

Anmerkungen zur normativen Interpretation von Leistungsbilanzsalden

Von Wolfgang Schröder, Berlin*

Mit ihrer normativen Interpretation von Leistungsbilanzsalden stellen sich *Issing* und *Masuch*¹ in einen bewußten Gegensatz zur gegenwärtig herrschenden Beurteilung der weltwirtschaftlichen Lage. Sie machen mit geringem analytischem Aufwand klar, unter welchen Bedingungen sich scheinbare außenwirtschaftliche Ungleichgewichte als Wohlfahrtsoptima darstellen lassen und damit als Gleichgewichte in einer Zwei-Perioden-Analyse. Auf der entscheidungslogischen Grundlage der intertemporalen Allokation wird gezeigt, daß Leistungsbilanzüberschüsse und die entsprechenden Kapitalexporte als eine Substitution von gegenwärtigem durch zukünftigen Konsum angesehen werden können.

So verdienstvoll es auch ist, auf diesen Aspekt hinzuweisen, so führt diese normative Interpretation doch in die Irre, besonders, wenn mit ihrer Hilfe die konkrete Situation der Bundesrepublik in der Weltwirtschaft beurteilt wird. Gegen die folgende Kritik schützen auch die Hinweise der Verfasser auf die Beschränkungen ihres Modells nicht (S. 8). Jede Analyse muß die wesentlichen Charakteristika eines Sachverhalts abbilden, um relevante Schlüsse zu erlauben; dem stehen jedoch die folgenden gravierenden Einschränkungen der von ihnen präsentierten intertemporalen Theorie der Leistungsbilanz entgegen.

I. Partialanalyse

Diese intertemporale Theorie der Leistungsbilanz kann ihren mikroökonomischen, d. h. partialanalytischen Charakter nicht leugnen. Sie überträgt die Entscheidungslogik der intertemporalen Konsumwahl eines Haushalts auf die Bestimmung des Leistungsbilanzsaldos. Beim mikroökonomischen Einsatz der Theorie geht es um die Aufteilung eines gegebenen Haushaltseinkommens bei gegebenen Preisverhältnissen auf Konsum und Ersparnis.

* Der Verfasser vertritt hier seine persönlichen Ansichten.

¹ *Issing, Otmar* und *Klaus Masuch*, Zur normativen Interpretation von Leistungsbilanzsalden, Kredit und Kapital, 22. Jg. 1989. H. 1, S. 1 - 18.

Mit dem Bild atomistisch strukturierter Märkte im Hintergrund ist der dabei entstehende Fehler zu vernachlässigen. Die alloкатive und aggregative Struktur der Volkswirtschaft ändert sich nicht durch die Handlungen eines „atomistischen“ Wirtschaftssubjekts.

Betrifft jedoch die Änderung des Sparverhaltens die gesamte Volkswirtschaft, dann treten nicht nur alloкатive, sondern auch aggregative und strukturelle Effekte auf: In der kurzen Frist ändern sich relative Preise² und die Zusammensetzung des Absatzes, auf mittlere Sicht die Produktion und die Beschäftigung. Diese Effekte vernachlässigen *Issing* und *Masuch* mit der Begründung, lediglich die Analyse der mittleren und langen Frist zu beabsichtigen (S. 3). Dann könnten sie die Dauer sowie die Kosten von Anpassungsprozessen außer acht lassen. Selbst wenn man dieses Vorgehen als angemessen akzeptierte, kann man das Modell andererseits nicht als eine adäquate langfristige Analyse anerkennen, weil die Ausstattung mit Ressourcen konstant gehalten wird. Im Zuge des hier im Mittelpunkt stehenden Spar- und Investitionsprozesses verändert sich das Produktionspotential, und die Transformationskurve ändert ihre Eigenschaften.

II. Preiseffekte

Im neoklassischen Paradigma führen Präferenzänderungen zu Preisänderungen auf den Märkten. Damit ein Leistungsbilanzsaldo – ausgehend von einem Gleichgewicht mit ausgeglichener Leistungsbilanz – entstehen kann, müssen sich relative Preise ändern. Dieser Anpassungsprozeß wird von *Issing* und *Masuch* nicht explizit behandelt. Wird er jedoch in die normative Interpretation von Leistungsbilanzsalden einbezogen, dann ändern sich auch die Schlußfolgerungen.

