

# Einige außenwirtschaftliche Aspekte staatlicher Verschuldung

Von Manfred Borchert, Münster

## I. Investitionen, Staatsschuld- und Zahlungsbilanz-Entwicklung in Deutschland

Seit einiger Zeit wird in der Bundesrepublik Deutschland der relativ geringe Umfang der inländischen Investitionen beklagt. Die Wachstumsrate der privaten Investitionen betrug 1971 noch 16 %, verminderte sich 1974 um 4 %, stieg 1978 (1979) noch einmal stark um 15 % (19 %) an, um 1981 wieder bis auf 0,4 % abzusinken<sup>1</sup>. Gleichzeitig nahm die Eigenkapitaldecke der Unternehmungen laufend ab; sie ist niedriger als etwa in Japan und den USA<sup>2</sup>. Die Investitionen steigen damit zwar wertmäßig noch an, doch sinkt der Anteil der Eigenfinanzierung ständig zu. Die Verschuldung der privaten Unternehmen steigt mithin, und damit erhalten bei Investitionsvorhaben neben den Absatzerwartungen die Kreditkosten ein stärkeres Gewicht.

Der Anteil des staatlichen Konsums nahm von knapp 16 % im Jahre 1970 auf 21 % im Jahre 1981 laufend zu. Gleichzeitig damit steigt die Verschuldung der öffentlichen Haushalte ständig an; im Jahre 1982 betrug sie 588,2 Mrd. DM, wovon 402,1 Mrd. DM durch Direktausleihungen – insbesondere durch Schuldscheindarlehen – bei Kreditinstituten finanziert wurden<sup>3</sup>. Nun ist eine solche Zunahme der Staatsschuld in fast allen westlichen Ländern festzustellen. Die absolute Höhe der öffentlichen Verschuldung läßt jedoch keine Beurteilung über deren Wirkung zu. Sinnvoller ist es, auf die reale Verschuldungsquote abzustellen, bei der die deflationierte Staatsschuld auf das reale Bruttosozialprodukt bezogen wird. Diese reale Verschuldungsquote weist 1979 in der Bundesrepublik Deutschland einen Wert von 0,30 auf; bei einem internationalen Vergleich der relativen öffentlichen Verschuldung ist dieser Wert für Deutschland jedoch nicht

---

<sup>1</sup> WestLB. Prognose '86, Die wirtschaftliche Entwicklung in der Bundesrepublik Deutschland 1982 bis 1986, Anhang.

<sup>2</sup> M. Lennings, Perspektiven für die deutsche Wirtschaft in den achtziger Jahren, in: Die Sparkasse, 99. Jg. (1982), Heft 9, S. 371.

<sup>3</sup> Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 35. Jg. (1983), Heft 2, S. 63\*.

bemerkenswert hoch<sup>4</sup>. Allerdings hat sich die reale Verschuldungsquote vor allem in Japan, Österreich, Schweden und Deutschland gerade während der Zeit von 1970 bis 1980 laufend und sich verstärkend erhöht, während sie in anderen Ländern – Frankreich, Großbritannien, USA – relativ gesunken ist. 1977 kam es allerdings in fast allen Ländern – mit Ausnahme der USA und Großbritannien – wieder zu einer Zunahme der Verschuldungsquote<sup>5</sup>. Ein Vergleich der jährlichen realen Wachstumsraten des Bruttosozialproduktes mit denen der realen Staatsverschuldung zeigt nur in Japan und Dänemark ein ungünstigeres Bild als in der Bundesrepublik<sup>6</sup>.

Budgetdefizite der öffentlichen Haushalte werden vom privaten Sektor durch Buchkredite bei Geschäftsbanken (Geldfinanzierung) und durch Wertpapieremissionen (Kreditfinanzierung) finanziert. Der Anteil der Buchkredite für die öffentliche Hand betrug im Jahre 1982 bereits 20 % aller Kredite für Nichtbanken, die die Geschäftsbanken bereitstellen<sup>7</sup>. Der Umlauf von Anleihen der öffentlichen Hand hatte 1982 einen Anteil von 20 % an allen umlaufenden Wertpapieren, einen Anteil von 23 % an allen umlaufenden festverzinslichen Papieren<sup>8</sup>. Damit ist die Verschuldung der öffentlichen Hand im privaten Sektor eine wesentliche Einflußgröße für monetäre Aggregate und die Entwicklung des Zinsniveaus.

