

Auslandsvermögen und Kapitalertragsbilanz der Bundesrepublik

Von Otmar Issing, Nürnberg

Die Analyse der Deutschen Bundesbank über die Entwicklung der Kapitalertragsbilanz der Bundesrepublik in den Jahren 1961 - 1970 hat beträchtliches Aufsehen erregt. Schließlich zeigen die Zahlen für die letzten Jahre einen Wandel in der Richtung an, daß sich die für die Bundesrepublik vergleichsweise ungünstige Situation auf diesem Sektor der Außenwirtschaft allmählich zu bessern scheint. Zwei Merkmale charakterisieren die von der Bundesbank untersuchte Periode:

1. Gerade auf dem Gebiet des internationalen Kapitalverkehrs bzw. der Kapitalertragsbilanz kann man eine wachsende internationale Verflechtung der Bundesrepublik registrieren. Diese Tatsache läßt sich beispielsweise an folgenden Zahlen erkennen: 1961 beliefen sich die Einnahmen der Bundesrepublik aus Kapitalerträgen auf knapp 1 Mrd. DM und machten damit rund 8 % der gesamten Einnahmen im Dienstleistungsverkehr aus; 1970 hatten die Kapitalertragseinnahmen 5 Mrd. DM überschritten, ihr Anteil an den Einnahmen im Dienstleistungsverkehr war auf 17 % gestiegen. Die absoluten Werte für die Kapitalertragsausgaben sind in der gleichen Zeit von 2,2 Mrd. DM auf 6,1 Mrd. DM angewachsen¹.

2. Die Passivierungstendenz in der Kapitalertragsbilanz wurde in der Mitte dieser Zehnjahresperiode unterbrochen; seitdem ergibt sich eine stetige Verbesserung des Verhältnisses der Kapitalertragseinnahmen zu den -ausgaben für die Bundesrepublik. Während der Passivsaldo in der Bilanz der Kapitalerträge von 1,2 Mrd. DM 1961 auf 1,8 Mrd. DM im Jahre 1965 anstieg und damit seinen Maximalwert in der Nachkriegszeit erreichte, sind seitdem die Kapitalertragseinnahmen wesentlich schneller gestiegen als die -ausgaben. Entsprechend hat sich das Defizit der Kapitalertragsbilanz auf 356 Mill. DM 1969 und etwas über 1 Mrd. DM 1970 verringert².

¹ Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, März 1971, Die Kapitalertragsbilanz der Bundesrepublik im Außenwirtschaftsverkehr, S. 11.

I. Nettoauslandsvermögen und Saldo der Kapitalertragsbilanz

1. Die Daten für die Bundesrepublik

Würde man sich nur auf die Feststellung dieser Tendenz beschränken — was man der Deutschen Bundesbank nicht vorwerfen kann —, käme man allerdings zu einer ungerechtfertigt positiven Beurteilung der Situation für die Bundesrepublik auf dem Sektor der internationalen Kapitalverflechtung und der Kapitalertragsbilanz. Zur Erhärtung dieser These soll zunächst ganz global die Änderung der Nettovermögensposition der Bundesrepublik seit 1950 der Entwicklung der Kapitalertragsbilanz gegenübergestellt werden.

Die Vermögensposition einer Volkswirtschaft gegenüber dem Ausland verändert sich jeweils in Höhe des Saldos der Bilanz der laufenden Posten. Übertrifft der Überschuß der Leistungsbilanz evtl. Netto-Übertragungen an das Ausland, so steigt das Netto-Auslandsvermögen einer Volkswirtschaft in Höhe dieses Betrages; die Differenz zwischen den Forderungen an das Ausland und den Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland steigt in Höhe des Saldos der Bilanz der laufenden Posten.

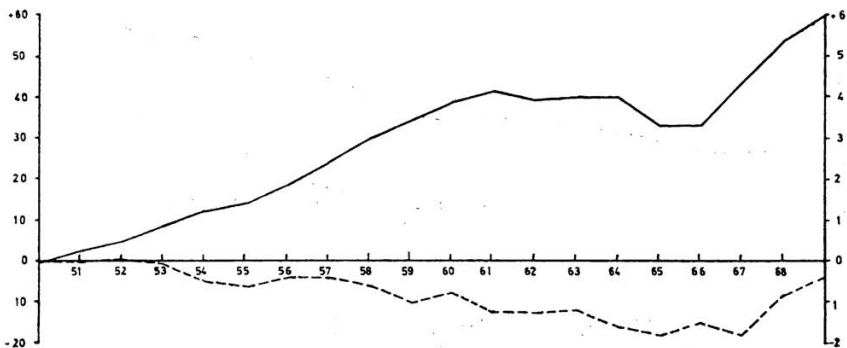
Eine gewisse Modifikation ergibt sich im Falle eines Anstiegs der monetären Goldbestände. Während etwa eine Zunahme der Devisenguthaben der Notenbank wie jede andere Form des Kapitalexports auch als Zunahme der Forderungen an das Ausland zu betrachten ist, bleibt eine derartige Einordnung der Zunahme bei den Goldreserven der Notenbank zunächst umstritten. Der Goldbestand der Notenbank verkörpert schließlich keine Forderung an ein bestimmtes Land oder eine internationale Institution, wie dies bei allen Formen des Kapitalexports der Fall ist. Andererseits gehören die monetären Goldbestände zur Währungsreserve; sie können daher auch jederzeit zur Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten eingesetzt werden. Gegenüber den Devisenguthaben bietet die Goldreserve wegen des fehlenden Kursrisikos sogar gewisse Vorteile. Das gilt allerdings nicht für Änderungen der Parität gegenüber dem US-Dollar, solange die feste Relation Dollar — Gold unverändert bleibt. Insoweit weist die „Goldanlage“ gegenüber der Dollarhaltung keine Vorteile auf, während gleichzeitig der Entgang von Zinsen als Nachteil anzusehen ist.

² Ebenda, S. 13. Die Bundesbank weist darauf hin, daß durch die Verschiebung der terms of payment vor der DM-Aufwertung im Herbst 1969 zugunsten der Bundesrepublik der Passivsaldo in diesem Jahr gegenüber einer „periodengerechten Abgrenzung“ zu niedrig, der für 1970 dagegen vergleichsweise zu hoch ausfällt.

Eine Gleichbehandlung der Goldreserve mit den sonstigen Auslandsforderungen einer Volkswirtschaft scheint um so mehr angebracht, als diese Goldbestände faktisch jederzeit, etwa über den IMF, in ausländische Währung und damit in Forderungen an ein bestimmtes Land eingetauscht werden können. Der einzige Unterschied zu den Devisenguthaben der Notenbank besteht in diesem Zusammenhang also darin, daß die Goldreserven im heutigen internationalen Währungssystem nicht Forderungen gegen ein bestimmtes Land oder eine internationale Institution darstellen, sondern ökonomisch gesehen Forderungen gegen die Gesamtheit der anderen Länder sind, zumindest soweit sie dem IMF angehören.

Für die Periode 1950 - 1969 weist die Bundesrepublik einen kumulativen Aktivsaldo der Bilanz der laufenden Posten in Höhe von 59,8 Mrd. DM auf. Mit anderen Worten: Das *Nettoauslandsvermögen* der Bundesrepublik ist während dieser zwanzig Jahre um diesen Betrag gestiegen. Nun sollte man vermuten, daß sich der Überschuß im Anstieg der Auslandsforderungen über die Auslandsverbindlichkeiten in einer entsprechenden Verbesserung der Kapitalertragsbilanz der Bundesrepublik ausgewirkt hätte.

Abbildung 1
Nettoauslandsvermögen und Saldo der
Kapitalertragsbilanz für die BRD 1950 - 1969



— kumulierter Saldo der Bilanz der laufenden Posten der BRD

---- Saldo der Kapitalertragsbilanz der BRD.

Werte jeweils in Mrd. DM. Die linke Skala bezieht sich auf den Saldo der Bilanz der laufenden Posten, die rechte auf den Saldo der Kapitalertragsbilanz.

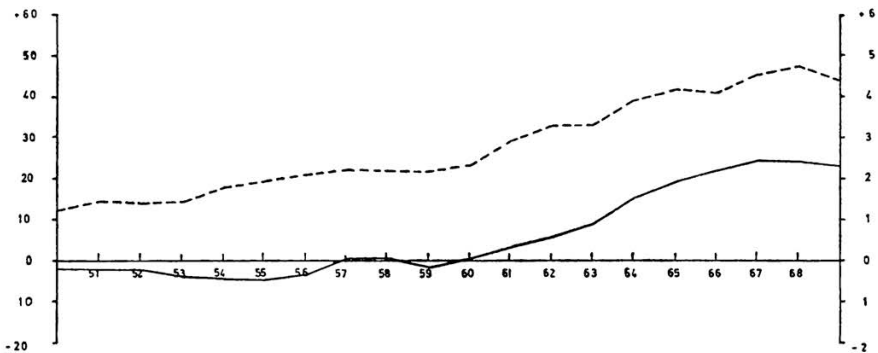
Quelle: Zahlen für die Bilanz der laufenden Posten aus: Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, Oktober 1970, S. 66*; Zahlen für Kapitalerträge 1950 - 1959 aus: Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, Juni 1961, S. 37; Zahlen für Kapitalerträge 1960 bis 1969 aus: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte zu den Monatsberichten, Reihe 3: Zahlungsbilanzstatistik, Oktober 1970, S. 6.

Bereits ein oberflächlicher Blick auf Abb. 1 genügt, um diese Vorstellung zu widerlegen. Die BRD hatte lediglich in vier Jahren einen Passivsaldo in den laufenden Posten aufzuweisen³. In allen übrigen Jahren wies die Bilanz der laufenden Posten einen Aktivsaldo auf, teilweise in erheblichem Umfang. Obwohl sich nun insgesamt während dieser zwanzig Jahre die Netto-Vermögensposition der BRD gegenüber dem Ausland erheblich verbessert hat, setzte sich die Passivierungstendenz der Bilanz der Kapitalerträge ziemlich stetig bis 1965 fort. Bis zu diesem Jahr verhalten sich der Saldo der Bilanz der laufenden Posten und der Saldo der Kapitalertragsbilanz fast durchweg gegenläufig! Erst ab 1967 haben sich die beiden Salden „erwartungsgemäß“ in die gleiche Richtung entwickelt.

2. Zum Vergleich: Die Vereinigten Staaten

Hält man dieser überraschenden Feststellung für die BRD die entsprechenden Zahlen für die Vereinigten Staaten, bezogen auf die gleiche Periode entgegen, wird das ungewöhnliche Ergebnis noch deutlicher.

Abbildung 2
Nettoauslandsvermögen und Saldo der
Kapitalertragsbilanz für die USA 1950 - 1969



— kumulierter Saldo der Bilanz der laufenden Posten der USA.

--- Saldo der Kapitalertragsbilanz der USA.

Werte jeweils in Mrd. US-Dollar. Die linke Skala bezieht sich auf den Saldo der Bilanz der laufenden Posten, die rechte auf den Saldo der Kapitalertragsbilanz.

Quelle: US-Department of Commerce, Survey of Current Business, June 1970, S. 6.

³ Der Passivsaldo der Bilanz der laufenden Posten betrug:

1950	407 Mill. DM
1962	1 941 Mill. DM
1964	27 Mill. DM
1965	6 766 Mill. DM.

Die USA wiesen in der ersten Hälfte der fünfziger Jahre mit Ausnahme des Jahres 1952 stets ein Defizit in der Bilanz der laufenden Posten auf, das kumuliert von 1951 bis 1955 einen Gesamtbetrag von rund 4,6 Mrd. US-Dollar erreichte. Die Überschüsse in den beiden folgenden Jahren wurden abgelöst durch eine beinahe ausgeglichene Bilanz 1958 und ein Defizit von über 2 Mrd. US-Dollar 1959. Der kumulierte Passivsaldo beträgt für die erste Zehnjahresperiode etwa 1,5 Mrd. US-Dollar. In den sechziger Jahren bleiben mit Ausnahme von 1968/69 durchweg Überschüsse in der Bilanz der laufenden Posten zu registrieren. Für die Gesamtperiode 1950 - 1969 ergibt sich daher ein Aktivsaldo von etwas mehr als 23 Mrd. US-Dollar.