Ausgangspunkt der Analyse ist eine Erhöhung der Sparneigung im Inland, die zu einem Leistungsbilanzüberschuß führen soll. Betrachten wir zunächst die Vorgänge im Finanzaktivamarkt. Es wird hier unterstellt, daß dieser Markt schneller reagiert als der Gütermarkt. Dann führt die erhöhte Ersparnisbildung im Inland zu einem Nachfrageüberschuß nach Finanzanlagen, dem ein Angebotsüberschuß auf dem Gütermarkt gegenübersteht. *Issing* und *Masuch* führen ihre Analyse für ein (sehr) kleines Land durch. Diese Annahme ist für die Bundesrepublik völlig unangemessen, weil sie unter anderem mit die höchsten Exporte in der Welt aufweist und faktisch die Leitwährung im Europäischen Währungssystem stellt.

² So steht z.B. im intertemporalen Modell von *Frenkel* und *Razin* (1986) der reale Wechselkurs im Zentrum des Anpassungsprozesses.

Der Kapitalmarktzins im Inland kann sich c. p. bei perfekter Kapitalmobilität nicht vom Weltzinsniveau entfernen; folglich führt der Nachfrageüberschuß nach Finanzanlagen zu einer Überschußnachfrage nach der ausländischen Währung am Devisenmarkt und bei flexiblen Wechselkursen zu einer Abwertung der heimischen Währung.

Der Wunsch nach höherer gesamtwirtschaftlicher Ersparnisbildung führt nicht automatisch zu einer entsprechenden Erhöhung der Vermögensbestände, sondern zunächst nur zu einer erhöhten Nachfrage nach den vorhandenen Beständen. Wenn die heimische Ersparnis zuvor von den heimischen Investitionen absorbiert wurde, – von denen hier der Einfachheit halber angenommen wird, daß sie von den Unternehmen durch die Ausgabe von Anleihen finanziert werden – steht dem Wunsch nach mehr Finanzaktiva nicht notwendig die Bereitstellung von mehr Finanzaktiva gegenüber. Durch die Überschußnachfrage nach Finanzaktiva tritt eine marginale Senkung des Weltzinsniveaus ein und das Geld- und Kreditvolumen erhöhen sich marginal im Inland wie im Ausland.

Die „Angebotslücke“ auf dem Finanzaktivamarkt wird durch das Ausland geschlossen: Will es sein Importvolumen aufrechterhalten oder gar ausdehnen, obwohl sein Absatz im Inland, d. h. seine Exporte zurückgehen, dann muß es sich im Inland verschulden. Dies läßt sich ohne Zinserhöhungen realisieren, weil das Inland mehr sparen, d. h. mehr Finanzaktiva erwerben will. In diesem Prozeß verschwindet die Überschußnachfrage des Inlands nach Finanzaktiva erst, nachdem die gewünschte Bestandserhöhung realisiert worden ist. So lange herrscht auch ein Nachfrageüberschuß nach der ausländischen Währung, also ein Aufwertungsdruck, der durch (reale) Aufwertungen abgebaut wird.

Auf dem Gütermarkt erlaubt es nur diese reale Aufwertung der ausländischen Währung den heimischen Produzenten, ihr Überschußangebot an Gütern im Ausland abzusetzen. Wird der Güterpreis in heimischer Währung konstant gehalten, dann führt deren Abwertung zu sinkenden Angebotspreisen in ausländischer Währung und bei einer entsprechenden preiselastischen Nachfrage zu steigendem Absatz im Ausland. Das Exportvolumen und der Wert der Exporte in heimischer Währung nehmen zu.

Die Importe auf der anderen Seite gehen zurück, weil die Inländer erstens mehr sparen wollen und sich die Importe zweitens bedingt durch die Abwertung der heimischen Währung verteuern; folglich nimmt die im Inland abgesetzte Menge importierter Güter ab. Eine „normale“ Reaktion vorausgesetzt, aktiviert sich die Leistungsbilanz³, und es kommt simultan mit der

³ Ist die Importnachfrage hingegen unelastisch, dann kann die Aktivierung der Leistungsbilanz ausbleiben; bei ungünstigen Elastizitätsverhältnissen kann sich diese

Entstehung des Leistungsbilanzüberschusses zu Nettokapitalexporten in gleicher Höhe. So lange der Gütermarkt nicht reagiert, können Nettokapitalexporte nicht entstehen.