Seit der Einführung flexibler Wechselkurse im Jahre 1973 treten auch verstärkt Zahlungsbilanzprobleme auf. Im Jahre 1974 war die Zahlungsbilanz mit 9,14 Mrd. DM passiv, obgleich die Leistungsbilanz einen seit Jahren nicht mehr erreichten Überschuß von 26,58 Mrd. DM aufwies. In den Folgejahren sank dieser Leistungsbilanzüberschuß laufend – mit Ausnahme des Jahres 1978 – und ist seit 1979 stets negativ; im Jahre 1982 ist er wieder schwach positiv.

Neben einem verstärkten Passivsaldo bei den Dienstleistungen (insbesondere beim Reiseverkehr) und den unentgeltlichen Übertragungen (insbesondere öffentliche Übertragungen, und hierbei in erster Linie an die EG) erreicht seit 1979 auch die Handelsbilanz nicht mehr die Überschüsse wie in der Vergangenheit; eine Ausnahme scheint wieder im Jahre 1982 zu bestehen, für das ein Exportüberschuß von ca. 50 Mrd. DM geschätzt wird.

<sup>4</sup> D. Cassel, Staatsverschuldung international – Stand und Entwicklung der öffentlichen Kreditaufnahme ausgewählter OECD-Länder im Vergleich, in: G. Bombach/B. Gahlen/ A. E. Ott (Hrsg.), Möglichkeiten und Grenzen der Staatstätigkeit, Schriftenreihe des wirtschaftswissenschaftlichen Seminars Ottobeuren, Bd. 11. Tübingen 1982, S. 694.

<sup>5</sup> D. Cassel, ebenda.

<sup>6</sup> D. Cassel, a.a.O., S. 697.

<sup>7</sup> Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, a.a.O., S. 12\* und S. 28\*.

<sup>8</sup> Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, a.a.O., S. 56\*f.

Für die in der Vergangenheit relativ ungünstige Entwicklung der Handelsbilanz sind zwei Faktoren verantwortlich: Zum einen wird der Handel mit den außereuropäischen Industrienationen USA, Japan und Kanada stark passiv, zum anderen aber auch der Handel mit den OPEC-Ländern; im Jahre 1980 bestand gegenüber den OPEC-Ländern ein passiver Handelsbilanzsaldo von 14,6 Mrd. DM, der 1981 dann aber wieder auf nur 2,6 Mrd. DM absank.

Seit 1978 ist auch die Kapitalbilanz aktiv, d. h. weist Nettokapitalimporte auf. Maßgeblich daran ist der öffentliche, langfristige Kapitalverkehr beteiligt, der im Jahre 1980 (1981) einen Kapitalimport von 20,8 Mrd. DM (18,0 Mrd. DM) aufwies; im Jahre 1982 wird er auf nur noch 5,1 Mrd. DM geschätzt. Neben einer inländischen kommt es somit also auch zu einer ausländischen Verschuldung der öffentlichen Hand. Neben Zahlungsbilanzwirkungen wird dies auch einen Einfluß auf das inländische Zinsniveau haben. Es wird die These vertreten, daß eine Verschuldung der öffentlichen Hand im Ausland den inländischen Geld- und Kapitalmarkt schont; darauf wird später noch eingegangen.

Die relativ gegenüber früheren Jahren negative Entwicklung der Leistungsbilanz – mit Ausnahme des Jahres 1982 – und die induzierten Kapitalimporte der öffentlichen Hand lenken den Blick auf den Wechselkurs, denn gerade gegenüber den davon betroffenen Ländern bestehen ja flexible Kurse. Der DM/\$-Kurs ist von 3,6463 seit 1970 ständig (mit Ausnahme des Jahres 1975) gesunken; im Jahre 1980 (1982) hatte dieser Außenwert der DM einen Kurs von 1,8158 (2,4287). Die laufende Aufwertung der DM bis 1980 bedeutet für den Export eine ständige Wettbewerbsverschlechterung, für den Import dagegen eine Verbesserung; zumal für Ölimporte i. d. R. eine Rechnungslegung in US-\$ erfolgt. Immerhin ist der DM/\$-Kurs aber nicht in dem Umfange gesunken, wie die Ölpreise gestiegen sind.