Die Bilanz der Kapitalerträge hat sich im großen und ganzen gleichläufig verhalten. Allerdings kann man auch hier für die erste Hälfte eine unterschiedliche Entwicklung feststellen. Während sich für die Fünfziger Jahre ein kumulierter Passivsaldo in der Bilanz der laufenden Posten ergibt, steigt der Aktivsaldo der Kapitalertragsbilanz von 1,3 Mrd. US-Dollar 1950 auf 2,2 Mrd. US-Dollar im Jahre 1959. Trotz Verschlechterung der Netto-Auslandsposition stiegen die Kapitalertragseinnahmen der USA also wesentlich schneller als die -ausgaben. Nach 1960 kann man eine stetig parallele Entwicklung der beiden Zeitreihen registrieren. Für die Jahre 1960 - 1967 beläuft sich der kumulierte Aktivsaldo der Bilanz der laufenden Posten auf rund 22,8 Mrd. US-Dollar, der Überschuß in der Kapitalertragsbilanz steigt in der gleichen Zeit von knapp 2,3 auf etwas über 4,5 Mrd. US-Dollar. Die Passivierung in der Bilanz der laufenden Posten 1968/69 wirkt sich erst 1969 in einer Verringerung des Aktivsaldos der Kapitalertragsbilanz auf rund 4,4 Mrd. US-Dollar aus.

II. Der Einfluß von Sonderfaktoren

Im Vergleich der beiden Länder erhalten wir somit ein Bild, wie es kontroverser kaum sein könnte. Während sich in der BRD über den weitaus größten Teil der Gesamtperiode hinweg die Bilanz der Kapitalerträge trotz hoher Aktivsalden in der Bilanz der laufenden Posten erheblich verschlechtert, bleibt die Passivierung der Bilanz der laufenden Posten in den USA ohne Einfluß auf den Kapitalertragsbilanzsaldo; ganz im Gegenteil, die Einnahmen aus Kapitalerträgen steigen schneller als die Ausgaben; im weiteren Verlauf stellt sich die a priori zu erwartende Gleichläufigkeit heraus.

Es erscheint daher interessant zu untersuchen, worauf diese für die BRD so ungünstige Entwicklung zurückzuführen ist. Auf die Bilanz der laufenden Posten und ihre „Kehrseite“, die Kapitalbilanz einschließlich Veränderung der Währungsreserven wirken ebenso wie auf die Kapitalertragsbilanz eine Vielzahl von in- und ausländischen Faktoren ein. Es kann sich daher hier nur darum handeln, einige der wichtigsten Ursachen für diese unterschiedliche Entwicklung in beiden Ländern herauszufinden; dabei soll das Schwergewicht in erster Linie in der Erklärung der Vorgänge für die BRD liegen, die Verhältnisse in den USA werden nur dort berücksichtigt, wo sich besonders signifikante Differenzen zeigen.

1. Probleme der statistischen Erfassung

Vorweg soll auf gewisse Mängel der statistischen Erfassung der Kapitalertragseinnahmen und -ausgaben hingewiesen werden. Die Deutsche Bundesbank hat in ihren Veröffentlichungen verschiedentlich betont, daß diese Mängel per Saldo zu einer Unterbewertung der Einnahmen aus Kapitalerträgen in der Zahlungsbilanzstatistik der BRD führen⁴.

Schwierigkeiten der Erfassung bereiten in erster Linie die Kapitalertragseinnahmen aus Direktinvestitionen. In aller Regel werden solche Kapitalerträge nur gemeldet, wenn sie ins Inland transferiert werden⁵; werden Gewinne jedoch den offenen oder stillen Reserven unmittelbar zugeführt, ist eine statistische Erfassung so gut wie ausgeschlossen. Diese Mängel führen dazu, daß die Einnahmen aus Direktinvestitionen und gleichzeitig die Direktinvestitionen zu niedrig ausgewiesen werden.

Eine weitere Lücke auf der Aktivseite der Kapitalertragsbilanz entsteht durch die ungenügende Erfassung der Zinseinnahmen aus Handelskrediten, die dem Ausland gewährt wurden. Vor allem bei langfristigen Zahlungszielen enthält der Warenpreis einen entsprechenden Zinsanteil. Die Differenz zwischen dem in der amtlichen Außenhandelsstatistik zugrundegelegten Grenzübergangswert für den Export, der dann nicht gleich dem Rechnungspreis ist, und dem tatsächlich gezahlten Preis wirkt sich in diesem Fall überwiegend in einer Aktivierung des „Restpostens“ der Zahlungsbilanz aus. Da die Bundesrepublik seit langem über Einräumung langfristiger Zahlungsziele in erheblichem Umfang als Kapitalgeber auftritt, ergibt sich aus der mangelhaften statistischen Erfassung ein „übertriebener“ Passivsaldo der Kapitalertragsbilanz. Die Bundesbank schätzt

⁴ Zum folgenden siehe z. B.: Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, März 1971, S. 17 f.

⁵ Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht für das Jahr 1969, S. 89.

den (in der Kapitalertragsbilanz nicht erfaßten) Einnahmeüberschuß aus Zinsen für solche längerfristigen Handelskredite für die letzten 5 Jahre auf 300 bis 500 Mill. DM jährlich⁶.

Allerdings gibt es auch einen Faktor, der das Bild zugunsten der Bundesrepublik verfälscht. So enthält die Position „Restposten“ der Zahlungsbilanz zwar auch statistische Fehler und nichterfaßte Transaktionen, die eigentlich in die Bilanz der laufenden Posten einzubeziehen wären, doch schlagen sich hier nicht zuletzt die Veränderungen der terms of payment nieder. Die Bundesrepublik hat nun gerade in den sechziger Jahren mit Ausnahme des Jahres 1963 in den „Restposten“ einen Aktivsaldo aufzuweisen, allein im Jahre 1970 von knapp 9,7 Mrd. DM. Dieser Aktivsaldo verkörpert zum weit überwiegenden Teil einen kurzfristigen Kapitalimport der BRD. Einem Nettokapitalexport bei den längerfristigen Handelskrediten steht somit fast durchweg ein erheblicher Nettokapitalimport bei den kurzfristigen Handelskrediten gegenüber. Die hieraus resultierenden Zinszahlungen an das Ausland sind ebenfalls nicht erfaßt.

Per Saldo dürften diese Faktoren zu einer nicht unerheblichen Verzerrung des Bildes der Kapitalertragsbilanz der Bundesrepublik beitragen⁷. Allerdings erhielten die entsprechenden Positionen erst relativ spät größere Bedeutung. Bis weit in die sechziger Jahre hinein kann man wohl diese Mängel der statistischen Erfassung bei der Suche nach den Ursachen für die ungewöhnliche Entwicklung der Bilanz der laufenden Posten und der Kapitalertragsbilanz weitgehend vernachlässigen.

2. *Sondereinflüsse der Nachkriegszeit*

Der verlorene Krieg mit allen daraus resultierenden Folgen wirtschaftlicher Natur beeinflusst das Verhältnis der Kapitalbilanz (und damit der Bilanz der laufenden Posten) zu den Kapitaleinnahmen bzw. -ausgaben in zweierlei Weise.

⁶ Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, März 1971, S. 18.

⁷ Die Bundesbank kommt in ihrem Monatsbericht März 1971, S. 18, bei Abwägung dieser Faktoren zu dem Schluß, eine vollständige Erfassung aller Einnahmen und Ausgaben aus Kapitalerträgen hätte vermutlich 1970 statt eines Defizits zu einem geringfügigen Überschuß in der Kapitalertragsbilanz geführt. Da die statistisch erfaßte Kapitalertragsbilanz in diesem Jahr bei Einnahmen von gut 5 Mrd. DM und Ausgaben von gut 6 Mrd. DM einen Passivsaldo von etwas mehr als 1 Mrd. DM aufweist, handelt es sich hier gegenwärtig um beträchtliche Größenordnungen.

a) Das Londoner Schuldenabkommen

Im Jahre 1953 wurde im sog. Londoner Schuldenabkommen die Höhe der deutschen Vorkriegsschulden und der Verpflichtungen der BRD aus der Nachkriegswirtschaftshilfe fixiert. Von den insgesamt 5,5 Mrd. DM Vorkriegsverbindlichkeiten entfielen 3,4 Mrd. DM auf öffentliche, der Rest auf private Schuldner. Die Verpflichtungen der BRD aus der Nachkriegswirtschaftshilfe wurden auf insgesamt 6,7 Mrd. DM festgelegt⁸.

Während man bei den Zahlungen der BRD für die Vorkriegsschulden in etwa von einer „marktgerechten“ Zinshöhe ausgehen kann, trifft dies für die Leistungen im Rahmen der Nachkriegswirtschaftshilfe nicht zu. Für den weitaus größten Posten von 1 Mrd. US-Dollar wurde eine Verzinsung ab 1. Januar 1953 in Höhe von 2,5 % fixiert. Die Verzinsung der Schuld von rund 200 Mill. US-Dollar aus dem sog. STEG-Abkommen überlassen von Überschußgütern durch die USA) wurde mit $2\frac{3}{8}$ % vereinbart. Die Tilgungen auf diese Schuld machten gerade in den Fünfziger Jahren einen erheblichen Teil des langfristigen Nettokapitalexports der BRD aus; die „Entlastung“ in der Kapitalertragsbilanz fiel dagegen wegen der niedrigen Verzinsung nur relativ bescheiden aus. Die vorzeitige, beschleunigte Rückzahlung war daher aus dieser Sicht ökonomisch unvorteilhaft.

b) „Altersunterschiede“ bei Auslandsschulden und Auslandsvermögen

Mit dem Ende des Zweiten Weltkrieges war das deutsche Auslandsvermögen so gut wie völlig verloren. Andererseits blieb das Vermögen des Auslandes im späteren Gebiet der BRD weitgehend erhalten, wenngleich die meisten Industrieanlagen durch Kriegseinwirkungen in beträchtlichem Umfang zerstört waren. Nicht zuletzt infolge der bald einsetzenden Neuinvestitionen erlangte dieser Vermögensbesitz des Auslandes aber sehr schnell wieder seine Rentabilität und warf in den folgenden Jahren beträchtliche Gewinne ab. So haben inländische Unternehmen in der Zeit von 1961 - 1970 an ausländische Anteilseigner Gewinnanteile in Höhe von insgesamt 20,5 Mrd. DM gezahlt, das sind fast 3 Mrd. DM

⁸ Siehe hierzu: Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht für das Jahr 1953, S. 94 ff.; Geschäftsbericht für das Jahr 1954, S. 91 f., sowie: Monatsberichte, Mai 1959, Die deutschen Auslandsschulden unter dem Londoner Abkommen, S. 3 ff.

mehr, als das Ausland während dieser Zeit in neuen Beteiligungen in der BRD investiert hat⁹.

Dieser erheblichen Belastung in der Kapitalertragsbilanz stehen auf der Einnahmenseite zunächst kaum nennenswerte Erträge gegenüber. In den fünfziger Jahren blieb der deutsche Erwerb von Beteiligungen im Ausland recht bescheiden; der später einsetzende relativ starke Anstieg der deutschen Direktinvestitionen im Ausland als wichtigster Posten der Anlagen in ausländischen Beteiligungen konnte sich naturgemäß erst allmählich in einer Erhöhung der Gewinneinnahmen niederschlagen; mit einer solchen zeitlichen Verzögerung ist vor allem dort zu rechnen, wo es sich um den Neuaufbau ausländischer Tochterunternehmen handelt. Hinzu kommt — wie schon erwähnt — eine Schlagseite in der statistischen Erfassung der Einnahmen und Ausgaben zuungunsten der Kapitalertrags-einnahmen in der Kapitalertragsbilanz der BRD.

