultierende Zinssenkungen die private Investitionstätigkeit anregen.

Bei dieser Argumentation werden jedoch zwei wesentliche Unsicherheitsfaktoren unterschlagen. Einmal ist es fraglich, ob es zu signifikanten Zinssenkungen kommt, weil bereits geringfügige Zinsrückgänge im Inland private Kapitalexporte induzieren können, die den Entlastungseffekt der staatlichen ALV wieder zunichte machen. Zum anderen kann selbst dann, wenn die Zinsen in nennenswertem Umfang sinken, noch nicht mit einem merklichen Anstieg der privaten Investitionstätigkeit gerechnet werden. Noch am ehesten ist dies in einer voll-

---

so o.V., Zahlungsbilanzorientierte Geldpolitik verschärft Rezession, in: DIW-Wochenbericht, 7/81, S.81

1 Nicht weniger als ein Drittel der Öleinsparungen gehen nach Feststellungen des Bundeswirtschaftsministeriums allein auf die schlechte Wirtschaftslage zurück. "Bezogen

beschäftigten Wirtschaft zu erwarten, in der eine gute Kapazitätsauslastung für eine hohe Investitionsneigung sorgt. In einer unterbeschäftigten Wirtschaft mögen von Zinssenkungen zwar noch gewisse anregende Wirkungen ausgehen, eine nachhaltige Belebung der Investitionstätigkeit ist jedoch ziemlich unwahrscheinlich.

Für die Bundesrepublik treffen beide Einwände weitgehend zu. Zinssenkungen in der gegenwärtigen Situation führen tendenziell zu höheren privaten Kapitalexporten. Außerdem dominieren seit Mittel 1980 die rezessiven Einflüsse, so daß sich die anregenden Effekte eventueller Zinssenkungen in Grenzen halten. Zur Überwindung der gegenwärtigen Rezession wäre wohl trotz aller Bedenken gegen eine Ausweitung der Nettoneuverschuldung eine nachfragewirksame Verausgabung der im Ausland aufgenommenen Gelder durch den Staat die effizienteste Lösung.

In diesem Zusammenhang ist auch der Vorschlag von A.Gutowski (1) zu erwähnen: Anstatt höhere Ansprüche des Auslandes an unser Sozialprodukt sofort durch Exporte zu bezahlen, sei es zur Förderung von Beschäftigung und Wachstum sinnvoller, dem Ausland finanzielle Ansprüche zu belassen und ausländisches Sparkapital bei uns investiv zu verwenden. Die Relevanz dieser Überlegungen hängt in starkem Maße von der konjunkturellen Ausgangssituation ab. In einer vollbeschäftigten Wirtschaft spricht einiges für diesen Vorschlag. Bei der gegenwärtigen wirtschaftlichen Lage überzeugt er nur, soweit die ALV eine Verstetigung der Kursentwicklung zum Ziel hat, also sehr kurzfristig orientiert ist. Ansonsten ist in einer Rezession eine Nachfrageausweitung noch am besten geeignet, um das gesamtwirtschaftliche Wachstum zu fördern. Eine Wechselkursabwertung, die Exporte anregt und die Importe reduziert, trägt zum Wachstum mehr bei als ein Import von Kapital, der zum Ausgleich des Leistungsbilanzdefizits dient.

Fazit dieser Überlegungen:

Die ALV entspricht, wie schon in Kapitel 5 unter anderen Prämissen abgeleitet, noch am ehesten in einer vollbeschäftigten Wirtschaft den beschäftigungspolitischen Zielvorstellungen. In der Rezession gilt dies nur insoweit, als sie der Verstetigung der Kursentwicklung dient. Ob dieses Argument aber als Rechtfertigung für die ALV in der gegenwärtigen Situation aus-

---

auf das Jahr 1979 beträgt der konjunkturelle Minderverbrauch immerhin 10 Millionen Tonnen Rohöl, deren Import nach heutigen Preisen knapp 6,5 Milliarden DM betragen würde. Das ist ein Betrag, der das deutsche Leistungsbilanzdefizit ... wieder um ein Drittel erhöhen würde". Müller-Haeseler, W., Den Rahm noch nicht abgeschöpft, in: F.A.Z. vom 6.3.1982, S.13

2 o.V., Zahlungsbilanzorientierte Geldpolitik verschärft Rezession, a.a.O., S.80

1 Gutowski, A., Leistungsbilanzdefizite - kein Grund zur Panik, in: Wirtschaftsdienst, Heft 5, 1980, S.210

reicht, ist keineswegs sicher. Möglicherweise können andere Maßnahmen und Mechanismen diese Aufgabe besser erfüllen. Darauf versuchen die folgenden Ausführungen eine Antwort zu geben.

### III. Die ALV als Mittel zur Abwehr importierter Preissteigerungen

Die gegenwärtige ALV wird von offizieller Seite auch weniger mit beschäftigungspolitischen Argumenten gerechtfertigt; sie soll vielmehr die Bundesbank in ihren Bemühungen, importierte Preissteigerungen abzuwehren, unterstützen (1).

Die Bundesbank lehnte es in den Jahren 1979-81 ab, die Kursbildung dem freien Devisenmarkt zu überlassen, weil sie befürchtete, daß die aus dem J-Kurven-Effekt resultierenden, sich selbst verstärkenden Abwertungen die Importe zu stark verteuern und das inländische Preisniveau nach oben ziehen würden (2). Preiserhöhungen, so die Argumentation der Bundesbank, im Inland würden den realen Abwertungseffekt aufheben und hätten weitere Abwertungen zur Folge, die ihrerseits wieder in einer Anpassungsinflation verpuffen (3).