## II. Die Bedeutung des Zinsniveaus

Die gegenwärtige Schwäche der inländischen Investitionsvorhaben ist neben dem geringeren Wachstum des nominellen Bruttosozialproduktes bei sogar negativ werdenden Wachstumsraten des realen Bruttosozialproduktes unter anderem auch auf die seit dem Tiefpunkt im Jahre 1978 stark angestiegenen Zinssätze zurückzuführen. Allerdings sind die Soll- und Habenzinsen nicht höher als bis 1974 gewesen. Dies gilt auch für die Tagesgeldsätze. – In den USA dagegen sind die Tagesgeldsätze im Jahre 1980 doppelt so hoch wie zu der angespannten Zeit zu Beginn der 70er Jahre, etwa im Jahre 1973.

Das amerikanische Zinsniveau hat einen bedeutenden Einfluß auch auf das europäische Zinsniveau, nicht zuletzt deshalb, weil der New Yorker Tagesgeldsatz fast mit dem am Eurodollarmarkt übereinstimmt, einem Markt, auf dem alle bedeutenden deutschen bzw. europäischen Banken engagiert sind. Es ist allerdings merkwürdig, daß mit der beginnenden Zinssenkungstendenz in den USA im Jahre 1981 die Zinssätze in Deutschland zunächst noch geringfügig zugenommen haben – ehe sie danach ebenfalls sanken – und außerdem der DM/\$-Kurs anstieg, die DM also vorübergehend abwertete.

Dafür können keine quantitativen Gründe angeführt werden, hier kommen qualitative Ursachen für die sich international verschlechternde deutsche Situation ins Spiel. Ein Aspekt dafür dürfte die noch genauer darzustellende Wirkung der zunehmenden Staatsverschuldung sein, die möglicherweise das Vertrauen in die deutsche Währung beeinträchtigte.

Die Geldpolitik steht damit vor einem Dilemma: Eine Lockerung der Geldpolitik führt möglicherweise zu einer Zunahme des Investitionsvolumens, sofern die Unternehmer günstige Absatzerwartungen haben, was unter anderem auch durch Lohnabschlüsse, die über den Produktivitätsfortschritt hinausgehen, beeinträchtigt wird. Zugleich aber wird diese Lockerung der Geldpolitik zu Kapitalexporten führen, was wiederum den DM/\$-Kurs nach oben drückt. Neben inländischen Preisniveauimpulsen auf Grund gelockerter Geldpolitik werden so auch die Importpreise zunehmen. Da in deutsche Exportprodukte auch Importgüter eingehen, werden diese ebenfalls teurer; allerdings könnte auf Grund einer Abwertung der DM die inländische Preissteigerung durch eine, wenn auch relativ geringe Exportgüterpreissenkung überkompensiert werden.

Es bleibt aber ein qualitativer Aspekt des internationalen Kapitalverkehrs, nämlich eine mögliche Beeinträchtigung des Vertrauens in die DM bei einer international isolierten Lockerung der deutschen Geldpolitik und weiterhin expansiver Fiskalpolitik. Was sich quantitativ als durchaus richtiger geldpolitischer Impuls zur Anregung von Investitionen anbietet, löst vielleicht qualitative, negative Reaktionen aus.

### **III. Der außenwirtschaftliche Einfluß auf das inländische Zinsniveau**

Die Zentralbankgeldmengenbereitstellung gibt den gesamten Impuls der Geldpolitik und des außenwirtschaftlich bedingten Liquiditätsflusses bei festen Wechselkursen an. Bei festen wie flexiblen Wechselkursen werden Einflüsse vom Ausland auf das inländische Zinsniveau ausgeübt, das ja ein Element im Transmissionsprozeß monetärer Impulse auf den realwirt-

schaftlichen Sektor darstellt. Das inländische Zinsniveau wird – im Falle eines relativ kleinen Landes wie der Bundesrepublik Deutschland – vom ausländischen Zinsniveau dominiert. Dies läßt sich sehr einfach an elementaren Zahlungsbilanzeffekten zeigen<sup>9</sup>.

Häufig wird ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht mit einer ausgeglichenen Zahlungsbilanz nach dem Gesamtbilanzkonzept identifiziert. Von der Gesamtbilanz gehen nach klassischer Ansicht allein durch die Leistungsbilanz, nach keynesianischer Auffassung zusätzlich durch die Kapitalbilanz und nach postkeynesianischer sowie monetaristischer Seheweise ebenfalls durch Leistungs- und Kapitalbilanz Wirkungen auf den realen Sektor der Volkswirtschaft aus, gleichzeitig jedoch auch Vermögenseffekte über eine Änderung des Bestandes an Kapital (Realkapital, Wertpapiere, Forderungsrechte) in der Hand von Inländern. Als grundlegende Beziehung für ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht gilt dabei:

$$(1) \quad Ex - Im + KIm - KEx = \dot{R} \quad \text{mit } \dot{R} \stackrel{!}{=} 0,$$

wobei  $Ex$  = Exportwert,  $Im$  = Importwert,  $KIm$  = Kapitalimport,  $KEx$  = Kapitalexport und  $\dot{R}$  = Änderung der Währungsreserven.