Somit kann es keinem Zweifel unterliegen, daß sich dieser „Altersunterschied“ zwischen den ausländischen Investitionen im Inland und den deutschen Investitionen im Ausland in der Kapitalertragsbilanz ungünstig bemerkbar macht und gleichzeitig das Verhältnis des Saldos der laufenden Posten zum Saldo der Kapitalertragsbilanz verzerren muß. Das gleiche gilt auch für die oben angeführten Tilgungen und Zinszahlungen im Rahmen der Verpflichtungen aus der Nachkriegswirtschaftshilfe. Insgesamt dürften aber die als „Kriegs- und Nachkriegsfolgen“ zu apostrophierenden Einflußfaktoren zusammen mit den Mängeln der statistischen Erfassung in keiner Weise ausreichen, die zu Beginn dargestellte Diskrepanz vollständig zu erklären.

III. Strukturelle Faktoren

1. Die globale Struktur des Netto-Auslandsvermögens der Bundesrepublik und der Vereinigten Staaten

Zur Erklärung der Diskrepanz in der Entwicklung des (kumulierten) Saldos der Bilanz der laufenden Posten und des Saldos der Kapitalertragsbilanz müssen daher andere Faktoren herangezogen werden. Als aufschlußreich erweist sich dabei schon die Untersuchung der globalen Struktur des Erwerbs von Netto-Auslandsvermögen durch die BRD seit 1950¹⁰.

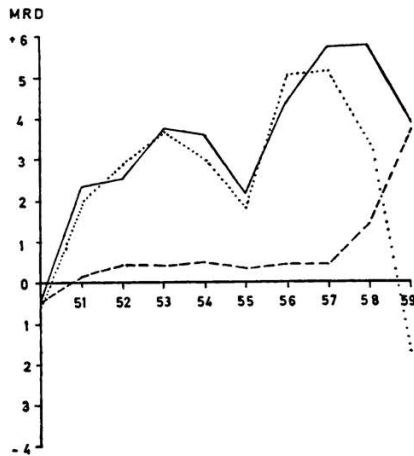
⁹ Siehe: Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, März 1971, S. 16 f.

a) Die Jahre 1950 - 1959

Am Anfang dieses Artikels wurde von der Überlegung ausgegangen, daß eine Volkswirtschaft Netto-Auslandsvermögen jeweils in Höhe des Saldos der Bilanz der laufenden Posten bildet. Dieser Saldo muß jeweils der Summe der Salden der übrigen Teilbilanzen der Gesamtzahlungsbilanz mit umgekehrten Vorzeichen entsprechen. Nimmt man den Saldo der Bilanz des langfristigen Kapitalverkehrs und den Saldo der Devisenbilanz heraus und stellt diesen Jahreswerten den jährlichen Saldo der Bilanz der laufenden Posten gegenüber, so ergibt sich für die BRD in der Periode 1950 - 1959 folgendes Bild.

Abbildung 3

Saldo der Bilanz der laufenden Posten, Saldo des langfristigen Kapitalverkehrs und Saldo der Devisenbilanz für die BRD 1950 - 1959



— Saldo der Bilanz der laufenden Posten.
 --- Saldo des langfristigen Kapitalverkehrs (Kapitalexport: +).
 Saldo der Devisenbilanz (Überschuß: +).

Werte jeweils in Mrd. DM.

Quelle: Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, Oktober 1970, S. 66*.

Ein erster Blick läßt bereits erkennen, daß der aus den ab 1951 ständig gegebenen Aktivsalden der Bilanz der laufenden Posten resultierende

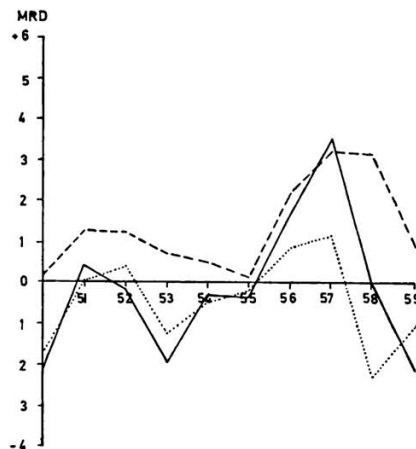
¹⁰ Zu weiteren Untersuchungen über die Struktur des Kapitalverkehrs der BRD seit 1950 siehe: O. Issing, Strukturprobleme der Kapitalbilanz der Bundesrepublik in den Jahren 1950 - 1969, in: Festschrift für I. Esenwein-Rothe, herausgegeben von B. Hess, W. Krug, S. Maaß, W. Unger, Berlin 1971, S. 267 ff.

Spielraum fast völlig durch den langfristigen Netto-Kapitalexport und die Überschüsse in der Devisenbilanz ausgeschöpft wurde. In Zahlen ausgedrückt: Einem kumulierten Aktivsaldo der Bilanz der laufenden Posten in Höhe von knapp 34 Mrd. DM für diese 10 Jahre steht ein langfristiger Netto-Kapitalexport von rund 7,5 Mrd. DM und ein kumulierter Saldo der Devisenbilanz von gut 24,7 Mrd. DM gegenüber; der Rest in Höhe von rund 1,7 Mrd. DM entfällt auf einen kurzfristigen Netto-Kapitalexport von insgesamt 2,9 Mrd. DM, verringert um den summierten Aktivsaldo der Restposten in Höhe von knapp 1,3 Mrd. DM.

Der Erwerb von Netto-Auslandsvermögen hat sich in dieser Zeit also weitgehend auf den Aufbau der Währungsreserve beschränkt. Vom „verfügbaren“ Gesamtspielraum von knapp 34 Mrd. DM macht die Position Währungsreserve fast 73 % aus; unter Ausschluß des Jahres 1959, das durch Sondereinflüsse ein etwas verzerrtes Bild vermittelt, beträgt der Anteil der Währungsreserve am neu gebildeten Netto-Auslandsvermögen nicht weniger als rund 88 %!

Abbildung 4

Saldo der Bilanz der laufenden Posten, Saldo des langfristigen Kapitalverkehrs und Saldo der Devisenbilanz für die USA 1950 - 1959



- Saldo der Bilanz der laufenden Posten.
 ---- Saldo des langfristigen Kapitalverkehrs (Kapitalexport: +).
 Saldo der Devisenbilanz (Überschuß: +).

Werte jeweils in Mrd. US-Dollar.

Quelle: US-Department of Commerce, Survey of Current Business, June 1970, S. 6.

Nun handelt es sich bei der Position Währungsreserve sicher nicht um eine besonders rentable Form von Auslandsvermögen¹¹. An dieser Stelle soll vorerst die Feststellung genügen, daß hier eine ganz entscheidende Ursache für die Diskrepanz zwischen Zunahme des Auslandsvermögens und Kapitalertragsbilanz der BRD zu suchen ist. Ein Vergleich mit den USA macht dies wiederum besonders deutlich.

Einem geringen kumulierten Passivsaldo der Bilanz der laufenden Posten in Höhe von knapp 1,5 Mrd. US-Dollar steht hier eine Verminderung der Währungsreserve, in den USA also vor allem der Goldbestände, in Höhe von gut 4,5 Mrd. US-Dollar und ein langfristiger Netto-Kapitalexport von insgesamt knapp 13,5 Mrd. US-Dollar gegenüber. Aus der Sicht der Rentabilität des Auslandsvermögens könnte man daher sagen: Die USA haben die unrentable Anlageform „Währungsreserve“ stark abgebaut und „dafür“ rentierliches Auslandsvermögen erworben. Bei fast unveränderter Netto-Auslandsposition der USA mußte sich aus dieser „Umstrukturierung“ ein erheblicher Einfluß auf die Kapitalertragsbilanz zugunsten der USA ergeben.

b) 1960 - 1969

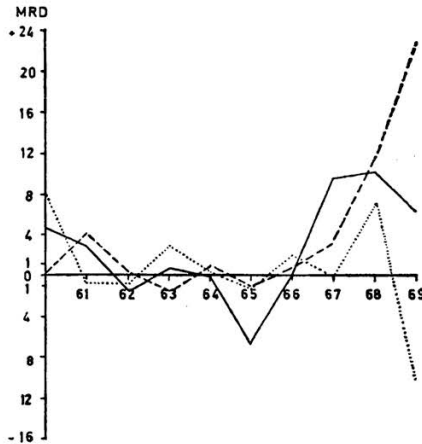
Ab 1960 bietet aber auch die Zahlungsbilanz der BRD in diesem Bereich ein differenzierteres Bild. Die Bilanz der laufenden Posten weist wechselnde Aktiv- und Passivsalden auf, die anderen Teilbilanzen verhalten sich ebenfalls wesentlich weniger stetig als in der vorangegangenen Zehnjahresperiode.

Aus dem Verlauf der Kurve des Saldos des langfristigen Kapitalverkehrs ergibt sich besonders deutlich, wie sehr die beiden Jahre 1968/69 aus dem Gesamtrahmen herausfallen. Von dem langfristigen Netto-Kapitalexport in Höhe von insgesamt 41,6 Mrd. DM in der Zeit von 1960 - 1969 entfallen über 82 % auf die beiden letzten Jahre; bezogen auf die Jahre 1950 - 1969 beträgt dieser Anteil immer noch über 70 %. An der Struktur des Netto-Auslandsvermögens der BRD hat sich unter Ausschluß dieser beiden Jahre wenig geändert. Auch von dem zusätzlichen „Spielraum“ infolge kurzfristiger Kapitalimporte, wie er in der Summe der kumulierten Aktivsalden der Bilanz des kurzfristigen Kapitalverkehrs und des Restpostens der Zahlungsbilanz in Höhe von insge-

¹¹ Das soll natürlich nicht heißen, der nach 1950 für die BRD gewiß vor-dringliche Aufbau einer Währungsreserve sei vorwiegend unter diesem Aspekt zu beurteilen. Siehe hierzu den Exkurs am Schluß.

Abbildung 5

Saldo der Bilanz der laufenden Posten, Saldo des langfristigen Kapitalverkehrs
und Saldo der Devisenbilanz für die BRD 1960 - 1969



Zur Legende siehe Abb. 3.

samt 22,5 Mrd. DM zum Ausdruck kommt, entfällt mit knapp 63 % der überwiegende Teil auf die Jahre 1968/69. Die kumulierten Salden der Devisenbilanz weisen mit knapp 6,8 Mrd. DM nur noch einen relativ geringen Wert für die zweite Dekade auf, doch wird auch hier das Bild durch den starken Devisenabstrom in Höhe von etwa 10,3 Mrd. DM im Jahre 1969 beeinflusst¹².

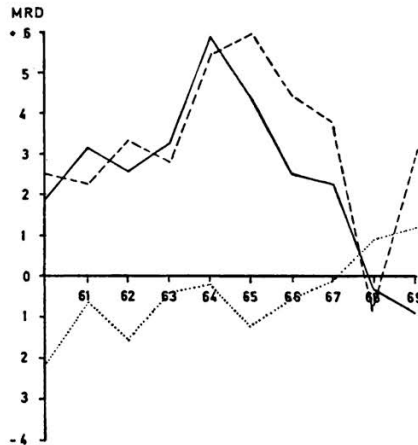
Zum Vergleich soll auch hier wiederum die Entwicklung der Zahlungsbilanz der USA in diesem Bereich herangezogen werden.