Mit einem solchen *circulus vitiosus* ist in der Tat zu rechnen, wenn die Gewerkschaften einen Inflationsausgleich durchsetzen, der auch die Preissteigerungen bei Importgütern enthält (4). Der inflationäre Impuls der Importpreissteigerungen wird perpetuiert, weil die Lohnerhöhungen größtenteils wieder konsumtiv verausgabt werden, wodurch den Unternehmern der nötige Spielraum entsteht, die loohnerhöhungsbedingten Stückkostensteigerungen zu überwälzen. Die dadurch sinkende Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exporteure zieht weitere Abwertungen nach sich, die dem inflationären Prozeß neue Impulse geben. Voraussetzung ist allerdings, daß die Lohnforderungen bzw. die Kostenüberwälzungen monetär alimentiert werden. Diese Bedingung war in der Bundesrepublik in den letzten Jahren jedoch nicht ohne weiteres gegeben (5).

Die Gefahren einer anomalen Leistungsbilanzreaktion werden zudem häufig überschätzt. Wie in Kapitel 4 gezeigt werden konnte, setzt sich eine Abwertung auch bei geringen Elastizitätswerten

- 
- 1 Vgl. Bundestagsdrucksache 8/4399 vom 14.7.1980, S.2 sowie Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juli 1980, S.19
  - 2 Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, März 1981, S.8
  - 3 Ebenda, S.8
  - 4 Vgl. Lehment, H., Devisenmarktinterventionen bei flexiblen Wechselkursen, a.a.O., S.98
  - 5 Vgl. o.V., Zahlungsbilanzorientierte Geldpolitik verschärft Rezession, in: DIW-Wochenbericht 7/1981, S.81

nicht ohne Grenzen fort, sondern erzeugt bald Aufwertungserwartungen, die eine Kapitalanlage in der abgewerteten Währung wieder attraktiv erscheinen lassen (1). Das Leistungsbilanzdefizit finanziert sich dann kurzfristig selbst, ohne daß die Bundesbank intervenieren oder zusammen mit dem Staat für Kapitalimporte sorgen muß; längerfristig strukturieren sich die Außenhandelsströme um, bis das Leistungsbilanzdefizit abgebaut ist.

Die Effektivität der Verstetigungspolitik ist aber vor allem durch die Entwicklung der Wechselkurse im Jahre 1981 in Frage gestellt worden. Nachdem die Bundesbank zwei Jahre lang größere Abwertungen verhindern konnte, mußte sie im Frühjahr 1981 erkennen, daß weitere Bemühungen in dieser Richtung nicht mehr zum Erfolg zu führen schienen und stellte die Stützung des DM-Kurses ein (2). Der amtliche Devisenkurs fiel daraufhin von 2 DM pro Dollar im Januar 1981 rapide ab und erreichte mit 2,57 im August 1981 seinen Tiefpunkt. Bei freier Kursbildung und ohne die ALV des Bundes wäre die Abwertung wahrscheinlich nicht viel stärker ausgefallen. Kritiker der gegenwärtigen Geldpolitik behaupten sogar, "... daß Wechselkursschwankungen durch Zentralbankinterventionen eher verstärkt als gemildert werden" (3). Die Abwertungen hätten außerdem bereits zu Beginn der Leistungsbilanzpassivierung eingesetzt, so daß ein größeres Defizit erst gar nicht entstanden wäre. Wenn aber zum Zeitpunkt der Kursfreigabe schon ein hohes Defizit (1980: 29 Mrd. DM) pro Jahr aufgelaufen ist, sind massive Abwertungsstöße geradezu zwingend. Bei einer frühzeitigen Abwertung wären außerdem "... energiepolitische Entscheidungen forciert und der enger gewordene Verteilungsspielraum besser registriert worden" (4).

#### C. Die Hochzinspolitik der Bundesbank und die ALV des Staates als Maßnahmen zum Ausgleich der Kapitalbilanz

Auch wenn zinspolitische Maßnahmen kein tragfähiges Konzept zur Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits darstellen, so war die Hochzinspolitik der Bundesbank, zu der sie im Früh-

- 
- 1 Vgl. Filc, W., Die marktmäßige Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits, in: Wirtschaftsdienst, Heft 6, 1981, S.186f. Vgl. ebenso Kath, D., Zinspolitik: Macht und Ohnmacht, in: Wirtschaftswoche Nr.9 vom 26.2.1982, S.71
  - 2 Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, März 1981, S.8
  - 3 Kath, D., Zinspolitik: Macht und Ohnmacht, a.a.O., S.71
  - 4 Cassel, D./Thieme, H.J., Gehen unsere Währungsreserven zu Ende?, a.a.O., S.133

jahr 1981 übergangen ist, aus anderen Gründen nicht völlig unberechtigt. Schließlich waren die Zahlungsbilanzsorgen der BRD im Jahre 1980 nicht allein durch das Leistungsbilanzdefizit, sondern auch durch Abflüsse im Bereich des langfristigen Kapitalverkehrs bedingt.

Die Verschlechterung der Kapitalbilanz hing zum Teil mit der Leistungsbilanzentwicklung zusammen: die Leistungsbilanzpassivierung reduzierte die früher vorhandenen Aufwertungserwartungen erheblich bzw. verkehrte sie ins Gegenteil. Ausländische Anleger mieden daraufhin den deutschen Kapitalmarkt, weil er eine zu geringe Nettoverzinsung bot. Bei freier Wechselkursbildung wäre dieses Problem in dieser Schärfe wahrscheinlich nicht aufgetreten. Der Wechselkurs wäre frühzeitig abgewertet worden, so daß sich Aufwertungserwartungen hätten bilden können, die die Nettoverzinsung für Ausländer wieder verbessert hätten.

Noch entscheidender als die Leistungsbilanzentwicklung war für den starken Kapitalabfluß die äußerst scharfe monetäre Restriktionspolitik der USA und Großbritanniens. Die massiven Zinserhöhungen in diesen Ländern zogen im Jahr 1980 Kapital in erheblichem Umfang vom deutschen Markt ab, vor allem im langfristigen Bereich. Die Auslandsverschuldung des Bundes in Höhe von 20 Mrd. reichte gerade aus, um die Kapitalabflüsse im privaten Bereich zu kompensieren (1). Erst die Anhebung des Zinsniveaus im Frühjahr 1981 führte schließlich dazu, daß per saldo die privaten langfristigen Kapitalbewegungen seit Juni 1981 wieder mit einem Nettokapitalimport abschließen.