Der Kapitalverkehr führt zu einer internationalen Umschichtung des verbrieften Vermögens von der Hand der Inländer in die der Ausländer und vice versa; dies geht bei festen Wechselkursen einher mit einer Bestandsänderung der Geldmengen. Beide Bestandsänderungen – die der Geldmenge wie die des verbrieften Vermögens – laufen entgegengerichtet<sup>10</sup>.

Die traditionelle Außenwirtschaftspolitik unterstellt nun ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht für den Fall, daß die Zahlungsbilanz (genauer: Devisenbilanz) mit einem Saldo von Null abschließt, also  $\dot{R} = 0$ . Dies läßt jedoch einen Saldo in der Leistungsbilanz ( $Ex \neq Im$ ) zu, der von einem wertmäßig ebenso großen entgegengerichteten Saldo in der Kapitalbilanz ausgeglichen wird ( $KIm \neq KEx$ ). Ein Saldo in der Kapitalbilanz kann allerdings nur vorübergehend, nicht aber dauerhaft bestehen. So bedeutet

<sup>9</sup> M. Borchert, Geld und Kredit, Eine Einführung in die Geldtheorie und Geldpolitik, Stuttgart 1982, S. 93 ff.

<sup>10</sup> Im Falle kleinerer Länder muß es nun zu keinem eindeutigen allgemeinen Gleichgewicht mehr kommen. Das System wird labil, es sei denn, man führt internationale Zinsertrags- und Tilgungszahlungen ein. Zinserträge, die ja in der Dienstleistungsbilanz festgehalten werden, spielen für eine Gleichgewichtsbetrachtung eine erhebliche Rolle. In einem dynamischen System sind sie auch der einzige Faktor, der eine dauerhafte Budgetdefizitfinanzierung ausschließt. Im Zwei-Länder-Fall dagegen besteht eine Stabilität des Systems, weil für beide Länder eine bestimmte Vermögensstruktur (Geld/Wertpapiere) unterstellt werden muß!

z. B. ein Nettokapitalimport ( $KIm > KEx$ ) – ausgelöst etwa durch eine restriktive Geldpolitik im Inland mit steigenden Zinssätzen –, daß laufend Ausländer im Inland Forderungsrechte erwerben und mithin den Bestand an Forderungsrechten in der Hand von Inländern laufend reduzieren. Im Extremfall besitzen bei einer solchen Zahlungsbilanzsituation die Inländer schließlich überhaupt keine Forderungsrechte mehr, das gesamte inländische Vermögen ist dann in die Hand der Ausländer übergegangen.

Eine solche Extremsituation ist in der Praxis kaum zu erwarten. Jedoch werden jene theoretischen Konsequenzen bereits bei Beginn einer solchen Entwicklung spürbar, wenn das Bewußtsein der Wirtschaftssubjekte dafür sensibilisiert ist. Man denke an die Kaufabsichten von Krupp- oder Daimler-Benz-Aktien vor einigen Jahren durch Ölländer. Dies führte nicht wegen quantitativer, aber wegen qualitativer subjektiver Vermögenseffekte zu einer Abwehrhaltung.

Der laufende Entzug von Vermögen aus der Hand von Inländern in die der Ausländer muß natürlich auch Zinswirkungen haben. Je geringer der Bestand an verbrieftem Vermögen in der Hand der Inländer ist, desto wertvoller wird für Inländer deren Besitz, d. h. desto höher wird der Preis der den Inländern verbleibenden Wertpapiere. Der inländische Zinssatz sinkt damit wieder. Über mittlere Sicht wird der inländische Zinssatz dann solange sinken, bis es sich für Ausländer nicht mehr lohnt, im Inland Forderungsrechte zu erwerben. Die Kapitalbilanz ist dann ausgeglichen.

Wenn außerdem bei „außenwirtschaftlichem Gleichgewicht“ die Devisenbilanz ausgeglichen ist, muß dies notwendig auch die Leistungsbilanz sein. Ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht, adäquat formuliert, enthält also eine ausgeglichene Devisenbilanz als notwendige Bedingung, die aber nicht zugleich auch hinreichend ist: Wesentlich ist außerdem eine ausgeglichene Kapitalbilanz wie ebenfalls eine ausgeglichene Leistungsbilanz.