Mit Ausnahme der beiden Jahre 1968/69 weisen die USA hohe Überschüsse der Bilanz der laufenden Posten auf. Der Spielraum für den Erwerb von Netto-Auslandsvermögen in Höhe von gut 24,5 Mrd. US-Dollar für die gesamte Zehnjahresperiode wurde erheblich übertroffen durch den langfristigen Netto-Kapitalexport von insgesamt gut 32,9 Mrd. US-Dollar. Der Rest wurde finanziert durch einen kurzfristigen Kapitalimport, vermindert um den kumulierten Passivsaldo des Restpostens, im Werte von insgesamt knapp 3,8 Mrd. US-Dollar. Dazu kommt eine Abnahme der Währungsreserve von 4,6 Mrd. US-Dollar. Die stetige Zunahme des Überschusses in der Kapitalertragsbilanz kann angesichts dieser günstigen Struktur des Auslandsvermögens nicht überraschen.

¹² In diesen Zahlen, wie auch in Abb. 5, ist der Ausgleichsbedarf der Deutschen Bundesbank nach den beiden Aufwertungen der DM nicht berücksichtigt.

Abbildung 6

Saldo der Bilanz der laufenden Posten, Saldo der Bilanz des langfristigen Kapitalverkehrs und Saldo der Devisenbilanz für die USA 1960 - 1969



Zur Legende siehe Abb. 4.

2. Der Anteil der Währungsreserven am Netto-Auslandsvermögen der BRD

Wie in den Jahren 1968/69 steht die Zahlungsbilanz der BRD auch im Jahr 1970 unter einer Reihe von Sondereinflüssen. Während die Bilanz der laufenden Posten einen bescheidenen Aktivsaldo von gut 2,4 Mrd. DM aufweist, ergeben die Salden des kurzfristigen Kapitalverkehrs und der Restposten zusammen einen Überschuß von knapp 24 Mrd. DM. Dem „entspricht“ ein exorbitanter Passivsaldo (Zunahme der Währungsreserve) in der Devisenbilanz in Höhe von fast 22,7 Mrd. DM; der langfristige Netto-Kapitalexport ist auf etwas über 4,4 Mrd. DM nach dem „Rekordjahr“ 1969 zurückgefallen¹³.

Für die Zeit von 1950 - 1970 ergibt sich folgende Struktur des Netto-Auslandsvermögens der BRD: Der gesamte Erwerb von Netto-Auslandsvermögen gemäß dem kumulierten Saldo der Bilanz der laufenden Posten beträgt 62,2 Mrd. DM. Dieser „Spielraum“ wird erweitert durch einen Zufluß kurzfristigen Auslandskapitals von insgesamt 44,8 Mrd. DM und beläuft sich damit auf 107 Mrd. DM. Davon entfällt über die Hälfte, nämlich 54,2 Mrd. DM auf die Position Währungsreserve¹⁴. Etwas weni-

¹³ Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 3, Zahlungsbilanzstatistik, April 1971, Tabelle 1.

¹⁴ Wiederum ohne Berücksichtigung des Ausgleichsbedarfs der Bundesbank.

ger machen mit insgesamt 53,5 Mrd. DM die langfristigen Netto-Kapitalanlagen der BRD aus¹⁵. Daraus ergibt sich ganz deutlich, daß auch die Entwicklung nach 1960 zunächst wenig an der ungünstigen Struktur des deutschen Auslandsvermögens ändern konnte; das gilt im Prinzip auch dann, wenn man von den Sondereinflüssen seit 1968 absieht.

3. Öffentlicher und privater langfristiger Kapitalverkehr

Eine wichtige, wohl die entscheidende Ursache für die gegenläufige Entwicklung des Netto-Auslandsvermögens und der Kapitalertragsbilanz der BRD bis 1965 muß in diesem hohen Anteil der Position Währungsreserve gesehen werden; die gerade umgekehrte Entwicklung in den USA bestärkt diese These. Ein anderer, kaum weniger wichtiger Faktor tritt zutage, wenn man die Struktur des langfristigen Netto-Kapitalexports der beiden Länder nach öffentlichen und privaten Transaktionen unterscheidet.

Aus der Darstellung ist unmittelbar ersichtlich, daß die BRD über die ganze Periode hinweg langfristiger Netto-Kapitalexporteur nur bei den öffentlichen Transaktionen war, während im privaten Sektor gerade die sechziger Jahre zunächst erhebliche Kapitalimporte brachten; die Zeichnung macht weiter deutlich, wie sehr die Vorgänge 1968 und vor allem 1969 aus dem Rahmen fallen.

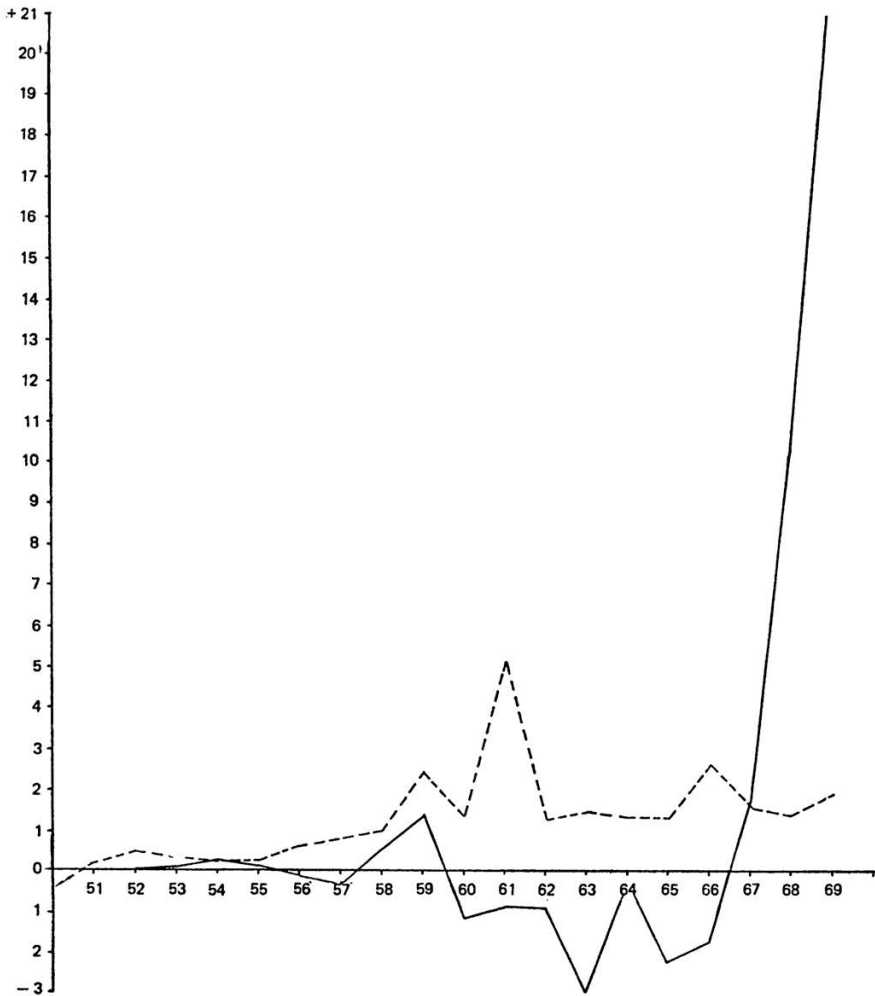
Der Vergleich mit der Entwicklung in den USA ist wiederum äußerst aufschlußreich.

Während die USA gemeinhin als das Land mit besonders hohen öffentlichen langfristigen Kapitalleistungen gelten, trifft diese Feststellung im Vergleich zur BRD hinsichtlich des Anteils der öffentlichen Transaktionen am gesamten Netto-Kapitalexport nicht zu. Interessant ist weiter die Tatsache, daß die Entwicklung 1968/69 in den USA gerade umgekehrt zur BRD verlief. In diesen Jahren hat die BRD die USA als größter Expporteur langfristigen privaten Kapitals abgelöst. Der Grund hierfür ist einmal in dem damals gegebenen Zinsgefälle zu suchen, andererseits aber auch in den Beschränkungen des Kapitalexports durch die Vereinigten Staaten. Die BRD ist zur Zeit das einzige in diesem Zusammenhang bedeutende Land, das den Kapitalexport keinerlei Beschränkungen unterwirft.

¹⁵ Die Differenz von 0,7 Mrd. DM in der Summe der beiden letzten Positionen gegenüber dem Gesamtspielraum von 107 Mrd. DM ist auf die Abrundung zurückzuführen.

Abbildung 7

**Saldo des langfristigen öffentlichen und privaten Kapitalverkehrs
der BRD in den Jahren 1950 - 1969**



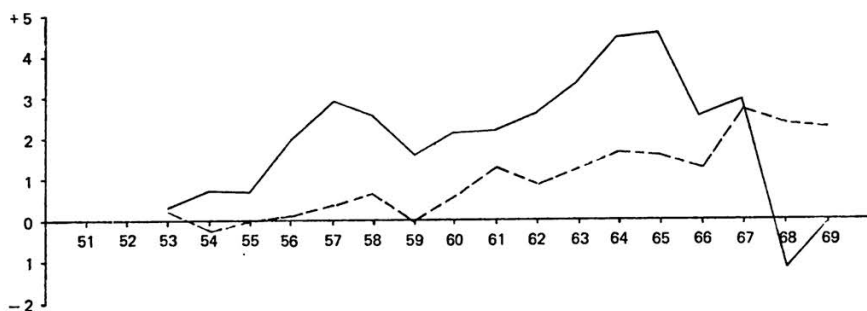
— Saldo des langfristigen privaten Kapitalverkehrs.
 --- Saldo des langfristigen öffentlichen Kapitalverkehrs.
 Kapitalexport: +.
 Kapitalimport: -.

Werte jeweils in Mrd. DM.

Quelle: Deutsche Bundesbank, Die Zahlungsbilanz der Bundesrepublik im Jahre 1969 nach Regionen, Beilage zu Statistische Beihefte zu den Monatsberichten, Reihe 3: Zahlungsbilanzstatistik, Juli 1970, S. 2 f.

Abbildung 8

Saldo des langfristigen öffentlichen und privaten Kapitalverkehrs der USA in den Jahren 1950 - 1969



— Saldo des langfristigen privaten Kapitalverkehrs.
 ---- Saldo des langfristigen öffentlichen Kapitalverkehrs.
 Kapitalexport: +.
 Kapitalimport: -.

Werte in Mrd. US-Dollar.

Quelle: Zahlen für die Jahre 1950 - 1962 aus: International Financial Statistics, Supplement to 1965/66 Issues, S. 276; Zahlen für die Jahre 1963 - 1969 aus: International Financial Statistics, Vol. XXIII, No 12, December 1970, S. 344; (Die Zahlen aus den Veröffentlichungen des I.F.S. weichen leicht von denen des US-Department of Commerce ab; die Tendenz wird hiervon jedoch nicht beeinflusst.)

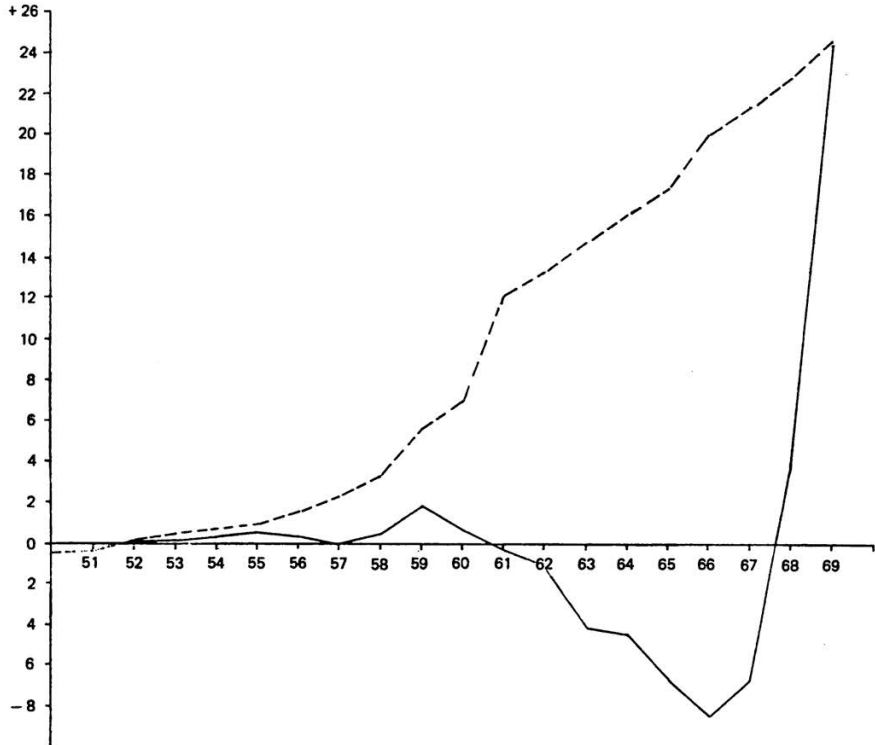
Addiert man die Jahressalden des langfristigen öffentlichen und privaten Kapitalverkehrs für diese Periode, so zeigt sich die unterschiedliche Entwicklung in beiden Ländern noch deutlicher.