Daß die Bundesbank den internationalen Zinsanstieg nicht ignorieren konnte, steht außer Zweifel. Allerdings hätte sie die inländischen Zinsen nicht auf einem stabilitätspolitisch unvertretbar hohem Niveau fixieren müssen (2). Eine alternative Strategie wäre gewesen: Die Bundesbank gibt ihr Ziel, das Leistungsbilanzdefizit durch Kapitalimporte zu finanzieren, auf und überläßt den Leistungsbilanzausgleich dem flexiblen Wechselkurssystem. Sie bemüht sich statt dessen um den Ausgleich der Kapitalverkehrsbilanz, indem sie die Zinsen solange erhöht, bis der private Kapitalabfluß zum Erliegen kommt. Der Zinsanstieg kann sich wegen der weniger anspruchsvollen Aufgabe, die Kapitalbilanz zum Ausgleich zu bringen, in bescheidenerem Rahmen abspielen.

Eine Verschuldung des Staates im Ausland ist zwar nicht unbedingt erforderlich, um die Kapitalbilanz auszugleichen; sie kann aber den zum Ausgleich notwendigen Zinsanstieg im Inland begrenzen. Die Bundesbank kann weiterhin privates Kapital ab-

---

1 Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Mai 1981, S.27

2 Vgl. Cassel, D./Thieme, H.J., Gehen unsere Währungsreserven zu Ende?, a.a.O., S.132



fließen lassen, muß aber dafür sorgen, daß das Volumen des privaten Kapitalexports sich in Größenordnungen hält, die der Bund im Ausland noch beschaffen kann. Für den Staat als Schuldner ist diese Variante günstiger als eine gleich hohe ILV. Sorgt die Bundesbank für einen Zinsanstieg im Inland, um privates Kapital zu attrahieren; steigt auch die Zinsbelastung des Staates, wenn er seine Nettokreditaufnahme des Vorjahres aufrechterhalten will. Nimmt er statt dessen Gelder im Ausland auf, so muß er zwar auch höhere Zinsen anbieten, um gegen die gestiegenen Dollar- und Pfund-Renditen bestehen zu können, die Konditionen sind aber relativ günstiger als im Inland, da - wie bereits in Kapitel 3 erläutert - die ausländischen Gläubiger die öffentliche Hand als Schuldner vorziehen. Die ALV ist also sowohl für private Kreditnehmer als auch für den Staat vorteilhaft. Der Staat verschuldet sich billiger im Ausland als die Privaten und den Privaten stehen billigere Inlandskredite zur Verfügung, weil die Bundesbank den Inlandszins in geringerem Umfang anheben muß, um die Kapitalbilanz zum Ausgleich zu bringen.

Die Bedenken der Bundesbank gegen die staatliche ALV, daß private Kapitalimporte eher einer produktiven Verwendung zufließen, während die staatliche ALV die konsumtive Verwendung begünstigt (1), können zwar isoliert gesehen richtig sein, obwohl auch der Staat gehalten ist, nur investive Ausgaben mit Krediten zu finanzieren. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht treffen die Vermutungen der Bundesbank nicht zu. Wenn, wie hier unterstellt, das Defizit des Staates weitgehend konstant bleibt, verringert sich im Umfang der ALV die Beanspruchung der inländischen Kreditmärkte, und den privaten Investoren stehen zusätzliche Mittel am Inlandsmarkt zur Verfügung. Da der Ausgleich der Kapitalbilanz mittels ALV eine weniger restriktive Geldpolitik erfordert, wird die private Investitionstätigkeit sogar relativ gefördert (2).

Insgesamt zeigt sich, daß die ALV durchaus geeignet ist, zum Abbau von Ungleichgewichten in der Kapitalbilanz beizutragen. Es dürfte gesamtwirtschaftlich vorteilhafter sein, abfließendes privates Kapital durch staatliche Kapitalimporte zu kompensieren als durch Zinssteigerungen im Inland zu halten, wenn der Staat sich im Ausland vergleichsweise günstiger verschulden kann als im Inland. Überhaupt dürfte die ALV in den letzten Jahren dem Staat selbst wohl die größten Vorteile gebracht haben. Hätte er nicht einen Teil seines Kreditbedarfs im Ausland, sondern am Inlandsmarkt gedeckt, wären seine Zinsbelastungen mit großer Wahrscheinlichkeit höher ausgefallen.

- 
- 1 Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Mai 1981, S.25
  - 2 Vgl. Härtel, H.H., Kreditstopp für den Staat?, a.a.O., S.264





## ZUSAMMENFASSUNG DER UNTERSUCHUNGSERGEBNISSE

Ausgehend von der zunehmenden quantitativen Bedeutung der Verschuldung des Bundes im Ausland in den letzten Jahren sollte in dieser Arbeit versucht werden, die Wirkungen der ALV zu analysieren. Das Schwergewicht lag auf den fiskalischen und gesamtwirtschaftlichen Effekten im Inland; die Auswirkungen auf die ausländischen Gläubigerstaaten wurden weitgehend ausgeklammert.

Dem Bund als Schuldner bringt die ALV vor allem fiskalische Vorteile. Die Konditionen sind im Vergleich zu einer entsprechenden Inlandsverschuldung in der Regel etwas günstiger. Dies ist darauf zurückzuführen, daß die ausländischen Anleger das Ausfallrisiko für Forderungen gegen die öffentliche Hand eindeutig niedriger einschätzen als vergleichbare Angebote der privaten Geschäftsbanken. Die direkte Verschuldung, die zustandekommt, wenn der Staat unmittelbar auf den internationalen Kreditmärkten als Nachfrager auftritt, hat gegenüber der indirekten Verschuldung, die über das inländische Bankensystem läuft, vor allem in wettbewerbspolitischer Hinsicht Vorzüge. Durch die Hinzuziehung neuer Marktpartner kann der Wettbewerb am Kapitalmarkt verbessert werden.