Für den außenwirtschaftlichen Bereich folgt aus einer solchen Einbeziehung von Vermögenseffekten der Kapitalbilanz: Es kommt zu einer Verschiebung der Geldnachfragekurve durch den Kapitalexport (Vermögensimport) und Kapitalimport (Vermögensexport), und zwar bei festen wie bei beweglichen Wechselkursen. Da eine Niveaushiftung der Geldnachfrage tendenziell den Zinssatz variiert, muß längerfristig im Gleichgewicht der zinsabhängige Kapitalverkehr irgendwann einmal zum Erliegen kommen. Dies ist dann der Fall, wenn die internationalen Zinssätze bei vollkommener Kapitalmobilität überall gleich hoch sind; bei unvollkommener Kapitalmobilität (international unterschiedliche Wertpapiere) käme es zu einer gleichgewichtigen Zinsdifferenz.

Die hier vorgestellten Überlegungen bedeuten nun keineswegs, daß man bis zum Erreichen der abgeleiteten Wirkungen – weil langfristig – unendlich lange warten müßte. Vielmehr tendieren die angeführten Wirkungsfaktoren von Anbeginn an zu den dargestellten Konsequenzen. Man muß sie also kennen, um sagen zu können, welche Effekte eine wirtschaftspolitische Maßnahme hat.

Daraus folgt, daß eine nationale Geldpolitik, die auf eine Beeinflussung des Zinsniveaus abstellt, allenfalls ganz kurzfristig erfolgreich sein kann. Mittelfristig dagegen wird das inländische Zinsniveau vom ausländischen determiniert, und zwar unabhängig von der inländischen Geldpolitik.

#### **IV. Außenwirtschaftliche Wirkungen eines öffentlichen Budgetdefizites**

In der gegenwärtigen wirtschaftspolitischen Diskussion wird die konsequente Geldpolitik der Deutschen Bundesbank außenwirtschaftlich begründet: Ein Senken des deutschen Zinsniveaus unabhängig von der Entwicklung des internationalen Zinsniveaus könne nicht erfolgreich sein. Wegen der hohen Zinslast der in der Vergangenheit aufgelaufenen Staatsschuld ergeben sich zusätzliche fiskalpolitische Forderungen: Das laufende Staatsbudget sollte reduziert werden. Viel zu wenig – ja fast überhaupt nicht – wird in der wirtschaftspolitischen Diskussion die gegenseitige Abhängigkeit zwischen den außenwirtschaftlichen Beziehungen, festgehalten in der Zahlungsbilanz, und dem Staatsbudget beachtet. Dabei handelt es sich um eine Vernachlässigung der oben bereits angesprochenen Vermögenseffekte.

##### *1. Grundlegende Wirkungen von Budgetdefiziten*

Als grundlegende Annahme für eine Finanzierung von Budgetdefiziten, der Differenz zwischen den Staatsausgaben  $A_{St}$  und den Steuereinnahmen – als mit dem Steuersatz  $t$  abhängig vom Volkseinkommen  $Y$  –, wird eine Erhöhung der Geldmenge  $\Delta M$  (Geldfinanzierung) und/oder eine Konsolidierung der entstehenden Staatsschuld über zusätzliche Wertpapiere  $\Delta W$  (Kreditfinanzierung) angesehen, also

$$(2) \quad A_{St} - tY = \Delta M + \Delta W.$$

Untersucht man zunächst die reine Geldfinanzierung dieses Defizits, so gilt, daß es solange zu laufenden Anpassungen der individuellen Wirtschaftspläne kommt, wie zusätzlich Geld geschaffen wird. Allein dann, wenn

die zusätzliche Geldmenge, die durch Geldfinanzierung der Budgetdefizite in den Kreislauf gelangt, gerade so groß ist wie der Kapalexport, ist eine stabile Lage gegeben.