Der hohe Anteil des langfristigen öffentlichen Kapitalexports am gesamten langfristigen Kapitalexport der BRD kann nun nicht ohne Einfluß auf die Kapitalertragsbilanz bleiben. Es wurde bereits darauf hingewiesen, daß die Tilgungsleistungen der Nachkriegswirtschaftshilfe die Kapitalertragsbilanz bei den Zahlungen an das Ausland nur unwesentlich entlasteten. Der überwiegende Teil des verbleibenden öffentlichen langfristigen Netto-Kapitalexports entfällt auf Leistungen im Rahmen der Entwicklungshilfe. Auch hier wird man eine vergleichsweise niedrige Verzinsung anzunehmen haben.

Als Fazit bleibt somit: Die BRD hat bis 1966 langfristiges Kapital in Formen importiert, die als hochverzinslich anzusehen sind und damit zu erheblichen Zahlungen an das Ausland führen. Andererseits hat die BRD bis zu diesem Zeitpunkt langfristiges Kapital in höchst unrentablen Anlageformen exportiert; der „Gewinn“ auf der Einnahmeseite der Kapitalertragsbilanz reichte daher trotz erheblicher Netto-Zuwächse an Aus-

Abbildung 9

Kumulierte Salden des langfristigen privaten und öffentlichen Kapitalverkehrs der BRD in den Jahren 1950 - 1969



— kumulierter Saldo des langfristigen privaten Kapitalverkehrs.
 ---- kumulierter Saldo des langfristigen öffentlichen Kapitalverkehrs.

Kapitalexport: +.

Kapitalimport: -.

Werte in Mrd. DM.

Quelle: s. Abb. 7.

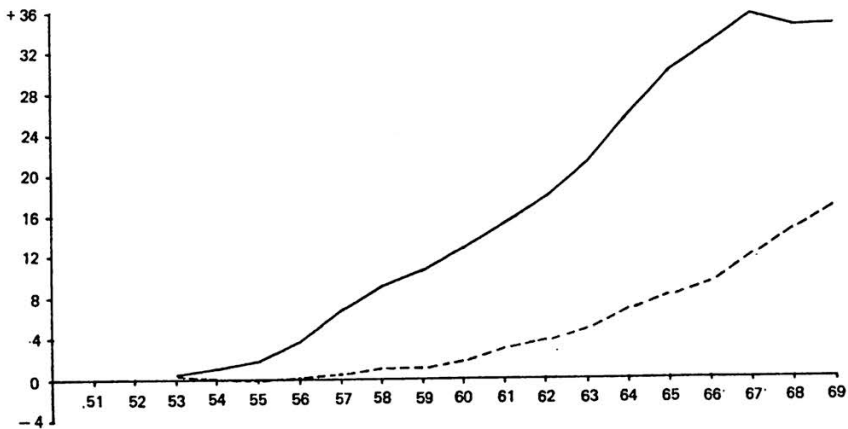
landsvermögen nicht aus, um die Passivierungstendenz der Kapitalertragsbilanz auch nur aufzuhalten¹⁶. Es ist daher auch nicht verwunderlich, daß

¹⁶ Unter dem Aspekt der Rentabilität des deutschen Auslandsvermögens muß man die Währungsreserven durchaus als langfristige Vermögensform ansehen. Die Devisenüberschüsse werden zwar, soweit sie nicht in Gold umgetauscht werden, kurz- bis höchstens mittelfristigen Anlageformen zugeführt; eine Verringerung der Währungsreserve, von den spekulativen Geldzuflüssen einmal abgesehen, könnte sich aber nur dann ergeben, wenn die BRD unter Berücksichtigung der Aufwertungen den internationalen Inflationsdurchschnitt anhaltend übertrifft.

die Kapitalertragsbilanz nach 1967 auf die veränderte Struktur der Kapitalbilanz sehr schnell und kräftig reagiert hat. Allerdings hat hierzu auch der starke internationale Zinsanstieg beigetragen, der nicht zuletzt auch zu einer beträchtlichen Erhöhung der „Rentabilität der Devisenreserve“ der Bundesbank beigetragen hat.

Abbildung 10

Kumulierte Salden des langfristigen privaten und öffentlichen Kapitalverkehrs der USA in den Jahren 1950 - 1969



— kumulierter Saldo des langfristigen privaten Kapitalverkehrs.
 ---- kumulierter Saldo des langfristigen öffentlichen Kapitalverkehrs.

Kapitalexport: +.

Kapitalimport: -.

Werte in Mrd. US-Dollar.

Quelle: s. Abb. 8.

4. Die Direktinvestitionen

Interessant ist in diesem Zusammenhang auch der für die BRD und die USA unterschiedliche Anteil der Direktinvestitionen an den gesamten langfristigen privaten Netto-Kapitalanlagen im Ausland.

Leider lassen sich hier die Transaktionen nur bis 1960 genau zurückverfolgen. Andererseits kann man davon ausgehen, daß die deutschen Direktinvestitionen im Ausland in den fünfziger Jahren äußerst bescheiden waren, während umgekehrt bereits ein kräftiger Zufluß ausländi-

schen Beteiligungskapitals in der BRD festzustellen war¹⁷. Die Bundesrepublik bleibt bis zum Jahr 1967 Netto-Importeur in diesem Teilbereich der Kapitalbilanz; erst danach übertreffen die deutschen Direktinvestitionen im Ausland die ausländischen Direktinvestitionen in der BRD, allerdings in rasch steigendem Ausmaß. (Der Passivsaldo ist von 106 Mill. DM im Jahre 1968 auf 1 480 Mill. DM 1970 gestiegen.) Für die Zehnjahresperiode 1960 - 1969 beträgt der Anteil der Direktinvestitionen an den langfristigen privaten Netto-Kapitalanlagen im Ausland für die USA 67,8 %, für die BRD aber nur 21,8 %. Auch hier zeigt sich also wiederum ein vergleichsweise ungünstiges Bild für die BRD.

IV. Der Einfluß des Wechselkurses auf die Struktur des Netto-Auslandsvermögens und die Kapitalertragsbilanz

Die dargestellte Entwicklung der Kapitaltransaktionen mit dem Ausland verlief seit dem Übergang zur Konvertibilität im wesentlichen „ungeplant“, sieht man von dem Erlaß des Kuponsteuergesetzes im Jahre 1965 ab. Die Ursachen für die Zahlungsbilanzentwicklung, gerade hinsichtlich der Struktur, sind daher im Kurs der Wirtschaftspolitik im In- und Ausland sowie in den jeweiligen Marktdaten zu suchen.

Neben einzelnen Sonderfaktoren, wie sie teilweise schon erwähnt wurden, stößt man aber vor allem auf das Problem des Wechselkurses der DM. Die Frage der DM-Parität spielt in verschiedener Hinsicht auch für das hier untersuchte Problem eine wichtige Rolle. Die beiden Hauptaspekte sollen im folgenden herausgestellt werden.

1. Folgen der Unterbewertung der D-Mark

Im allgemeinen bereitet es größte Schwierigkeiten, die Frage nach der „richtigen“ Parität einer Währung zu beantworten. Die BRD bildet allerdings insofern eine Ausnahme, als man immer wieder längere Phasen einer eindeutigen Unterbewertung der DM zur gegebenen Parität registrieren kann.

Eine derartig erhebliche Unterbewertung der eigenen Währung muß sich zwangsläufig in einem starken Anstieg der Währungsreserve bemerk-

¹⁷ Siehe hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, Mai 1965, Die Höhe des ausländischen Beteiligungskapitals, S. 51 ff., und Dezember 1965, Die deutschen Direktinvestitionen im Ausland, S. 19 ff. Dort finden sich auch Hinweise auf die Schwierigkeiten der statistischen Erfassung der „richtigen“ Werte.

bar machen. Das Jahr 1969 bildet hier eine Ausnahme; auf Grund verschiedener Zusammenhänge gelang es der BRD trotz immenser Exportüberschüsse, den langfristigen Kapitalexport in einem Umfang zu steigern, daß der Anstieg der Währungsreserve vor der Aufwertung abgebremst wurde und sich über das ganze Jahr hinweg sogar ein Aktivsaldo der Devisenbilanz einstellte.

Der Aufbau einer Währungsreserve war nach 1950 eine der vordringlichsten Aufgaben der Wirtschaftspolitik in der BRD. Ohne eine gewisse Unterbewertung der DM wäre dieses Ziel sicher nicht zu erreichen gewesen. Andererseits scheint es wenig sinnvoll, Währungsreserven über ein bestimmtes Maß hinaus anzuhäufen, ohne daß man den „Bedarf“ eines Landes an internationaler Liquidität objektiv exakt bestimmen könnte. Die obigen Ausführungen machen deutlich, daß allein der geringen Verzinsung der Devisenguthaben wegen einer Volkswirtschaft auf die Dauer erhebliche Verluste aus einem immer weitergehenden Anstieg der Währungsreserve erwachsen.

Nun ist es auf die Dauer so gut wie unmöglich, bei unverändertem Wechselkurs mit marktkonformen Mitteln die Struktur der Bildung von Auslandsvermögen zu beeinflussen. Werden Devisen an die Notenbank verkauft, heißt das, daß die privaten Wirtschaftssubjekte für diese Devisen keine rentable Verwendungsmöglichkeit, auch nicht in Form von Geldanlagen im Ausland, sehen. Über Maßnahmen der Swappolitik kann die Notenbank allenfalls kurzfristig einen Teil der Devisenreserve „privatisieren“, eine dauerhafte Umschichtung des Auslandsvermögens läßt sich dadurch nicht erzielen. Eine Orientierung der Zinspolitik allein an dieser Aufgabe dürfte ebenfalls nur in Ausnahmefällen Erfolg bringen, kann andererseits erhebliche unerwünschte Einflüsse auf die Binnenwirtschaft haben.

Hätte die BRD daher die Bildung einer derart ungünstigen Struktur des Auslandsvermögens vermeiden wollen, hätte sie sehr viel früher und vermutlich auch öfter aufwerten müssen. Gewiß gibt es noch gewichtigere Gründe, die dafür gesprochen hätten, doch wurde in der Vergangenheit gerade der hier angesprochene Aspekt so gut wie nie berücksichtigt.

Die Unterbewertung der DM hat sicher auch in erheblichem Umfang dazu beigetragen, die deutschen Direktinvestitionen im Ausland zu behindern; gleichzeitig wurde hierdurch der „Import“ ausländischer Direktinvestitionen künstlich stimuliert. Zwar sind die Relationen nicht mit dem „Ausverkauf“ der deutschen Wirtschaft im Zuge der Inflationszeit anfangs der Zwanziger Jahre zu vergleichen, doch geht die Tendenz währ-

rend der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg prinzipiell in die gleiche Richtung. Es gehört daher zweifellos zu den Kuriositäten der an solchen Erscheinungen nicht gerade armen Diskussion um die DM-Aufwertungen, daß die deutsche Industrie sich heftig gegen eine Änderung des Wechselkurses wehrte und beinahe im selben Atemzuge den geringen Stand der deutschen Direktinvestitionen im Ausland beklagte.