Da davon ausgegangen wurde, daß der Staat die im Ausland aufgenommenen Gelder im Inland verausgabt, erhöht die ALV das Angebot am Devisenmarkt und führt zu einer Aufwertung der DM. Die Aufwertung der heimischen Währung beeinflusst unmittelbar den Güter- und Kapitalverkehr mit dem Ausland und mittelbar auch Volkseinkommen, Beschäftigung und Preisniveau im Inland. Theoretische Grundlage für diesen Teil der Untersuchung bildete der asset-market-approach, der eine Synthese verschiedener partialanalytischer Ansätze darstellt. Aufbauend auf dem Elastizitätsansatz wird gezeigt, daß kurzfristig eine anomale Leistungsbilanzreaktion zu erwarten ist und erst mittel- bis langfristig ein Leistungsbilanzdefizit zustandekommt, das die zusätzlichen, aus der ALV herrührenden Devisen aufnimmt. Solange die Leistungsbilanz anomal reagiert und das durch den Kapitalimport bedingte zusätzliche Devisenangebot nicht aufnehmen kann bzw. noch erhöht, sorgen kurzfristige Kapitalexporte für die Stabilität des Devisenmarktes.

Die inländische Wirtschaft wird einmal durch die Veränderung des Leistungsbilanzsaldos und zum anderen durch die unterstellte Staatsausgabenerhöhung beeinflusst. Beide Effekte sind zwar einander entgegengerichtet, kompensieren sich jedoch wegen unterschiedlicher Anpassungszeiten erst zu einem späteren Zeitpunkt. Kurzfristig überwiegt der expansive Effekt der Staatsausgabenerhöhung, der sich vergleichsweise schneller durchsetzt. Die sich daraus ergebenden Sekundärwirkungen werden mit Hilfe des Absorptionsansatzes abgeleitet. Dabei zeigt sich, daß die ALV die konjunkturelle Situation im Inland nur geringfügig verändert. Zur Überwindung einer Rezession ist

der Einsatz der ALV daher ungeeignet. Vorteile werden eher in einer vollbeschäftigten Wirtschaft sichtbar. Der Staat kann beispielsweise mit Hilfe der ALV eine Erhöhung seines Anteils am Sozialprodukt durchsetzen, ohne die Stabilität der Wirtschaft zu gefährden oder die private Investitionstätigkeit zurückzudrängen.

Die konjunkturellen Wirkungen der Zins- und Tilgungsleistungen ans Ausland setzen sich aus den Übertragungen und den Aufbringungseffekten zusammen. Die Übertragung ans Ausland erfordert Devisen und hat deshalb eine Abwertung der DM zur Folge, die mittel- und langfristig eine Aktivierung der Leistungsbilanz nach sich zieht. Dem damit einhergehenden Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage stehen die Entzugseffekte entgegen, die in Abhängigkeit von der Aufbringungsform die inländische Nachfrage mehr oder weniger stark zurückdrängen. Mit Ausnahme einer staatlichen Ausgabenreduzierung wird der Anstieg der Auslandsnachfrage durch den Kaufkraftentzug in der Aufbringungsphase nicht in vollem Umfang aufgewogen.

Von den Zins- und Tilgungszahlungen gehen somit in der Regel schwach expansive Impulse auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage aus. Denkbar wäre es, die im Vergleich zu einer Tilgung von Inlandsschulden völlig entgegengesetzte Wirkungsweise der Auslandsschuldentilgung im Rahmen der Schuldenstrukturpolitik nutzbar zu machen, doch dürfte der Bund wegen der mit einer solchen Politik verbundenen Wechselkursvariationen auf den Widerstand der Bundesbank stoßen.

Um den besonderen Umständen, unter denen die gegenwärtige ALV stattfindet, gerecht zu werden, wurden die in den vorangegangenen Kapiteln geltenden Prämissen im 7. Kapitel modifiziert. In der Ausgangssituation liegt bereits ein Leistungsbilanzdefizit vor, das durch staatliche Kapitalimporte finanziert werden soll. Die im Ausland aufgenommenen Kredite dienen der Rückführung der staatlichen Inlandsverschuldung. Soweit die ALV nur in bescheidenem Umfang vorgenommen wird und in erster Linie der Verstetigung der Wechselkursentwicklung dient, gehen von ihr sowohl für Beschäftigung als auch für das Preisniveau stabilisierende Effekte aus. Geht sie über den zur Verstetigung notwendigen Umfang hinaus, werden expansive Impulse, die sich bei freier Kursbildung durchgesetzt hätten, blockiert. Aus beschäftigungspolitischer Sicht ist die derzeit von Bund und Bundesbank praktizierte Leistungsbilanzfinanzierung zumindest problematisch. Es drängt sich der Verdacht auf, daß durch diese Art der Leistungsbilanzfinanzierung notwendige Anpassungen hinausgeschoben werden. Die Bedeutung der Verstetigungspolitik für das Preisniveau und das Anlageverhalten in- und ausländischer Vermögensbesitzer wird möglicherweise überschätzt. Es wird vielfach übersehen, daß eine massive Wechselkursabwertung Aufwertungserwartungen schafft und dadurch Kapital anlockt. In einem günstigeren Licht erscheint die ALV, wenn es darum geht, die Kapitalbilanz zum Ausgleich zu bringen. Wegen der im Vergleich zu privaten Kreditnehmern besseren Bonität des Bundes im Aus-

land ist es möglicherweise günstiger, abfließendes Kapital durch staatliche Kapitalimporte zu ersetzen als durch massive Zinserhöhungen im Inland zu halten oder durch private Kapitalimporte zu kompensieren.