Unterstellt man nämlich einmal, das staatliche Budgetdefizit würde dauernd durch zusätzliches Geld ( $\Delta M$ ) finanziert werden, so müßte die inländische Geldmenge dauerhaft zunehmen. Allenfalls eine Zunahme der Geldmenge im Umfang des realen Wachstums könnte man sich als neutral im Hinblick auf Preisniveau und Zinssatz vorstellen. Geht aber die Geldfinanzierung des Budgetdefizites über den Produktivitätsfortschritt hinaus, so bewirkt dies tendenziell eine Erhöhung des inländischen Preisniveaus und eine Reduktion des binnenländischen Zinsniveaus; von einer Aufblähung des Zinssatzes um die Preisniveausteigerungsrate (*Gibson-Paradoxon*) sei hier abgesehen. Die erhöhte Preisniveausteigerungsrate führt zu einer Passivierung der Leistungsbilanz durch Verteuerung inländischer Exportgüter und zu einer Zunahme des Importwertes auf Grund der Steigerung des nominellen Volkseinkommens. Gleichzeitig bewirkt der abnehmende inländische Zinssatz eine Zunahme des Nettokapalexportes. Beides führt zu einer Passivierung der Zahlungsbilanz (bei festen Wechselkursen) oder einer Abwertung der inländischen Währung (bei beweglichen Wechselkursen). Je umfangreicher Budgetdefizite durch zusätzliches Geld finanziert werden, desto stärker werden diese soeben beschriebenen Effekte sein.

Dies gilt auch für eine Kreditfinanzierung von Budgetdefiziten. Durch Emission zusätzlicher Wertpapiere, bei der laufend mit der Erhöhung des Angebotes solcher Wertpapiere deren Kurs sinkt, steigt ihre Rendite. Auch jetzt kommt es wieder zu einer Passivierung der Zahlungsbilanz, einfach weil das nominelle Volkseinkommen zunimmt; nähme es ab, ergäbe sich das merkwürdige Resultat, daß Staatsausgabenpolitik kontraktiv wirken würde.

Das steigende Zinsniveau bewirkt nun einen Kapitalimport, der zu einem Zufluß an Liquidität führt (bei festen Wechselkursen) oder aber zu einer Aufwertung der inländischen Währung (bei beweglichen Wechselkursen). Der Nettokapitalimport wird solange aufrechterhalten, wie das inländische Zinsniveau durch die Wertpapierfinanzierung öffentlicher Budgetdefizite über dem ausländischen Zinsniveau bleibt. Diese Art der Defizitfinanzierung könnte dann dauerhaft bestehen, wenn gerade ein solcher Umfang an Wertpapieren emittiert würde, wie er von Ausländern durch Kapitalimporte aufgesogen werden kann.

In jedem Falle kommt es damit durch die Finanzierung öffentlicher Budgetdefizite zu Zahlungsbilanzwirkungen, die natürlich durchaus durch andere Faktoren kompensiert werden könnten. Dies ändert jedoch nichts



an der Tatsache, daß die Finanzierung der Budgetdefizite in der gerade beschriebenen Form wirkt. In einem solchen Fall würde dann gelten, daß ohne die beschriebenen Effekte eben diese anderen Faktoren nicht zu einer Kompensation, sondern zu einer alleinigen Entfaltung kämen.

## 2. Defizitfinanzierung durch zusätzliches Geld

Die zusätzliche Geldmenge, die bei der Finanzierung eines Budgetdefizites in den Kreislauf gelangt, wird in einer offenen Volkswirtschaft schließlich zumindest teilweise ins Ausland abfließen. Allgemein gilt nun für eine stabile Wirtschaftslage im Inland

$$(2a) \quad A_{St} - tY = \Delta M \quad \text{und}$$

$$(1) \quad Ex - Im + KIm - KEx = \dot{R} \quad \text{mit } R < 0.$$

Da aber ein Kapitalverkehr nicht dauerhaft stattfinden kann, weil er zu weiteren Bestandsänderungen auf Grund des entgegengerichteten internationalen Stromes verbriefter Forderungsrechte führt, muß schließlich einmal  $KIm = KEx$  gelten; für den Fall des kleinen Landes bedeutet dies, daß der inländische Zinssatz sich dem ausländischen anpaßt. Daraus folgt die fundamentale Beziehung

$$(3) \quad A_{St} - tY = Im - Ex,$$

d. h. die für die Finanzierung des Budgetdefizites geschaffene zusätzliche Geldmenge wird zur Bezahlung des zugleich entstehenden Leistungsbilanzdefizites verwendet. Hier kommt es nun dazu, daß ein allgemeines volkswirtschaftliches Gleichgewicht durchaus mit einem außenwirtschaftlichen Ungleichgewicht vereinbar ist.

Bei begrenzten Währungsreserven muß aber über mittlere Sicht für ein ausgeglichenes Staatsbudget und damit eine ausgeglichene Zahlungsbilanz gesorgt werden<sup>11</sup>. Daraus folgt: Staatsschuld führt langfristig zu einem Leistungsbilanzdefizit und vice versa!