2. *Fester oder flexibler Wechselkurs?*

Auch zur Frage fester oder flexibler Wechselkurs liefert die Betrachtung der internationalen Kapitalbewegungen im Zusammenhang mit der Kapitalertragsbilanz einen interessanten Teilaspekt. Von den Gegnern flexibler Wechselkurse wird immer wieder auf die hohen zusätzlichen Kosten hingewiesen, die sich aus diesem System zwangsläufig ergeben müßten. Dieser zum größten Teil nicht stichhaltige Gesichtspunkt kann an dieser Stelle nicht weiter verfolgt werden. Es soll vielmehr an zwei konkreten Beispielen gezeigt werden, wie gerade ein fester Wechselkurs zu nicht unerheblichen volkswirtschaftlichen Verlusten führen kann.

a) Die Situation des Jahres 1963

Die BRD hatte im Jahre 1963 einen Import von langfristigem privaten Kapital in Höhe von fast 3 Mrd. DM zu verzeichnen. Ausländische Kapitalanleger wurden vor allem durch die hohe Rendite inländischer festverzinslicher Wertpapiere angelockt. So wurden etwa 40 % aller in diesem Jahr gegebenen öffentlichen Anleihen von Ausländern erworben¹⁸. Der Zusammenhang mit der Entwicklung der Kapitalertragsbilanz gerade in dieser Zeit wird aus der Frage der Bundesbank ersichtlich, ... „wie lange die Bundesrepublik ihrerseits die mit dem unnatürlich hohen Zufluß solcher Gelder verbundene Störung ihres monetären Gleichgewichts hinnehmen kann, zumal es sich hier zum Teil um Kapitalwanderungen handelt, die keinem echten Gefälle der Kapitalversorgung entspringen und zumal bei den gegebenen Umständen der Gegenwert dieser Netto-Kapitalzuflüsse sich nur wieder in einer Zunahme der Währungsreserven der Bundesrepublik und damit der relativ niedrig verzinslichen Devisenforderung an das Ausland niederschlägt“¹⁹.

Sicher muß man sich vor einer mechanischen Zuordnung der verschiedenen Salden der Zahlungsbilanz hüten, doch dürfte in diesem Fall gegen

¹⁸ Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht für das Jahr 1963, S. 83.

¹⁹ Ebenda, S. 26.

die Feststellung der Bundesbank wenig einzuwenden sein. Die Bundesbank wehrt sich im übrigen in ihrem Geschäftsbericht für das Jahr 1963 ausdrücklich gegen die Meinung, sie solle ihre Kreditpolitik ausschließlich an der Herstellung des äußeren Gleichgewichts orientieren²⁰. Nun, die Absicht, sich dem internationalen Inflationstrend zu widersetzen, mußte aus inzwischen allgemein akzeptierten Gründen scheitern. Allein der Versuch des Widerstands ist die BRD auch aus dem angegebenen Grund teuer zu stehen gekommen: Das Zinsgefälle gegenüber dem Ausland hat langfristiges Kapital ins Inland gelockt; die BRD hat gegen dieses teure Auslandsgeld wesentlich weniger rentable Formen von Auslandsvermögen „eingetauscht“. Für sich genommen, d. h. unter der Annahme einer unveränderten Netto-Auslandsposition der BRD, mußte sich dieser „Tausch“, der in Wirklichkeit zu einem „Geschenk“ an das Ausland in Höhe der Zinsdifferenz führt, in einer Verschlechterung der Kapitalertragsbilanz auswirken²¹. In die Diskussion um das Für und Wider flexibler Wechselkurse bringen diese gesamtwirtschaftlichen Kosten, die aus dem Festhalten der Parität und dem (aussichtslosen) Versuch einer stabilitätsorientierten (binnenwirtschaftlich!) Kreditpolitik resultieren, eine interessante Nuance.

b) Der „Beitrag“ des Jahres 1970

Eine ähnliche Situation in etwas abgewandelter Form brachte das Jahr 1970. Auch hier führte der Versuch einer an den binnenwirtschaftlichen Daten orientierten Kreditpolitik der Deutschen Bundesbank nach dem schnellen Zinsrückgang auf den internationalen Geldmärkten zu einem Zinsgefälle gegenüber dem Ausland. Die BRD verzeichnete in diesem Jahr einen kurzfristigen Netto-Kapitalimport in Höhe von nicht weniger als knapp 14 Mrd. DM; rechnet man den Aktivsaldo des „Restpostens“ hinzu, steigt der Betrag um fast 10 Mrd. DM auf annähernd 24 Mrd. DM. Bei einem Defizit in der Grundbilanz von 2 Mrd. DM steht dem ein Passivsaldo in der Devisenbilanz von rund 22,7 Mrd. DM gegenüber.

²⁰ Ebenda, S. 18.

²¹ Die Rendite festverzinslicher Wertpapiere betrug in der BRD im Jahre 1963 durchschnittlich 6,1 %. Nimmt man die durchschnittliche Verzinsung amerikanischer Schatzwechsel von etwa 3,1 % in diesem Jahr als Anhaltspunkt für die Verzinslichkeit der Devisenguthaben, so hätte die BRD an jeder Milliarde aus diesem „Tauschgeschäft“ 30 Mill. DM an Zinsen verloren; für die knapp 3 Mrd. DM langfristigen privaten Netto-Kapitalimport steigt die Belastung der Kapitalertragsbilanz auf 90 Mill. DM. (Ein evtl. Umtausch in Gold durch die Bundesbank hätte die Relation weiter verschlechtern müssen.)

Die Bundesbank kommentiert in ihrem Monatsbericht, Februar 1971, S. 43 f. diese Konstellation wie folgt: „Der Anstieg der zentralen deutschen Währungsreserven stellt somit . . . nur ein Plus an „geborgter“ internationaler Liquidität dar, ein Plus also, das auf das Zins- und Liquiditätsgefälle zwischen der Bundesrepublik und dem Ausland, insbesondere gegenüber den Vereinigten Staaten und dem Euro-Dollarmarkt, zurückgeht . . .“

Im Gegensatz zur Situation im Jahre 1963 handelt es sich 1970 also um einen Import im Bereich des *kurzfristigen* privaten Kapitalverkehrs, der sich (mit allem Vorbehalt gegenüber dieser Zurechnung) fast vollständig in einem Anstieg der Devisenreserve niedergeschlagen hat. Zwar liegt hier nicht die oben erwähnte erhebliche Zinsdifferenz zwischen dem langfristigen Kapitalimport und der kurzfristigen Geldanlage im Ausland zugrunde, doch kann man sich kaum vorstellen, daß die BRD per Saldo nicht auch an diesem „Tauschgeschäft“ auf Grund der immensen Kapitalbeträge erheblich verloren hat. Vermutlich ist hier eine der Ursachen für die erhebliche Passivierung der Kapitalertragsbilanz der BRD im Jahre 1970 zu suchen. Schließlich stiegen in diesem Jahr die Kapitalertrags-einnahmen gegenüber 1969 von 3,7 auf 5 Mrd. DM, die Ausgaben aber von 4,1 auf 6,1 Mrd. DM; der Passivsaldo der Kapitalertragsbilanz vergrößerte sich von knapp 0,4 auf etwas mehr als 1 Mrd. DM.

Bei einem „gesamtwirtschaftlichen Kostenvergleich“ flexibler und fester Wechselkurse fallen natürlich andere Faktoren wesentlich stärker ins Gewicht. Die Vorgänge des Jahres 1970 stellen dabei ein geradezu klassisches Beispiel für den aussichtslosen Versuch dar, die Geldpolitik bei fester Parität an der Wiederherstellung des binnenwirtschaftlichen Gleichgewichts zu orientieren. Bei sinkenden Zinsen auf den internationalen Geldmärkten mußte der hohe Zufluß von kurzfristigen Auslandsgeldern die Absichten einer restriktiven Kreditpolitik durch die Deutsche Bundesbank zunichte machen. Die turbulenten Ereignisse des Frühjahrs 1971 sind letztlich nur eine zwangsläufige Folge des Versuches der Bundesbank, über eine Politik hoher Zinsen der weiteren Geldwertverschlechterung Einhalt zu gebieten. Somit sind auch die ernsthaften Störungen dieser Krise dem gegenwärtigen Wechselkurssystem anzulasten.

3. Wechselkurs und Höhe des Außenbeitrages

Die bisherigen Überlegungen betrafen ausschließlich den Einfluß des Wechselkurses auf die Struktur der Kapitalbilanz, gingen also von einer gegebenen Höhe der Veränderung des Netto-Auslandsvermögens und

damit von einem gegebenen Saldo der Bilanz der laufenden Posten aus. Eine noch wichtigere Bedeutung hat der jeweilige Wechselkurs jedoch für die Höhe des Saldos der Bilanz der laufenden Posten.

Wird von den Übertragungen abgesehen, die in diesem Zusammenhang nicht von Interesse sind, so muß man feststellen, daß sich die Bundesrepublik in der Vergangenheit als Folge der Unterbewertung der DM in einigen Jahren einen stark überhöhten Außenbeitrag „geleistet“ hat. Der Aktivsaldo der Leistungsbilanz hat nicht nur in den fünfziger Jahren, sondern auch noch später das volkswirtschaftlich wünschenswerte Ausmaß teilweise erheblich überschritten. So belief sich der Außenbeitrag beispielsweise im Jahre 1967 auf knapp 16 Mrd. DM und erreichte damit einen Wert von rund 3 % des Bruttosozialprodukts; 1968 wurde diese Relation bei einem Außenbeitrag von mehr als 18 Mrd. DM noch überschritten. In ihrer mittelfristigen Zielprojektion hatte die Bundesregierung ursprünglich eine Relation Außenbeitrag—Bruttosozialprodukt von 1 % als Richtschnur für das außenwirtschaftliche Gleichgewicht angegeben; dieser Wert wurde später auf 1,5 % erhöht. In den beiden Jahren 1968/69 lag nach dieser Auffassung also ein erhebliches außenwirtschaftliches Ungleichgewicht vor²².

Wie ist ein Ungleichgewicht dieser Art zu beurteilen? Ein Aktivsaldo der Leistungsbilanz entspricht einem Verzicht auf Inlandsinvestition bzw. -konsum in gleicher Höhe. Soll die Währungsreserve nicht angegriffen werden, benötigt die Bundesrepublik zur Finanzierung ihrer „internationalen Verpflichtungen“ auf dem Sektor der unentgeltlichen Leistungen und des Kapitalverkehrs einen entsprechenden Aktivsaldo der Leistungsbilanz. Insofern ist ein positiver Außenbeitrag noch kein Anzeichen eines außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts.

Andererseits gibt es für ein Land eine Grenze für den „jährlichen“ Erwerb von Auslandsvermögen; diese Grenze sollte möglichst nicht überschritten werden. Der exorbitante langfristige Kapitalexport der BRD im Jahre 1969 hat allgemein den Eindruck hinterlassen, daß dieses Land einen solchen Kapitalexport auf die Dauer nicht „verkräften“ könne. Exakt läßt sich natürlich das als wünschenswert anzusehende Ausmaß des Kapitalexports nicht angeben. In diesem Zusammenhang soll lediglich darauf hingewiesen werden, daß bei festem Wechselkurs und unterbewerteter heimischer Währung einem Land die Entscheidung über die Höhe

²² Siehe hierzu: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Alternativen außenwirtschaftlicher Anpassung, Jahresgutachten 1968/69, S. 58 f.

des Netto-Kapitalexports weitgehend entzogen ist. Von hier aus sind die hohen Devisenüberschüsse der fünfziger Jahre besonders kritisch zu beurteilen. Die Bundesrepublik befand sich in der Phase des Wiederaufbaus der Wirtschaft. Der Mangel an Kapital wurde allgemein beklagt. Gleichzeitig entsprach aber dem schnellen Anstieg der Währungsreserve ein durch die Unterbewertung der DM erzwungener Kapitalexport in gleicher Höhe. Die realen volkswirtschaftlichen Kosten einer solchen Entwicklung sind mit Sicherheit nicht gering zu veranschlagen.