## LITERATURVERZEICHNIS

## I. Bücher und Zeitschriftenaufsätze

- ADEBAHR, H., Direktinvestitionen. Eine Problemskizze, Berlin 1981
- ADEBAHR, H., Währungstheorie und Währungspolitik, Berlin 1978
- ALEXANDER, S.S., Effects of a Devaluation: A simplified Synthesis of Elasticities and Absorption Approaches, in: American Economic Review, Band 19, 1959
- ALEXANDER, S.S., Wirkungen einer Abwertung auf die Handelsbilanz, dt. Übersetzung, in: Theorie der internationalen Wirtschaftsbeziehungen, hrsg. von Klaus Rose, Köln-Berlin 1965
- ALIBER, R.Z., The Integration of National Financial Markets: A Review of Theory and Findings, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Band 64, 1977
- ANDEL, H., Zur These von den unsozialen Verteilungswirkungen öffentlicher Schulden, in: Public Finance, Band 24, 1969
- ANDEL, N., Probleme der Staatsschuldentilgung, Berlin 1964
- ARNDT, S.W., International Short-Term Capital Movements: A Distributed Lag Model of Speculation and Foreign Exchange, in: Econometrica, Vol. 36, 1968
- ARTUS, J.R., Methods of Assessing the Long-Run Equilibrium Value of an Exchange Rate, in: Journal of International Economics, Vol. 8, 1978
- BÄHRE, I.L., Dringend vonnöten: Transparenz und Information, in: Wirtschaftsdienst, Heft 1, 1979
- BENDER, D., Abwertung und gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht, Berlin 1972
- BLÜMLE, G., Wirtschaftskreislauf, Beschäftigung und Inflation, Freiburg 1979
- BOECK, K./GEHRMANN, K., Die DM als internationale Reservewährung, Hamburg 1974
- CASSEL, D./THIEME, H.J., Gehen unsere Währungsreserven zu Ende?, in: Wirtschaftsdienst, Heft 3, 1981
- CLARK, P.B., The Effects of Recent Exchange Rate Changes on the US Trade Balance, in: The Effects of Exchange Rate Adjustments ed. by Clark, P.B. et.al., Washington 1974
- DICKERTMANN, D./HÄBERLE, L., Finanzierung durch Auslandsverschuldung?, in: Wirtschaftsdienst, Heft 7, 1979
- DIEHL, W., Die zählebigige Kuponsteuer, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 3, 1979
- DILL, C.M., Staatliche Schuldscheindarlehen, Berlin 1981



- DORNBUSCH, R., Exchange Rate Expectations and Monetary Policy, in: Journal of International Economics, Band 6, 1976
- DORNBUSCH, R., The Theory of Flexible Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Policy, in: The Economics of Exchange Rates, ed. by J.A. Frenkel/H.G.Johnson, London-Amsterdam-Sydney etc 1978
- DUWENDAG, D. u.a., Geldtheorie und Geldpolitik, Köln 1977
- EWINGMANN, D., Die Flexibilität öffentlicher Ausgaben, Göttingen 1975
- FILC, W., Die marktmäßige Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits, in: Wirtschaftsdienst, Heft 6, 1981
- FILC, W., Spekulation und Zinsarbitrage, Berlin 1975
- FRENKEL, J.A./JOHNSON, H.G., The Monetary Approach to the Balance of Payments, Toronto 1975
- GANDENBERGER, O., Öffentlicher Kredit und Einkommensverteilung, in: Finanzarchiv, NF Band 29, 1970
- GANDENBERGER, O., Theorie der öffentlichen Verschuldung, in: Handbuch der Finanzwissenschaft, Band 3, 3.Auflage, Tübingen 1981
- GEHRMANN, D., Bedeutung und Probleme der Zahlungsbilanzfinanzierung für die Euro-Finanzmärkte, in: Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, 23. Jg., Tübingen 1978
- GLASTETTER, W., Flexibilität der Wechselkurse als Allheilmittel, in: Außenwirtschaft, Heft 2, 1976
- GLESKE, L., Devisenbewegungen und Kapitalmärkte, in: Der Dollar und der Kapitalmarkt, hrsg. von G.Bruns/K.Häuser, Frankfurt/Main 1980
- GUTACHTEN zur Schuldenstrukturpolitik des Staates, erstattet vom Wissenschaftlichen Beirat beim BMF, Bonn 1979
- GUTOWSKI, A., Leistungsbilanzdefizit - kein Grund zur Panik, in: Wirtschaftsdienst, Heft 5, 1980
- HÄRTEL, H.H., Kreditstopp für den Staat?, in: Wirtschaftsdienst, Heft 6, 1981
- HARBERGER, A.C., Currency Depreciation, Income and the Balance of Trade, in: Journal of Political Economy, Band 58, 1950
- HAUSER, H.J., Verteilungswirkungen der Staatsverschuldung, Frankfurt/Main, Bern, Las Vegas 1979
- HUME, D., Nationalökonomische Abhandlungen, deutsch von H. Niedermüller, Leipzig 1877, teilweise wieder abgedruckt in: Das Staatsschuldenproblem, hrsg. von K.Diehl/P.Mombert, Frankfurt-Berlin-Wien 1980
- INGRAM, J.C., Expectations and Floating Exchange Rates, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Band 114, 1979