Die Überschußnachfrage nach der ausländischen Währung wird zwar durch den Rückgang des Werts der Importe vermindert, weil weniger Devisen zur Bezahlung der Importe nachgefragt werden. Eine Aufwertung der heimischen Währung aber wird sich dennoch nicht ergeben, weil nur ein Teil des zusätzlichen Konsumverzichts auf importierte Güter entfällt – also in gleichem Maße die Nachfrage nach der ausländischen Währung pro Periode zurückgeht – aber die gesamte zusätzliche Ersparnis unter der Annahme vollkommener Kapitalmobilität auf den Devisenmarkt drängt. Im Inland kann sich der Wunsch nach erhöhten Vermögensbeständen nicht durchsetzen, denn jeder Ansatz zu einer Zinssenkung im Inland wird mit einer Hinwendung zum ausländischen Finanzaktivmarkt beantwortet.

Der Exporterfolg des Inlandes wiederum bedeutet aus der Sicht des Auslandes einen Absatzrückgang bei den Gütern aus eigener Produktion. Dieses Ungleichgewicht im ausländischen Gütermarkt könnte nur vermieden werden durch eine Koinzidenz der abnehmenden inländischen Absorption mit einer entsprechend steigenden Absorption im Ausland. Diese Koinzidenz wird jedoch von den endogenen Marktkräften bei der hier unterstellten Konstellation nicht hervorgebracht. Unter den gegebenen Annahmen werden die steigenden Exporte die ausländische Güterproduktion zurückdrängen mit der Konsequenz eines Einkommens- und Beschäftigungsrückgangs im Ausland.

III. Investitionsimpulse

Ein Gleichgewicht zwischen höherer Ersparnis im Inland und entsprechend erhöhter Absorption im Ausland entsteht in dem Modell von *Issing* und *Masuch*, indem die erhöhte Inlandsersparnis durch eine Erhöhung der Investitionen im Ausland absorbiert wird. In saldenmechanischer Betrachtung ist diese Entwicklung zwar möglich⁴, aber nicht zwangsläufig, weil die Aufteilung des Leistungsbilanzdefizits auf Konsum und Investition des Auslands nicht a priori feststeht, sondern von der Marktkonstellation

sogar passivieren, sofern der Wert der Importe in heimischer Währung abwertungsbedingten den der Exporte übersteigt.

⁴ Eine erkenntniskritische Sichtung des Zusammenhangs zwischen Leistungsbilanz- und anderen Salden in der Gesamtwirtschaft bietet *Reinhard Pohl*, Staatsdefizite und Zahlungsbilanz, in: Herausforderungen der Wirtschaftspolitik, Hrsg. W. Filz et al., Berlin 1988, S. 295 ff.

abhängt und diese von den Signalen, die auf den Märkten als Folge der erhöhten Ersparnis im Inland wahrgenommen werden.

Im Modell von *Issing* und *Masuch* tritt dieses Problem nicht auf, weil sie ein einziges Gut betrachten, das gleichermaßen verbraucht oder nicht verbraucht werden kann, wobei der Nichtverbrauch mit einer Investition identisch ist⁵. In einer arbeitsteiligen Geldwirtschaft ist diese Identität nicht gegeben. Deshalb müssen die Marktreaktionen analysiert werden.

Als Folge der erhöhten Sparneigung im Inland wurde bereits eine Überschußnachfrage nach Finanzaktiva und ein Überschußangebot auf dem Gütermarkt abgeleitet. Bei perfekter Kapitalmobilität wirkt sich die Überschußnachfrage nach Finanzaktiva im In- und Ausland gleichermaßen aus. Wenn es sich nicht um ein (sehr) kleines Inland handelt, sinkt das Weltzinsniveau marginal und die zinsreagible Nachfrage (einschließlich der Investitionsnachfrage) wird im Inland wie im Ausland angeregt. Aber daraus folgt nicht, daß die Investitionen im Ausland stärker zunehmen als im Inland.