Anhang

Schätzungen zur Rendite der Währungsreserven der Deutschen Bundesbank

In den vorangehenden Ausführungen wurde wiederholt auf den hohen Anteil der Währungsreserven am gesamten Netto-Auslandsvermögen der Bundesrepublik unter dem Gesichtspunkt der niedrigen „Rentabilität“ dieser Vermögensform hingewiesen. Um den genauen Einfluß dieser Position auf die Entwicklung der Werte für die Netto-Auslandsposition der BRD und des Saldos der Kapitalertragsbilanz bestimmen zu können, müßte man die Zinseinnahmen der Bundesbank aus der Anlage der Devisenreserve im Ausland kennen.

Leider hat die Deutsche Bundesbank in der Vergangenheit nur an einigen wenigen Stellen ihrer Veröffentlichungen präzisere Angaben über die entsprechenden Werte gemacht. Im Märzheft 1971 der „Monatsberichte“ finden sich erstmals genauere Aussagen über die Zinseinnahmen der Bundesbank aus den Netto-Auslandsforderungen für die Jahre 1961 - 1970¹. Ähnliche Angaben liegen für die Jahre 1950 - 1960 nicht vor. Im Monatsbericht März 1960, S. 11, findet sich jedoch der Hinweis, daß sich im Jahre 1959 die Zinseinnahmen der Deutschen Bundesbank auf rund 440 Mill. DM beliefen und fast drei Viertel der gesamten Einnahmen der BRD aus Kapitalerträgen ausmachten. Legt man diesen Anteil als Richtzahl für die fünfziger Jahre zugrunde, lassen sich die Zinseinnahmen der Bundesbank auch für diese Zeit annähernd richtig ermitteln. (Die tatsächlichen Werte für diese Periode dürften eher noch ungünstiger liegen, d. h. der Anteil der Bundesbank an den gesamten Zinseinnahmen würde wahrscheinlich eher noch höher ausfallen.)

Stellt man dem jeweiligen Bestand an Währungsreserven die geschätzten bzw. tatsächlichen Zinseinnahmen gegenüber, kann man in etwa die „Rendite“ der Auslandsanlagen der Bundesrepublik berechnen (siehe Tabelle 8)². Die niedrige

¹ Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, März 1971, Die Kapitalertragsbilanz der Bundesrepublik im Außenwirtschaftsverkehr, S. 15.

² In den angegebenen Werten für die Währungsreserve ist u. a. auch die Reserveposition im IMF enthalten. Diese Ziehungsrechte innerhalb der Gold-

Rendite dieser anteilmäßig wichtigsten Form des deutschen Netto-Auslandsvermögens entspricht der Erwartung. Nimmt man zunächst die Verzinsung der *Devisenbestände* im weitesten Sinne, so erreichte die höchste Verzinsung gerade 3,5 ‰³.

Wegen des Einflusses der Struktur des deutschen Netto-Auslandsvermögens auf die Kapitalertragsbilanz ist es aber durchaus angebracht, die „Rendite“ der Währungsreserven unter Einschluß der Goldbestände zu ermitteln. Der Goldanteil an den gesamten Währungsreserven bleibt in der Gesamtperiode keineswegs konstant. Insgesamt fällt die „Rendite“ der Währungsreserven natürlich noch geringer aus, wenn man die Goldbestände in die Berechnung einbezieht. Gerade die äußerst niedrigen Werte für die fünfziger Jahre machen deutlich, warum die gegenläufige Entwicklung des Netto-Auslandsvermögens und des Saldos der Kapitalertragsbilanz solange eintreten mußte, als die Währungsreserve den weitaus größten Teil des deutschen Netto-Auslandsvermögens ausmachte. Vergleicht man die „Rendite“ der Währungsreserve (einschließlich Gold) etwa mit dem Kapitalmarktzins der Bundesrepublik in dieser Zeit, so liegen die Folgen der unterschiedlichen Verzinsung der Kapitalanlagen der BRD im Ausland und der ausländischen Anlagen im Inland auf der Hand⁴. In diesen Überlegungen ist noch nicht einmal der „Aufwertungsverlust“ der Jahre 1961 und 1969 berücksichtigt. Die (geschätzten) Zinseinnahmen der Jahre 1950 - 1959 übertreffen den Aufwertungsverlust 1961 in Höhe von 1 475 Mill. DM nur unwesentlich und das gleiche gilt für das Verhältnis der Zinseinnahmen 1960 - 1968 zum Aufwertungsverlust 1969 (4 099 Mill. DM).

In diesem Zusammenhang verdient eine Änderung in der bisherigen „Anlagenpolitik“ der Deutschen Bundesbank besonderes Interesse. Auf Grund der

tranche enthalten einen „Goldanteil“; insofern wird die „Rendite“ für die Währungsreserve vermindert um den Goldbestand der Bundesbank etwas verfälscht. Der Wert für das Jahr 1970 müßte um die *zugewiesenen* Sonderziehungsrechte vermindert werden, da es sich hier natürlich nicht um verzinsbare Auslandsforderungen handelt. Die Aufwertungsverluste 1961 und 1969 sind hier berücksichtigt.

³ Die Zahlen für 1969 sind durch die turbulenten Ereignisse dieses Jahres verfälscht; der Wert für die Währungsreserven gibt den Bestand am Jahresende an; dieser Wert spiegelt die hohen Devisenabflüsse nach der Aufwertung der DM und die Aufwertungsverluste wider. Zwar wirkte sich der starke Zinsanstieg 1969 in den USA nicht zuletzt auch auf die Zinseinnahmen der Bundesbank aus, doch ist das oben angeführte Ergebnis vor allem durch den zum Jahresende verminderten Bestand an Währungsreserven beeinflusst.

⁴ Ginge man von einer „Rendite“ der Währungsreserve von 1,5 ‰ und einem Kapitalmarktzins in der BRD von 6 ‰ aus, so müßte die Bundesrepublik für jede durch Ausländer in der BRD angelegte DM vier DM in Form von Währungsreserven „exportieren“, wenn der Saldo der Kapitalertragsbilanz unverändert bleiben soll. Wie die tatsächlichen Werte zeigen, lagen die Verhältnisse teilweise noch erheblich ungünstiger.

neuen Vereinbarungen mit dem US-Schatzamt vom 29. Juni 1971 kann die Deutsche Bundesbank „special Treasury securities“ bis zu einem Betrag von 5 Mrd. US-Dollar erwerben. Am Tage der Verkündung des Abkommens hatte die Deutsche Bundesbank bereits im Umfang von 3 Mrd. US-Dollar von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht; der verbleibende Spielraum soll innerhalb kurzer Zeit ausgenützt werden.

Diese Papiere sind von mittlerer Laufzeit (zwischen einem und 5 Jahre) und nicht marktfähig. Die Zinssätze stimmen mit den jeweiligen Marktsätzen vergleichbarer Papiere überein. Je nach Laufzeit beträgt die Verzinsung im Augenblick des Abschlusses der Vereinbarung $5\frac{1}{4}$ bis $6\frac{1}{2}$ ‰. Auf Wunsch der Deutschen Bundesbank, der rechtzeitig bekanntzugeben ist, können die Papiere auch vorzeitig eingelöst werden; der Zinssatz wird in diesem Fall entsprechend modifiziert⁵. Mit diesem Abkommen erhält also die Deutsche Bundesbank die Möglichkeit, ihre Dollarguthaben wesentlich höherverzinslich anzulegen als bisher, ohne daß damit eine Verringerung des „Liquiditätsgrades“ der Devisenreserve verbunden wäre.

⁵ Siehe: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln Nr. 51, vom 1. 7. 1971, S. 1 f.

Tabelle 1

**Bilanz der laufenden Posten und Kapitalertragsbilanz der BRD
1950 - 1969 (in Mill. DM)**

Jahre	Saldo der Bilanz der laufenden Posten	Kumulierte Salden der Bilanz der laufenden Posten	Saldo der Kapital- ertragsbilanz
1950	— 407	— 407	+ 0
1951	+ 2 341	+ 1 934	— 17
1952	+ 2 528	+ 4 462	+ 19
1953	+ 3 793	+ 8 255	— 44
1954	+ 3 609	+ 11 864	— 500
1955	+ 2 205	+ 14 069	— 607
1956	+ 4 377	+ 18 446	— 435
1957	+ 5 764	+ 24 210	— 395
1958	+ 5 780	+ 29 990	— 623
1959	+ 3 941	+ 33 931	— 1 018
1960	+ 4 511	+ 38 442	— 757
1961	+ 2 817	+ 41 259	— 1 203
1962	— 1 941	+ 39 318	— 1 258
1963	+ 689	+ 40 007	— 1 213
1964	— 27	+ 39 980	— 1 578
1965	— 6 766	+ 33 214	— 1 811
1966	+ 46	+ 33 260	— 1 482
1967	+ 9 445	+ 42 705	— 1 783
1968	+ 10 861	+ 53 566	— 837
1969	+ 6 218	+ 59 784	— 356
Σ 1950 - 69	+59 784	+59 784	—15 902
Σ 1950 - 59	+33 931	+33 931	— 3 624
Σ 1960 - 69	+25 853	+25 853	—12 278

Zur Legende siehe Abb. 1, S. 363.

Tabelle 2

**Bilanz der laufenden Posten und Kapitalertragsbilanz der USA
1950 - 1969 (in Mill. US-Dollar)**

Jahre	Saldo der Bilanz der laufenden Posten	Kumulierte Salden der Bilanz der laufenden Posten	Saldo der Kapital- ertragsbilanz
1950	- 2 125	- 2 125	+ 1 224
1951	+ 302	- 1 823	+ 1 468
1952	- 175	- 1 998	+ 1 407
1953	- 1 949	- 3 947	+ 1 449
1954	- 321	- 4 268	+ 1 807
1955	- 345	- 4 613	+ 1 955
1956	+ 1 722	- 2 891	+ 2 094
1957	+ 3 556	+ 665	+ 2 179
1958	- 5	+ 660	+ 2 176
1959	- 2 138	- 1 478	+ 2 215
1960	+ 1 873	+ 395	+ 2 286
1961	+ 3 136	+ 3 531	+ 2 935
1962	+ 2 536	+ 6 067	+ 3 309
1963	+ 3 269	+ 9 336	+ 3 324
1964	+ 5 883	+15 219	+ 3 930
1965	+ 4 364	+19 583	+ 4 164
1966	+ 2 492	+22 075	+ 4 110
1967	+ 2 243	+24 318	+ 4 510
1968	- 336	+23 982	+ 4 754
1969	- 885	+23 097	+ 4 375
Σ 1950 - 69	+23 097	+23 097	+55 671
Σ 1950 - 59	- 1 478	- 1 478	+17 974
Σ 1960 - 69	+24 575	+24 575	+37 697

Zur Legende siehe Abb. 2, S. 364.