## 3. Defizitfinanzierung durch zusätzliche Wertpapiere

Zusätzlich emittierte Wertpapiere, die bei einer solchen Finanzierung des Budgetdefizites in den Kreislauf gelangen, werden – wie oben dargestellt –

<sup>11</sup> Dies gilt nicht allein für den Fall des kleinen Landes, sondern auch für den Zweiländer-Fall.

in einer offenen Volkswirtschaft zumindest teilweise auch an das Ausland abgegeben. Allgemein gilt dann

$$(2b) \quad A_{St} - tY = \Delta W \quad \text{und}$$

$$(1a) \quad Ex - Im + KIm - KEx = 0 .$$

Da in diesem Falle das Inland seine Geldmenge nicht exogen variiert, wird es langfristig auch keine dauerhafte Geldmengenänderung mehr geben. Jetzt aber kommt es laufend zu einer Erhöhung des Wertpapierbestandes, was die privaten Wirtschaftssubjekte zu dauernden Anpassungen ihrer Portefeuilles bewegt. Die auf Grund eines Budgetdefizites stets neu emittierten Wertpapiere werden aber – zunächst teilweise, später insgesamt – an das Ausland abgegeben, sofern im Inland der Zinssatz dauerhaft über den im Ausland ansteigt. Damit kommt es dauerhaft zu einem Geldzustrom ins Inland – Pendant zur Abgabe inländischer Wertpapiere an das Ausland –, der praktisch zur Begleichung von zugleich entstehenden Importüberschüssen verwendet wird. Die inländische Geldmenge verbleibt dann auf dem neuen Niveau erhalten, und es gilt wie oben

$$(1c) \quad Ex - Im = KEx - KIm$$

$$\text{mit } Ex - Im < 0 \quad \text{und} \quad KEx - KIm < 0 .$$

Die Abgabe inländischer Vermögenstitel an das Ausland wird somit laufend durch neu geschaffenes verbrieftes Vermögen auf Grund der Finanzierung des Budgetdefizites ausgeglichen. Da nun jedoch der inländische Zinssatz über dem des ausländischen zu liegen kommt, wird bis zum Erreichen einer neuen stabilen Situation natürlich auch ein Teil des bisherigen inländischen Bestandes verbrieften Vermögens an das Ausland abgegeben werden müssen. Es gilt hier anders als bei der Geldfinanzierung, daß immer auch ein außenwirtschaftliches Gleichgewicht mit  $\dot{R} = 0$  besteht, bei allerdings unausgeglichenen Teilbilanzen der Zahlungsbilanz. Nach *Takayama* kann es sogar kurzfristig zu einem Sinken des Volkseinkommens kommen, da der Einfluß der wertpapierfinanzierten Staatsausgaben auf das Niveau des Volkseinkommens unbestimmt ist<sup>12</sup>.

## V. Staatliche Budgetfinanzierung im Ausland

Werden öffentliche Budgetdefizite im Ausland finanziert, so ist deren Wirkung von der gezeichneten Währungseinheit abhängig. Bei einer öffent-

<sup>12</sup> Der Zwei-Länder-Fall ist ohne Einführung von Annahmen über Portfolioanpassungen nicht darstellbar.

lichen Kreditaufnahme im Ausland in inländischer Währung ist zu unterscheiden, ob der Kredit in Zentralbankgeld oder Geschäftsbankengeld aufgenommen wird.

Die öffentliche Kreditaufnahme in inländischem Geschäftsbankengeld bei Ausländern bewirkt, daß in der Kapitalbilanz die Verbindlichkeiten inländischer Geschäftsbanken (gegenüber Ausländern) reduziert und die der öffentlichen Hand ausgedehnt werden. Der Zahlungsbilanzsaldo ist gleich null. Würde der öffentliche Kredit in inländischem Zentralbankgeld aufgenommen werden, so reduzierten sich die Verbindlichkeiten der Zentralbank gegenüber dem Ausland und die der öffentlichen Hand stiegen an. In diesem Fall käme es zu einem Nettokapitalimport, der bei festen wie beweglichen Wechselkursen die Währungsreserven erhöht (Abnahme der Verbindlichkeit der Zentralbank). Dabei werden jedoch die Aktivpositionen der Devisenbilanz (Gold, Devisen, Kreditfacilitäten) überhaupt nicht berührt. Es kommt hierbei allein zu einer Reaktivierung inländischen Geldes im Inland, und zwar in dem Umfang wie bisher inländisches Geld im Ausland gehalten wurde. Da die gesamte Geldmenge sich nicht ändert, schlägt sich dies praktisch in einer Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes nieder.