Die zweite Determinante der Investitionen neben dem Zins bildet die Entwicklung auf dem Gütermarkt, das heißt die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals, die im wesentlichen von Absatz- und Ertragerwartungen abhängt. Wie haben sich diese als Folge einer erhöhten Sparneigung im Inland geändert? Sofern es zu der von uns abgeleiteten Exportsteigerung des Inlands kommt, verschlechtern sich die Absatzerwartungen der ausländischen Produzenten und damit die Investitionschancen im Ausland relativ zu denen im Inland. Mit anderen Worten ist es alles andere als zwingend, aus einer Präferenzänderung zugunsten höherer Ersparnis im Inland Marktreaktionen abzuleiten, die zu höheren Investitionen im Ausland führen. Das Gegenteil ist eher der Fall: Exporterfolge des Inlands regen hier die Investitionstätigkeit an. Entsprechend konstruierte Modelle, die Wachstum zulassen, kommen nicht umhin, aus einer Exportsteigerung Wachstumsimpulse abzuleiten⁶. Endogen geschwächt werden diese durch die Erwartung einer

⁵ Exemplarisch dafür kann Korn angesehen werden, das sowohl in der laufenden Periode verbraucht als auch als Saatgut für die nächste Periode zurückgelegt werden kann. Nichtverbrauch, Ersparnis und Investition sind in diesem Fall identisch. Aber auch, wenn dieses Korn netto ins Ausland exportiert wird, ist nicht bestimmt, ob es dort zum laufenden Konsum oder als Saatgut für die kommende Periode verwendet wird.

⁶ Über das wirtschaftliche Wachstum in der Bundesrepublik schreibt z.B. der *Sachverständigenrat* zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage in seinem Jahresgutachten 1988/89, Ziffer 27 ff.: „Mit hohem Tempo ist die gesamtwirtschaftliche Produktionstätigkeit im Verlauf des Jahres 1988 ausgeweitet worden, ... Die stärkste Antriebskraft war 1988 wie schon im Vorjahr das Exportgeschäft ... Nichts spricht dagegen, daß ... der Export sowie die von ihm induzierten Investitionen eine

Wechselkursaufwertung als Folge der realisierten Leistungsbilanzüberschüsse und durch die rückläufige Nachfrage nach Konsumgütern.

IV. Wachstumsimpulse

Im Zusammenhang mit den Wachstumsimpulsen, die von einer Steigerung der Exporte ausgehen, muß die Vorstellung überprüft werden, ob das Ausland durch seine Nettoimporte einen Teil der inländischen Ersparnis an sich zieht, der dann nicht mehr im Inland verwendet werden kann. Dies gilt zweifellos bei voll ausgelasteten Ressourcen in einem Modell ohne Wachstum wie bei *Issing* und *Masuch*. Wenn jedoch diese Modellrestriktionen aufgehoben werden, bildet die Ersparnis im Inland keine wirksame Beschränkung für eine Nettokreditvergabe an das Ausland, weil die Ersparnis wesentlich vom Einkommen abhängt und das wiederum von den Nettoexporten. In Höhe der zusätzlich im Ausland abgesetzten (Netto-) Exporte ist bei den inländischen Unternehmen Einkommen entstanden, dem in der Bilanz der Unternehmen ein Forderungszuwachs entspricht. Diese Forderungen an das Ausland werden mit Hilfe des Geschäftsbankensystems in Aktiva transformiert, die den Portfoliopräferenzen gemäß sind. Zusammen mit Zins- und Wechselkursänderungen wird so die Aufnahme der zusätzlichen Auslandsaktiva in den Vermögensbestand bewirkt.

Für die weitere gesamtwirtschaftliche Entwicklung ist die Frage entscheidend, ob als Folge der Kreditvergabe an das Ausland die Zinsen steigen werden und damit „crowding out“-Effekte entstehen. Bei einer Geldpolitik, die das reale Wachstum monetär alimentiert und eine entsprechende Expansion des Geld- und Kreditvolumens zuläßt, tritt keine Zinserhöhung ein. Das Bild von *Issing* und *Masuch*, die USA würden einen Teil der Weltersparnis an sich ziehen (S. 10), ist also nur in dem Maße zutreffend, in dem sie nicht brachliegende Ressourcen in anderen Ländern aktiviert haben, die andernfalls – zumindest für eine längere Zeit – ungenutzt geblieben wären.