- JAHRESGUTACHTEN des Sachverständigenrates "Wachstum und Währung", Stuttgart-Mainz 1978/79
- JAKOB, K.D., Wechselkurs und Leistungsbilanz, New York-Berlin 1972
- JUNZ, H.B./RHOMBERG, R.R., Price Competitiveness in Export Trade among Industrial Countries, in: American Economic Review, Vol.63, 1973
- KATH, D., Zinspolitik: Macht und Ohnmacht, in: Wirtschaftswoche Nr. 9 vom 26.2.1982
- KERN, H., Monetäre Wirkungen der Staatsverschuldung, Berlin 1981
- KERN, M., Funktionen und Anlageformen von Währungsreserven der Zentralbank bei festen Wechselkursen, Diss.Freiburg 1976
- KLEINWEFERS, K., Theorie und Politik der Abwertung, Basel-Tübingen 1969
- KLOTEN, N., Die D-Mark als internationale Anlage- und Reservewährung - Folgen für den Kapitalmarkt aus notenbankpolitischer Sicht, in: Die Deutsche Mark als internationale Anlage- und Reservewährung, hrsg. von G.Bruns/K.Häuser, Frankfurt/Main 1981
- KOCH, W.A.S./SCHÄFER, W., Zinstheoretische Aspekte des Debt Management in einer offenen Wirtschaft, in: Kredit und Kapital, Band 9, 1976
- KONRAD, A., Zahlungsbilanztheorie und Zahlungsbilanzpolitik, München 1979
- KONRAD, A., Zielkonflikte nach innen und nach außen, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 1975
- KOTTE, D.J., Wirkungen zwischenstaatlicher Finanztransfers in der EG auf Konjunktur und Zahlungsbilanz, Frankfurt/Main 1980
- KOURI, P.J.K./PORTER, M., International Capital Flows and Portfolio Equilibrium, in: Journal of Political Economy, Vol. 82, 1974
- KRÜMMEL, J., Perspektiven des Wertpapiergeschäfts, in: Kredit und Kapital, Band 11, 1978
- KRUSE, A., Internationaler Kredit- und Kapitalverkehr und der Ausgleich der Zahlungsbilanz, in: Internationale Währungs- und Finanzpolitik, hrsg. von W.Meinhold, Berlin 1961
- LAURSEN, S./METZLER, L.A., Flexible Exchange Rates and the Theory of Employment, in: Review of Economics and Statistics, Band 32, 1950
- LEHMENT, H., Internationale Aspekte der Staatsverschuldung, in: Probleme der Staatsverschuldung, Beihefte der Konjunkturpolitik, Heft 27, Berlin 1980

- LINDBECK, A., Approaches to Exchange Rate Analysis - an Introduction, in: Flexible Exchange Rates and Stabilization Policy, ed. by Herin, u.a., London 1977
- MACHLUP, F., Der Außenwert des Dollar, Tübingen 1974
- MACHLUP, F., Relative Prices and Aggregate Spending in the Analysis of Devaluation, in: American Economic Review, Band 45, 1955
- MACHLUP, F., Die Theorie des Devisenmarktes, in: Theorie der internationalen Wirtschaftsbeziehungen, hrsg. von K.Rose, Köln-Berlin 1965
- MACKSCHEIDT, K./STEINHAUSEN, J., Finanzpolitik, Grundfragen fiskalpolitischer Lenkung, Tübingen 1973
- MELVIN, J.R., Capital Flows and Employment under Flexible Exchange Rates, in: Canadian Journal of Economics, Band 1, 1968
- MEYER, F.W., Wechselkurse, in: HdSW, Band 11
- NEUMANN, M.J.M., Konterkarierende Kapitalbewegungen, in: Kredit und Kapital, Heft 3, 1978
- NEUMANN, M., Theoretische Aspekte der DM als internationale Anlage- und Reservewährung, in: Die Deutsche Mark als internationale Anlage- und Reservewährung, hrsg. von G.Bruns/K.Häuser, Frankfurt/Main 1981
- OBERHAUSER, A., Gewinnorientierte Einkommenspolitik und Staatsverschuldung, in: H.Haller (Hrsg.), Theorie und Praxis des finanzpolitischen Interventionismus, Tübingen 1970
- OBERHAUSER, A., Stabilitätspolitik bei steigender Staatsquote, Göttingen 1975
- OBERHAUSER, A., Liquiditätstheorie des Geldes als Gegenkonzept zum Monetarismus, in: Kredit und Kapital, 1977
- OBERHAUSER, A., Die Bedeutung des Verteilungsmechanismus für Geldtheorie und Geldpolitik. Dargestellt am Beispiel der Staatsverschuldung. Erscheint demnächst in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik
- OHR, R., Internationale Interdependenz nationaler Geld- und Gütermärkte bei flexiblen Wechselkursen, Hamburg 1980
- O.V., Auslandskredite: Schelte von der Bundesbank, in: Wirtschaftsdienst, Heft 5, 1981
- O.V., Zahlungsbilanzorientierte Geldpolitik verschärft Rezession, in: DIW-Wochenbericht, Nr. 7, 1981
- PENNER, R.G., The Inflow of Long-Term Capital and the Canadian Business Cycle 1950 - 1960, in: Canadian Journal of Economics and Political Science, Vol.28, 1962
- PREISER, E., Kapitalexport und Vollbeschäftigung, in: Theorie der internationalen Wirtschaftsbeziehungen, hrsg. von K.Rose, Köln-Berlin 1965

- RABICH, H., Refinanzierungsentscheidungen und Refinanzierungsquellen deutscher Banken unter besonderer Berücksichtigung des Eurogeldmarktes, Diss. Würzburg 1972
- RETTIG, R./VOGGENREITER, D., Makroökonomische Theorie, Tübingen 1977
- RHEIN, W.v., Währungsrisiko bei Anleihen in ausländischer Währung, in: Der langfristige Kredit, Heft 23/24, 1978
- RICHEBÄCHER, K., Überforderte Wechselkurspolitik, Tübingen 1974
- RICHTER, R./SCHLIEPER, U./FRIEDMANN, W., Makroökonomik, 2.Auflage, Berlin-Heidelberg-New York 1975
- ROLLER, W., Plazierungsverfahren sind bereits effizient, in: Der langfristige Kredit, Heft 9, 1979
- ROSE, K., Der monetäre Ansatz in der Zahlungsbilanztheorie, in: Jahrbücher für Sozialwissenschaft, Band 28, 1977
- ROSE, K., Theorie der Außenwirtschaft, 7.Auflage, München 1978
- ROSE, K., Wechselkurs, in: HdWW, Band 8, 1980
- SAUERNHEIMER, K.H., Internationale Kapitalbewegungen, flexible Wechselkurse und gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht, Hamburg 1980
- SCHARRER, H.E. u.a., Währungsrisiko und Währungsverhalten deutscher Unternehmer im Außenhandel, Hamburg 1978
- SCHARRER, H.E., Die Währungsstruktur im Welthandel, in: Wirtschaftsdienst, Heft 9, 1978
- SCHNEIDER, E., Zahlungsbilanz und Wechselkurs, Tübingen 1978
- SCHRÖDER, J., Transfertheorie, in: HdWW, Band 8, 1980
- SCHRÖDER, W., Geldpolitik unter veränderten weltwirtschaftlichen Bedingungen, in: Wirtschaftsdienst, Heft 12, 1981
- SCHULMANN, H., Die deutsche Mark als internationale Anlage- und Reservewährung - Folgen für den Kapitalmarkt: Finanzpolitische Überlegungen, in: Die Deutsche Mark als internationale Anlage- und Reservewährung, hrsg. von G.Bruns/K.Häuser, Frankfurt/Main 1981
- SEIPP, W., Der Dollar und der Kapitalmarkt aus der Sicht einer Deutschen Bank, in: Der Dollar und der Kapitalmarkt, hrsg. von G.Bruns/K.Häuser, Frankfurt/Main 1980
- SIEBER, H., Der flottierende Schweizer Franken, Zürich 1978
- SOHMEN, E., Wechselkurs und Währungsordnung, Tübingen 1973
- STEINHERR, A., Economic Policy in an Open Economy under Alternative Exchange Rate Systems: Effectiveness and Stability in the Short and Long Run, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Band 111, 1975