Tabelle 3

Langfristiger öffentlicher und privater Kapitalverkehr der BRD
1950 - 1969 (in Mill. DM)

Jahre	Saldo des langfristigen privaten Kapitalverkehrs	Kumulierte Salden des langfristigen privaten Kapitalverkehrs	Saldo des langfristigen öffentlichen Kapitalverkehrs	Kumulierte Salden des langfristigen öffentlichen Kapitalverkehrs
1950	—	—	— 458	— 458
1951	—	—	+ 149	— 309
1952	+ 15	+ 15	+ 432	+ 123
1953	+ 61	+ 76	+ 337	+ 460
1954	+ 264	+ 340	+ 254	+ 714
1955	+ 110	+ 450	+ 271	+ 985
1956	— 134	+ 316	+ 589	+ 1 574
1957	— 322	— 6	+ 762	+ 2 336
1958	+ 507	+ 501	+ 950	+ 3 286
1959	+ 1 365	+ 1 866	+ 2 374	+ 5 660
1960	— 1 140	+ 726	+ 1 311	+ 6 971
1961	— 885	— 159	+ 5 088	+12 059
1962	— 937	— 1 096	+ 1 290	+13 349
1963	— 2 993	— 4 089	+ 1 447	+14 796
1964	— 281	— 4 370	+ 1 315	+16 111
1965	— 2 248	— 6 618	+ 1 291	+17 402
1966	— 1 769	— 8 387	+ 2 531	+19 933
1967	+ 1 690	— 6 697	+ 1 513	+21 446
1968	+10 157	+ 3 460	+ 1 366	+22 812
1969	+21 001	+24 461	+ 1 859	+24 671
Σ 1950-69	+24 461	+24 461	+24 671	+24 671
Σ 1950-59	+ 1 866	+ 1 866	+ 5 660	+ 5 660
Σ 1960-69	+22 595	+22 595	+19 011	+19 011

Zur Legende siehe Abb. 7, S. 376.

Tabelle 4

**Langfristiger öffentlicher und privater Kapitalverkehr der USA
1950 - 1969 (in Mill. US-Dollar)**

Jahre	Saldo des langfristigen privaten Kapitalverkehrs	Kumulierte Salden des langfristigen privaten Kapitalverkehrs	Saldo des langfristigen öffentlichen Kapitalverkehrs	Kumulierte Salden des langfristigen öffentlichen Kapitalverkehrs
1950	—	—	—	—
1951	—	—	—	—
1952	—	—	—	—
1953	+ 322	+ 322	+ 229	+ 229
1954	+ 713	+ 1 035	— 201	+ 28
1955	+ 674	+ 1 709	— 33	— 5
1956	+ 1 961	+ 3 670	+ 66	+ 61
1957	+ 2 902	+ 6 572	+ 334	+ 395
1958	+ 2 552	+ 9 124	+ 632	+ 1 027
1959	+ 1 589	+10 713	— 3	+ 1 024
1960	+ 2 107	+12 820	+ 577	+ 1 601
1961	+ 2 177	+14 997	+ 1 270	+ 2 871
1962	+ 2 609	+17 606	+ 849	+ 3 720
1963	+ 3 357	+20 963	+ 1 214	+ 4 934
1964	+ 4 470	+25 433	+ 1 658	+ 6 592
1965	+ 4 577	+30 010	+ 1 582	+ 8 174
1966	+ 2 554	+32 564	+ 1 269	+ 9 443
1967	+ 2 912	+35 476	+ 2 631	+12 074
1968	— 1 170	+34 306	+ 2 331	+14 405
1969	— 86	+34 220	+ 2 273	+16 678
Σ 1950-69	+34 220	+34 220	+16 678	+16 678
Σ 1950-59	+10 713	+10 713	+ 1 024	+ 1 024
Σ 1960-69	+23 507	+23 507	+15 654	+15 654

Zur Legende siehe Abb. 8, S. 377.

Tabelle 5
Direktinvestitionen der BRD
 1960 - 1969 (in Mill. DM)

Jahre	Langfristige private Netto-Kapitalanlagen im Ausland	darunter: Direktinvestitionen	Anteil der Direktinvestitionen an den langfristigen Netto-Kapitalanlagen im Ausland in %	Ausländische Direktinvestitionen im Inland (Saldo)
1960	+ 1 394	+ 487	34,9	- 710
1961	+ 1 138	+ 691	60,7	- 1 052
1962	+ 1 540	+ 941	61,1	- 1 074
1963	+ 1 443	+ 646	44,8	- 1 530
1964	+ 2 107	+ 923	43,8	- 2 122
1965	+ 2 009	+ 1 051	52,3	- 3 290
1966	+ 2 615	+ 1 228	47,0	- 3 441
1967	+ 3 363	+ 1 042	31,0	- 2 811
1968	+11 833	+ 1 589	13,5	- 1 483
1969	+21 850	+ 2 118	9,7	- 1 377
Σ 1960-69	+49 292	+10 716	21,8	-18 890

Kapitalexport: +.

Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte zu den Monatsberichten, Reihe 3: Zahlungsbilanzstatistik, April 1971, S. 9 und 11.

Tabelle 6
Direktinvestitionen der USA
 1960 - 1969 (in Mill. US-Dollar)

Jahre	Langfristige private Netto-Kapitalanlagen im Ausland	darunter: Direktinvestitionen	Anteil der Direktinvestitionen an den langfristigen privaten Netto-Kapitalanlagen im Ausland in %
1960	+ 2 529	+ 1 674	66,2
1961	+ 2 623	+ 1 598	60,9
1962	+ 2 881	+ 1 654	57,4
1963	+ 3 674	+ 1 976	53,8
1964	+ 4 431	+ 2 328	52,5
1965	+ 4 547	+ 3 468	76,3
1966	+ 3 917	+ 3 661	93,5
1967	+ 4 429	+ 3 137	70,8
1968	+ 4 325	+ 3 209	74,2
1969	+ 4 658	+ 3 070	65,9
Σ 1960 - 69	+38 014	+25 775	67,8

Kapitalexport: +.

Quelle: US-Department of Commerce, Survey of Current Business, June 1970, S. 34 f.

Tabelle 7

Außenbeitrag der BRD

Jahre	Außenbeitrag
1950	— 2 472
1951	+ 812
1952	+ 2 368
1953	+ 4 244
1954	+ 4 083
1955	+ 3 039
1956	+ 5 600
1957	+ 7 643
1958	+ 7 798
1959	+ 7 241
1960	+ 7 981
1961	+ 7 273
1962	+ 3 260
1963	+ 5 756
1964	+ 5 295
1965	— 346
1966	+ 6 370
1967	+ 15 879
1968	+ 18 176
1969	+ 14 617
Σ 1950 - 69	+124 617

Quelle: Deutsche Bundesbank, Die Zahlungsbilanz der BRD im Jahre 1969 nach Regionen, Beilage zu Statistische Beihefte zu den Monatsberichten, Reihe 3: Zahlungsbilanzstatistik, Juli 1970, S. 2.

Tabelle 8

„Rendite“ der Währungsreserven der BRD 1950 - 1970

Jahre	Gesamtbestand an Währungsreserven in Mill. DM	Bestand an Währungsreserven ohne Gold in Mill. DM	Zinseinnahmen der DBB aus Auslandsguthaben in Mill. DM	Rendite der Auslandsguthaben ohne Gold in %	Rendite der Auslandsguthaben einschl. Gold in %
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1950	—	—	2	—	—
1951	—	—	7	—	—
1952	4 774	4 187	21	0,5	0,4
1953	8 329	6 962	61	0,9	0,7
1954	11 290	8 662	84	1,0	0,7
1955	13 141	9 279	157	1,7	1,2
1956	18 155	11 880	222	1,9	1,2
1957	23 277	12 603	307	2,4	1,3
1958	26 736	15 651	319	2,0	1,2
1959	24 781	13 704	465	3,4	1,9
1960	32 767	20 288	635	3,1	1,9
1961	30 456	15 802	481	3,1	1,6
1962	29 579	14 863	415	2,8	1,4
1963	32 319	16 945	504	3,0	1,6
1964	32 754	15 762	479	3,1	1,5
1965	31 471	13 832	451	3,3	1,4
1966	33 423	16 256	550	3,4	1,6
1967	33 283	16 373	577	3,5	1,7
1968	40 292	22 136	765	3,5	1,9
1969	26 371	11 440	1 057	9,2	4,0
1970	49 018	34 452	1 171	3,4	2,4

Quellen zu Spalte (1) und (2): Zahlen von 1950 - 1959 aus: Deutsche Bundesbank. Die Zahlungsbilanz der BRD im Jahre 1969 nach Regionen, Beilage zu Statistische Beihefte zu den Monatsberichten, Reihe 3: Zahlungsbilanzstatistik, Juli 1970, S. 28; Zahlen von 1960 - 1970 aus: Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, März 1971, S. 72*.

Quelle zu Spalte (3): Zahlen von 1961 - 1970 aus: Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, März 1971, S. 15; Zahlen von 1950 - 1960: Geschätzt, da keine Angaben der DBB vorliegen. Zur Grundlage der Schätzung siehe S. 386 ff. oben des Textes. Quelle für die Kapitalerträge: Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, Juni 1963, S. 35.

Erläuterung zu Spalte (4) und (5): Die Rendite wurde nach dem Ansatz Zinseinnahmen der Bundesbank (Spalte 3) zu Währungsreserven (Spalte 1 bzw. 2) mal 100 berechnet.

Summary

Foreign Assets and Balance of Investment Income of the Federal Republic of Germany

The article begins with a surprising statement: Since 1950, the Federal Republic has had a growing surplus of foreign investments over foreign liabilities; but in the same period, up to 1965, the balance of investment income has deteriorated more and more. In comparison, over the same length of time the United States have recorded a mostly parallel development of net foreign investment and the balance of investment income.

There is a variety of reasons for this unusual trend in the German balance of payments:

1. There are several defects in the balance-of-payments statistics which result in exaggeration of the deficit on the balance of investment income.
2. After the war, Germany lost her entire foreign assets, while the foreign capital in Germany was still in existence at the end of World War II.
3. Payments by Germany under the London Convention of 1953 reduced interest payments only to a slight extent.
4. The most important item is the foreign investments of the German Bundesbank, which make a high percentage of total foreign investment since 1950.
5. Germany was mainly a net-debtor of long-term private capital, and a net-creditor of capital only to the extent of the transactions of the central government. Germany's adverse position is shown by the comparison with the U. S. A.
6. The same unfavourable development can be observed in the case of direct investments.
7. The long-term trend was influenced above all by the undervaluation of the Deutsche Mark by the official exchange rate.
8. The appendix contains several computations of the low investment income from official foreign exchange reserves.

Résumé

Patrimoine étranger et balance des revenus de capitaux de la République fédérale d'Allemagne

L'article débute sur une constatation surprenante: depuis 1950, la République fédérale d'Allemagne bénéficie d'un excédent croissant de ses placements à l'étranger sur ses engagements envers l'étranger; mais, pendant la même période, sa balance des revenus de capitaux s'est détériorée de manière crois-

sante jusqu'en 1965. A titre de comparaison, l'on observe aux Etats-Unis au cours des mêmes années une évolution quasi-parallèle de leur position nette en opérations financières avec l'étranger et de leur balance des revenus de capitaux.

L'évolution inhabituelle de la balance allemande des paiements a divers motifs:

1. Certaines lacunes dans la statistique de la balance des paiements ont pour conséquence une exagération du déficit de la balance des revenus de capitaux.
2. L'Allemagne a perdu tous ses actifs à l'étranger après la dernière guerre, alors que le capital étranger se trouvait toujours en Allemagne à la fin de cette même guerre.
3. Les paiements effectués par l'Allemagne sous l'empire de la Convention de Londres de 1953 ne réduisirent les versements d'intérêts que dans une mesure insignifiante.
4. Le point principal réside dans les placements à l'étranger de la Deutsche Bundesbank, qui représentèrent depuis 1950 un pourcentage élevé de l'ensemble des placements à l'extérieur.
5. L'Allemagne était principalement débitrice nette de capital privé à long terme, alors qu'elle n'était créancière nette de capital que pour les transactions du gouvernement central. La comparaison avec les USA montre la position désavantageuse de l'Allemagne.
6. L'on peut observer la même évolution défavorable dans les placements directs.
7. L'évolution à long terme fut avant tout marquée par la sous-évaluation du D-Mark aux taux officiels de change.
8. L'on trouvera en annexe quelques calculs des modestes revenus des réserves officielles de devises.