Die zusätzliche Exportnachfrage hat unbestreitbare Vorzüge als Wachstumsmotor! Bei elastischem Güterangebot, d. h. unausgelasteten Ressourcen im Inland, erscheint der Export als *deus ex machina*. Die Nachfrage wächst, ohne daß zuvor im Inland Einkommen entstanden sein müßten oder daß sich ein inländischer Sektor verschulden müßte. Diese „Kosten“ entfallen bei einer Exporterhöhung. In wachstumspolitischer Sicht ist sie also zu begrü-

Fortsetzung des Aufschwungs gewährleisten.“ Die darin zum Ausdruck kommende theoretische Vorstellung des Sachverständigenrats dürfte weitgehend unumstritten sein.

ßen, und sie ist auch weltwirtschaftlich zu verantworten, sofern im Ausland die Binnennachfrage für ein hinreichendes Wachstum sorgt und die Schuldendienstfähigkeit des Auslands nicht überfordert wird.

V. Wohlfahrtseffekte

Neben den von *Issing* und *Masuch* abgeleiteten Wohlfahrtseffekten haben auch die für die Entstehung von Leistungsbilanzsalden notwendigen Änderungen der relativen Preise unmittelbare Wohlfahrtseffekte, die *Issing* und *Masuch* vernachlässigen. Die notwendige Verteuerung der Importe senkt das Realeinkommen im Inland; die *terms of trade* verschlechtern sich. Diese Senkung der Realeinkommensansprüche des Inlands ist sogar die Voraussetzung dafür, im Außenhandel einen Überschuß zu erzielen, wenn zuvor Gleichgewicht herrschte. Die Überschüsse signalisieren, daß die Exportgüter relativ zu den Importgütern zu billig sind. Um die gleiche Importmenge zu erhalten, wäre nur eine geringere Menge von Exporten nötig. In den *terms of trade* steckt bei Leistungsbilanzüberschüssen ein möglicher Realeinkommengewinn.

Dieser negative Wohlfahrtseffekt muß sich freilich umkehren, sobald das Inland sein Nettoauslandsvermögen aus der ersten Periode in der zweiten Periode zur Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten verwenden will. Diese Realisierung der Ansprüche gegen das Ausland ist mit besonderen Risiken behaftet (z. B. Wechselkurs-, Transfer-, Preis- und Enteignungsrisiken⁷). Sie setzt unter anderem in der Zukunft eine Marktkonstellation voraus, die ein Leistungsbilanzdefizit des Inlands zuläßt. Dazu müssen die Produktionsstrukturen, die bislang auf Nettoexporte abgestellt waren – unter hohen Kosten – auf Nettoimporte des Inlands umgestellt werden.

Gegen die Wohlfahrtsverluste aus der *terms-of-trade*-Verschlechterung sind Wohlfahrtsgewinne aus den außenwirtschaftlichen Wachstumsimpulsen aufzurechnen⁸. In der Theorie der Außenwirtschaft werden diese Reaktionen vor allem von postkeynesianischen Modellen in den Vordergrund gestellt.

⁷ Aus der Perspektive des Schuldnerlandes kommen Risiken hinzu, die die Schuldendienstfähigkeit betreffen. Vgl. *H. Siebert*, *Foreign Debt and Capital Accumulation*. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 123, H. 4 1987, S. 627 ff.

⁸ Zur Analyse der Marktkonstellationen, die außenwirtschaftlichen Wachstums- und Wohlfahrtssimport erlauben, vgl. *H. Riese*, *Wohlfahrtssimport versus Wachstumsimport*. *DIW Vierteljahreshft* 3, 1987, S. 179 f.

VI. Realkapital und Finanzkapital

Eine spezifische Unsicherheit des Auslandsvermögens resultiert aus seinem geldwirtschaftlichen Charakter. Die Bildung privaten Geldvermögens innerhalb einer Volkswirtschaft kann zwar nie zu einer Erhöhung des Nettovermögens führen; die Konvention über die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung stellt jedoch mit Hilfe eines eleganten „Kurz“-Schlusses sicher, daß der ermittelte Zuwachs des Nettogeldvermögens mit dem Zuwachs des Sachvermögens der Volkswirtschaft identisch ist, der einen zusätzlichen Einkommensstrom in der Zukunft verspricht⁹. Geldvermögen, das zur Finanzierung von laufendem Konsum verwendet wurde, wird gegen die Verbindlichkeiten aufgerechnet, wenn über die Volkswirtschaft aggregiert wird. Bei der Bildung von Nettoauslandsvermögen hingegen steht dem Aktivaerwerb des Inlands lediglich die ungegliederte Differenz zwischen der Absorption und der (niedrigeren) Produktion des Auslands gegenüber. Mit anderen Worten entsteht Nettoauslandsvermögen auch dann, wenn damit lediglich der Konsum oder gar Kapitalexporte des Auslands finanziert werden. Die anhaltende Verschuldungskrise illustriert, daß es sich dabei durchaus nicht um eine empirisch zu vernachlässigende Erscheinung handelt.