- STRUENSEE, v., Abhandlungen über wichtige Gegenstände der Staatswirtschaft, Berlin 1800. Kapitel 4 wieder abgedruckt in: Das Staatsschuldenproblem, hrsg. von K.Diehl/P.Mombert, Frankfurt-Berlin-Wien 1980
- STÜTZEL, W., Volkswirtschaftliche Saldenmechanik, 2.Auflage, Tübingen 1978
- SVINDLAND, E., Auslandsverschuldung als Mittel der Wechselkurspolitik, in: DIW-Vierteljahreshefte, Heft 2, 1978
- THORMÄHLEN, Th., Kreditaufnahme des Staates im Ausland, in: WSI-Mitteilungen, Heft 1, 1981
- TICHY, G., Die Folgen von Wechselkursänderungen - was haben wir gelernt?, in: Empirische Wirtschaftsforschung und monetäre Ökonomik, hrsg. von W.Clement/K.Socher, Berlin 1979
- VANEK, J., Internationalen Trade, Theory and Economic Policy, Homewood 1962
- VÖLLING, J., Auslandsverschuldung des Staates - Analyse der Möglichkeiten und Grenzen, in: Staatsverschuldung kontrovers, hrsg. von D.B.Simmert/K.D.Wagner, Köln 1981
- WALTHER, H., Öffentliche Verschuldung und Crowding-Out-Effekte, in: Öffentliche Verschuldung, hrsg. von E.Nowotny, Stuttgart-New York 1979
- WANGENHEIM, E.v., Die Wirkungen zwischenstaatlichen Kapitalverkehrs auf Wechselkurse und Zahlungsbilanz, Berlin 1968
- N.WHITMAN, M.v., Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payments, in: Brooking Papers on Economic Activity, Vol. 3, 1975
- N.WHITMAN, M.v., The Payments Adjustment Process and the Exchange Rate Regime: What have we learned?, in: American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol.65, 1975
- WILD, C., Wechselkurs und Gütermarkt, Frankfurt/Main 1980
- WÜGLER, H., Impressionen zur Problematik der Wechselkurspolitik bei flexiblen Wechselkursen - insbesondere gewonnen am Fall Schweiz, in: Internationale Anpassungsprozesse, hrsg. von A.Woll, Berlin 1981, Schriften des Vereins für Socialpolitik, NF Band 114

## II. Sonstiges

- BMF-Finanznachrichten vom 4.12.1980 und vom 12.6.1981
- Bundestagsdrucksache 8/4399 vom 14.7.1980
- Geschäftsberichte der Deutschen Bundesbank, Jahrgang 1979 und 1980
- Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Jahrgänge 1978 bis 1982
- Statistisches Bundesamt, Schulden der öffentlichen Haushalte, Fachserie 14, Reihe 5
- Verhandlungen des Deutschen Bundestages, 7.Wahlperiode, 199. Sitzung vom 5.11.1975
- "An Ölländer Obligationen ausgeben", Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 19.3.1980
- "Auslandsfähige DM-Schuldscheine über die Schweiz", Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 13.5.1980, S.16
- "Bonn holt sich Milliarden bei den Saudis", Der Spiegel vom 24.3.1980, S.135
- "Bonn nimmt Kredit in Washington auf", Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 10.4.1980, S.13
- "Bonn pumpt in der Schweiz", Handelsblatt vom 10.6.1976, S.1
- "Den Rahm noch nicht abgeschöpft", Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 6.3.1982, S.13
- "Vorratsfinanzierung für 1982 beim Bund schon angelaufen", Badische Zeitung vom 10.12.1981, S.10
- "Warten auf das Frühjahr", Wirtschaftswoche vom 20.11.1981, S.8