In einer geschlossenen Volkswirtschaft wird die Nettovermögensbildung durch die Bildung von Sachvermögen begrenzt. Dies gilt auch im Weltmaßstab bei der Aggregation über alle Volkswirtschaften. Für Vermögensbeziehungen zwischen Volkswirtschaften gilt diese Beschränkung jedoch nicht. Auslandsaktiva und Auslandspassiva können ohne zusätzliche Sachvermögensbildung angehäuft werden.

Einen wirksamen Schutz gegen die Finanzierung von ausländischem Konsum bildet die Wahl der Anlageform des Auslandsvermögens. Versucht man den Zusammenhang zwischen der Entstehung eines Leistungsbilanzüberschusses und seiner Finanzierung in einzelne Abschnitte zu zerlegen, dann entsteht die Finanzierung zunächst automatisch mit dem Leistungsbilanzsaldo. Anders formuliert: Selbst wenn niemand ein Interesse daran hätte, auf Dauer sein Auslandsvermögen zu vergrößern, entstünden Nettoauslandsforderungen, sobald die Leistungsbilanz einen Überschuß aufweist. Dieser determiniert lediglich den Saldo der gesamten internationalen Kapitalbewegungen; seine Verteilung auf den langfristigen Kapitalexport (Kreditvergabe an das Ausland, Wertpapierkäufe, Direktinvestitionen), den

⁹ Von Fehlinvestitionen und „unfreiwilligem“ Lageraufbau wird hier abgesehen. Beide Formen der Fehlallokation können gleichermaßen im Inland wie im Ausland auftreten.

kurzfristigen Kapitalverkehr einschließlich Restposten (Kreditvergabe, Annahme von Wechseln, Bildung von Bankeinlagen im Ausland) und auf die Akkumulation von Währungsreserven bei der Zentralbank ist hingegen offen.

VII. Wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen

Für die Wirtschaftspolitik der Bundesrepublik stellt sich erstens die Frage, ob die bemerkenswerte Erhöhung ihrer Leistungsbilanzüberschüsse als Ausdruck einer Zukunftssicherung durch den planvollen Aufbau von Netto-Auslandsvermögen angesehen werden können – wie es *Issing* und *Masuch* für optimal halten (S. 15) – und zweitens, ob sich die deutsche Wirtschaftspolitik ein Leistungsbilanzziel setzen sollte, wie es zum Beispiel in § 1 des Gesetzes über Stabilität und Wachstum der Wirtschaft anklingt.

Dem Bild einer Vorsorge für Zukunftskonsum entspricht am ehesten der langfristige Kapitalexport. Dieser läßt sich zwar theoretisch präzise erfassen als ein Aktivaerwerb, mit dem eine langfristige Bindung beabsichtigt ist. Die empirische Beobachtung aber stößt auf Schwierigkeiten. In der Zahlungsbilanzstatistik begnügt man sich mit dem formalen Kriterium der ursprünglich vereinbarten Laufzeit, die beim langfristigen Kapitalverkehr ein Jahr übersteigen bzw. unbefristet sein muß wie bei Aktien und Beteiligungen. Die Laufzeit muß nicht mit der tatsächlichen Anlagedauer übereinstimmen. Eine „günstige“ Entwicklung von Wertpapier- und Wechselkursen vorausgesetzt, werden die als langfristig eingeordneten Engagements nach kurzer Zeit bereits wieder gelöst, so daß die individuelle Anlagedauer im Rahmen des „langfristigen“ Kapitalverkehrs, die des kurzfristigen sogar unterschreiten kann.

In der Bundesrepublik wurden in den Jahren von 1985 bis 1988 von den kumulierten Leistungsbilanzüberschüssen in Höhe von 300 Mrd. DM per saldo 87 Mrd. DM (29%) durch langfristigen Kapitalexport finanziert. Dabei wies dieser Saldo erhebliche Schwankungen auf: zwischen einem Nettokapitalimport von 34 Mrd. DM 1986 und einem Nettokapitalexport von 85 Mrd. DM 1988. Diese starken Schwankungen können kaum mit der Bevölkerungsentwicklung erklärt werden, die im Vergleich zu anderen wirtschaftsrelevanten Daten eine große Stabilität und eine gute Prognostizierbarkeit aufweist. Darüber hinaus ist die Sparquote in der Bundesrepublik in den 80er Jahren niedriger als in den 70er und 60er Jahren.

Unter dem Gesichtspunkt der Vorsorge für künftige Einkommensströme entsprechen Direktinvestitionen am ehesten den inländischen Investitionen. Die deutschen Direktinvestitionen im Ausland sind im Laufe der 80er Jahre

zwar deutlich angestiegen, ihr Anteil an der Finanzierung der Leistungsbilanzüberschüsse der Bundesrepublik ist gleichwohl rapide gesunken: von 70% 1982 bis auf gut 20% 1988. Sie können folglich auch nicht dazu herangezogen werden, um die steigenden Leistungsbilanzüberschüsse aus einem Vorsorgemotiv zu begründen.

Die Entwicklung des langfristigen Kapitalverkehrs insgesamt spricht nicht dafür, daß er im Sinne der intertemporalen Theorie der Leistungsbilanz als Ausdruck bundesrepublikanischer Vorsorge für Zeiten eines möglicherweise rückläufigen Arbeitskräfteangebots angesehen werden kann – wie *Issing* und *Masuch* diese Entwicklung interpretieren. Bereits die starken Fluktuationen des langfristigen Kapitalverkehrs liefern die Begründung, nach stärker fluktuierenden Determinanten zu suchen als der der Bevölkerungsentwicklung. Der traditionelle Ansatz der Portfoliotheorie – Zinsdifferenzen, Steueränderungen, Wechselkursänderungserwartungen und die Korrelation von Risiken zu betrachten – führt bei der Erklärung des langfristigen Kapitalverkehrs der Bundesrepublik weiter.

Es ist sicher sinnvoll, einen Zusammenhang zwischen der langfristigen Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Sparquote und der Bevölkerungsstruktur sowie der Bevölkerungsentwicklung herzustellen. Bei der Aufteilung des Vermögenszuwachses auf die Anlage im Inland und im Ausland und bei der Wahl der optimalen Zusammensetzung des Vermögens spielen dagegen Ertrags- und Risikogesichtspunkte – die nur am Rande von der erwarteten Bevölkerungsentwicklung berührt werden – eine dominierende Rolle.

Außerdem muß die Annahme der Immobilität der Arbeitskräfte durch deren empirisch zu beobachtende Wanderung – auch über die Landesgrenzen hinweg – relativiert werden. Wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen sind nicht sinnvoll darauf zu gründen – zumal die Vollendung des Binnenmarktes in der EG bevorsteht und damit die Hürden für die grenzüberschreitende Mobilität der Arbeitskräfte weiter verringert werden.

Im Gegensatz zu *Issing* und *Masuch* kommen wir zu dem Schluß, daß das Produktionspotential der Bundesrepublik nicht auf einen erheblichen Netto-Ressourcen-Transfer in das Ausland eingestellt werden sollte, sondern auf die Güterversorgung und Sachvermögensbildung im Inland – freilich unter Nutzung der Vorteile, die der weltwirtschaftliche Austausch bietet. Die hohen Leistungsbilanzüberschüsse, die *Issing* und *Masuch* wohlfahrtstheoretisch zu rechtfertigen versuchen, gefährden überdies die verbliebene Freiheit des Welthandels, weil zusätzliche Schutzmaßnahmen des Auslands provoziert werden, und zwar nicht nur auf der Ebene des Handels,

sondern auch auf der des Kapitalverkehrs zum Schutz gegen „Überfremdung“. Die wirtschaftspolitische Option für die Bundesrepublik liegt nicht darin, die Leistungsbilanzüberschüsse und mit ihnen die inländische Sparquote bzw. Kapitalbildung zu reduzieren (S. 14), sondern die Kapitalbildung und die Güterversorgung im Inland zu fördern und dadurch die Leistungsbilanzüberschüsse zu verringern¹⁰.