## FINANZWISSENSCHAFTLICHE SCHRIFTEN

- Band 1 Werner Steden: Finanzpolitik und Einkommensverteilung. Ein Wachstums- und Konjunkturmodell der Bundesrepublik Deutschland. 1979.
- Band 2 Rainer Hagemann: Kommunale Finanzplanung im föderativen Staat. 1976.
- Band 3 Klaus Scherer: Maßstäbe zur Beurteilung von konjunkturellen Wirkungen des öffentlichen Haushalts. 1977.
- Band 4 Brita Steinbach: „Formula Flexibility“ - Kritische Analyse und Vergleich mit diskretionärer Konjunkturpolitik. 1977.
- Band 5 Hans-Georg Petersen: Personelle Einkommensbesteuerung und Inflation. Eine theoretisch-empirische Analyse der Lohn- und veranlagten Einkommensteuer in der Bundesrepublik Deutschland. 1977.
- Band 6 Friedemann Tetsch: Raumwirkungen des Finanzsystems der Bundesrepublik Deutschland. Eine Untersuchung der Auswirkungen der Finanzreform von 1969 auf die Einnahmenposition der untergeordneten Gebietskörperschaften und ihrer regionalpolitischen Zieladäquanz. 1978.
- Band 7 Wilhelm Pfähler: Normative Theorie der fiskalischen Besteuerung. Ein methodologischer und theoretischer Beitrag zur Integration der normativen Besteuerungstheorie in der Wohlfahrtstheorie. 1978.
- Band 8 Wolfgang Wiegard: Optimale Schattenpreise und Produktionsprogramme für öffentliche Unternehmen. Second-Best-Modelle im finanzwirtschaftlichen Staatsbereich. 1978.
- Band 9 Hans P. Fischer: Die Finanzierung des Umweltschutzes im Rahmen einer rationalen Umweltpolitik. 1978.
- Band 10 Rainer Paulenz: Der Einsatz finanzpolitischer Instrumente in der Forschungs- und Entwicklungspolitik. 1978.
- Band 11 Hans-Joachim Hauser: Verteilungswirkungen der Staatsverschuldung. Eine kreislauftheoretische Inzidenzbetrachtung. 1979.
- Band 12 Gunnar Schwarting: Kommunale Investitionen. Theoretische und empirische Untersuchungen der Bestimmungsgründe kommunaler Investitionstätigkeit in Nordrhein-Westfalen 1965-1972. 1979.
- Band 13 Hans-Joachim Conrad: Stadt-Umland-Wanderung und Finanzwirtschaft der Kernstädte. Amerikanische Erfahrungen, grundsätzliche Zusammenhänge und eine Fallstudie für das Ballungsgebiet Frankfurt am Main. 1980.
- Band 14 Cay Folkers: Vermögensverteilung und staatliche Aktivität. Zur Theorie distributiver Prozesse im Interventionsstaat. 1981.
- Band 15 Helmut Fischer: US-amerikanische Exportförderung durch die DISC-Gesetzgebung. 1981.
- Band 16 Günter Ott: Einkommensumverteilungen in der gesetzlichen Krankenversicherung. Eine quantitative Analyse. 1981.
- Band 17 Johann Hermann von Oehsen: Optimale Besteuerung. (*Optimal Taxation*). 1982.
- Band 18 Richard Kössler: Sozialversicherungsprinzip und Staatszuschüsse in der gesetzlichen Rentenversicherung. 1982.
- Band 19 Hinrich Steffen: Zum Handlungs- und Entscheidungsspielraum der kommunalen Investitionspolitik in der Bundesrepublik Deutschland. 1983.
- Band 20 Manfred Scheuer: Wirkungen einer Auslandsverschuldung des Staates bei flexiblen Wechselkursen. 1983.
- Band 21 Christian Schiller: Staatsausgaben und crowding-out-Effekte. Zur Effizienz einer Finanzpolitik keynesianischer Provenienz. 1983.

Folkers, Cay

## VERMÖGENSVERTEILUNG UND STAATLICHE AKTIVITÄT

Zur Theorie distributiver Prozesse im Interventionsstaat

Frankfurt/M., Bern, 1981. VIII, 380 S.  
Finanzwissenschaftliche Schriften. Bd. 14  
ISBN 3-8204-6191-4

br. sFr. 49.–

Die Untersuchung hat das Ziel, eine theoretische Analyse der Funktionen und Bestimmungsgründe der Vermögensverteilung unter besonderer Berücksichtigung der Beziehungen zu den ökonomischen Aktivitäten des Staates zu entwerfen. Sie will zu einer Neuformulierung von Konzepten und Systemzusammenhängen der Vermögensverteilung beitragen, um eine fundierte Beurteilung verteilungspolitischer Massnahmen des Staates bezüglich des Vermögens zu ermöglichen.

Aus dem Inhalt: U.a. Die Vermögensfunktionen – Die langfristige Inzidenz vermögenspolitischer Massnahmen – Die private Vermögensverteilung aus neoklassischer und nekeynesianischer Sicht – Machtfunktion und Vermögensverteilung – Die Vermögensverteilung zwischen ökonomischen Abhängigkeiten und staatlichem Eingriff – Private Vermögensverteilung und öffentliches Vermögen.

Ott, Günter

## EINKOMMENSUMVERTEILUNGEN IN DER GESETZLICHEN KRANKENVERSICHERUNG

Eine quantitative Analyse

Frankfurt/M., Bern, 1981. 254 S.  
Finanzwissenschaftliche Schriften. Bd. 16  
ISBN 3-8204-6959-1

br. sFr. 57.–

In der gesetzlichen Krankenversicherung (GKV) bestehen so vielfältige Umverteilungswirkungen wie sonst bei keinem anderen System unserer sozialen Sicherung. Ihre Grössenordnungen sind allerdings weitgehend unbekannt. Diese zu quantifizieren ist das Hauptziel der Analyse. Darüber hinaus wird untersucht, inwieweit die GKV von ihrer verteilungspolitischen Konzeption her überhaupt in der Lage ist, konsistente Umverteilungsprozesse zu vollziehen. Hiervon ausgehend werden abschliessend Möglichkeiten der Reform geprüft.

Aus dem Inhalt: Analyse zeitpunktbezogener Umverteilungswirkungen – Grössenordnungen lebenszeitbezogener Umverteilungen – Analyse der verteilungspolitischen Konzeption der gesetzlichen Krankenversicherung – Möglichkeiten der Reform.

**Verlag Peter Lang · Bern und Frankfurt am Main**

Auslieferung: Verlag Peter Lang AG, Jupiterstr. 15, CH-3000 Bern 15  
Telefon (0041/31) 32 11 22, Telex verlch 32 420



Manfred Scheuer - 978-3-631-75252-4

Downloaded from PubFactory at 01/11/2019 06:41:09AM

via free access