Literatur

Frenkel, J. A. und A. Razin (1986): The International Transmission and Effects of Fiscal Policies. *American Economic Review*, Vol. 76. – *Issing, O. und K. Masuch* (1989): Zur normativen Interpretation von Leistungsbilanzsalden. *Kredit und Kapital*, 22. Jg. – *Pohl, R.* (1988): Staatsdefizite und Zahlungsbilanz. Herausforderungen der Wirtschaftspolitik, Hrsg. W. Filc et al., Berlin – *Riese, H.* (1987): Strategien der Wirtschaftspolitik. Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Vierteljahrsheft 3. – *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage* (1988): Jahresgutachten 1988/89. – *Siebert, H.* (1987): Foreign Debt and Capital Accumulation. *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 123.

Zusammenfassung

Anmerkungen zur normativen Interpretation von Leistungsbilanzsalden

Die normative Interpretation von Leistungsbilanzsalden durch *Issing* und *Masuch* beruht auf einem einfachen analytischen Rahmen, dessen Grenzen hier gezeigt werden: (1) Er überträgt die Entscheidungslogik der intertemporalen Konsumwahl eines Haushalts auf die Gesamtwirtschaft, ohne die dabei entstehenden aggregativen und strukturellen Effekte zu berücksichtigen. (2) Er kommt ohne die Betrachtung eines Wechselkurses aus und unterstellt, daß ein Leistungsbilanzüberschuß – hervorgerufen durch höhere Ersparnis im Inland – von höheren Investitionen im Ausland absorbiert würde. Hier wird dagegen gezeigt, daß dieser Leistungsbilanzüberschuß Marktsignale erzeugt, die zu steigenden Investitionen im Inland führen. (3) Das durch Leistungsbilanzüberschüsse erworbene Auslandsvermögen impliziert nicht den Zuwachs des Realvermögens. (4) Auch wenn in der Bundesrepublik das heimische Arbeitskräfteangebot zurückgehen sollte, halten wir es nicht für sinnvoll, das Produktionspotential auf einen Netto-Ressourcen-Transfer in das Ausland einzustellen, um Netto-Auslandsvermögen zu bilden. Vorrang muß die Güterversorgung und Sachvermögensbildung im Inland erhalten.

¹⁰ Vgl. *E. Neuthinger*, Germany's Enduring Current Account Surplus, *Intereconomics* 3 1989.

Summary

Observations on the Normative Approach to Interpreting Net Balance on Current Account

The normative approach to interpreting net balances on current account by *Issing* and *Masuch* is based on a simple analytical framework that is subject to the limitations mentioned below: (1) It extrapolates the decision-making logic of the individual's intertemporal choice as a consumer to the level of the national economy without taking account of the resultant aggregative and structural effects. (2) It does not have to take into consideration an exchange rate and it assumes that net surpluses on current account – as a result of increased domestic savings – would be absorbed by increased investments abroad. By contrast, this paper shows that net surpluses on current account generate market signals that lead to an expanding domestic investment activity. (3) Foreign assets acquired by means of current balance surpluses do not imply growth in real wealth. (4) Even if domestic labour supply should contract in the Federal Republic of Germany, it would not appear to be reasonable to adjust the production potential to a net transfer of resources abroad in order to form net foreign assets. Priority must be given to domestic goods supply and productive investments at home.

Résumé

Remarques sur l'interprétation normative des soldes de la balance des opérations courantes

L'interprétation normative des soldes de la balance des opérations courantes, faite par *Issing* et *Masuch*, se base sur un cadre analytique simple. L'auteur du présent article en présente ici les limites: (1) La logique de décision du choix de consommation intertemporal d'un ménage y est transférée à l'économie générale, sans considérer les effets agrégatifs et structurels qui en résultent. (2) Le modèle ne tient pas compte de cours de change et suppose qu'un excédent de la balance des opérations courantes – causé par un accroissement de l'épargne dans le pays – est absorbé par des investissements supérieurs à l'étranger. L'auteur montre par contre dans cet article que cet excédent de la balance des opérations courantes produit des signaux sur le marché qui font accroître les investissements nationaux. (3) Les avoirs étrangers, acquis grâce aux excédents de la balance des opérations courantes, n'impliquent pas la croissance du patrimoine réel. (4) Même si l'offre nationale de main-d'oeuvre devait reculer en République fédérale d'Allemagne, nous ne considérons guère opportun de réduire le potentiel de production à un transfert net de ressources à l'étranger pour former les avoirs étrangers nets. L'approvisionnement en biens et la formation de biens corporels doivent conserver la priorité dans le pays.