Die öffentliche Kreditaufnahme in inländischer Währung führt dagegen zu einer Zunahme auch der inländischen Geldmenge (bei festen Wechselkursen) oder zu einer Aufwertung der inländischen Währung (bei beweglichen Wechselkursen).

Damit aber ergeben sich in beiden Fällen – der Kreditaufnahme in inländischer wie ausländischer Währung – ähnliche Wirkungen wie sie oben bereits bei einer öffentlichen Kreditaufnahme im Inland beschrieben wurden. Das, was diesen Fall von dem dort angeführten unterscheidet, ist die direkte Übereignung inländischer Wertpapiere oder Forderungsrechte an das Ausland.

## **VI. Folgerungen der Auslandsabhängigkeit für Zwischenziele und Indikatoren der Geldpolitik**

Die bisherigen Überlegungen – in erster Linie für den Fall fester Wechselkurse dargestellt, für den bei flexiblen Wechselkursen ergeben sich mit gewissen Modifikationen (Wegfall des Liquiditätseffektes) die gleichen inländischen Folgerungen<sup>13</sup>, allerdings bei variierendem Wechselkurs –

---

<sup>13</sup> M. Borchert, Staatsbudget und Zahlungsbilanz, Eigenschaften der Zahlungsbilanz bei alternativen Finanzierungsformen eines Budgetdefizites, in: WiSt, 11. Jg. (1982), Heft 8. S. 353 ff.

zeigen, daß zum einen das inländische Zinsniveau entscheidend vom ausländischen abhängig ist, und daß sich zum anderen je nach Art der Budgetdefizitfinanzierung ganz bestimmte Zahlungsbilanzstrukturen mit realwirtschaftlichen Einflüssen ergeben.

Die Finanzierung öffentlicher Budgetdefizite hat also stets auch außenwirtschaftliche Wirkungen – Einkommens-, Liquiditäts- und Wechselkurseffekte –, die nicht einfach negiert werden dürfen. Hinzu kommen qualitative Elemente: „Darüber hinaus haben die inzwischen gemachten Erfahrungen mit flexiblen Wechselkursen gezeigt, wie sensibel Kapitalbewegungen auf die performance, also auf das Abschneiden einer Volkswirtschaft im internationalen Wettbewerb, reagieren. Was bei der Aktie die roten Zahlen der Unternehmungen sind, stellt bei beweglichen Wechselkursen das Leistungsbilanzdefizit einer Volkswirtschaft dar. Das eine wie das andere bestimmen die Erwartungen über die zukünftige Entwicklung und damit auch den Aktien- oder Wechselkurs“<sup>14</sup>.

Nicht beachtet wurden bisher Erwartungseffekte. Eine staatliche Kreditaufnahme durch Wertpapieremissionen führt ja tendenziell zu einer Zinserhöhung mit der Folge von Kapitalimporten und damit einer außenwirtschaftlich bedingten Geldzufuhr (bei festen Wechselkursen) oder einer Aufwertung der inländischen Währung (bei flexiblen Wechselkursen). Wird nun z. B. eine weitere Zinserhöhung erwartet, kann es zu einer vorübergehenden Zurückhaltung der Kapitalimporteure kommen, da diese den erwarteten Zinsanstieg bzw. Kursfall abwarten möchten. Damit kann durch eine Defizitfinanzierung öffentlicher Budgets ein an und für sich zu erwartender Kapitalimport abgeschreckt werden.

Bei geldfinanzierten Staatsausgaben könnten die Wirtschaftssubjekte eine inflatorische Wirkung mit einer Zunahme des Leistungsbilanzdefizites erwarten, so daß es allein dadurch zu einer Abwertungstendenz kommen könnte.

Allerdings können solche Erwartungseffekte nur dann auch dauerhaft in der angeführten Weise wirken, wenn sie sich auch erfüllen<sup>15</sup>; im anderen Falle werden sich schließlich die zunächst angeführten Wirkungen der Staatsverschuldung durchsetzen. Erwartungen können also nicht allein durch Meinungsbeeinflussung bestimmte Wirkungen dauerhaft verursachen, sondern setzen auch ein entsprechendes Tun voraus.

<sup>14</sup> E. Heuß, Leistungsbilanzdefizit und Arbeitslosigkeit, in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik (Wirtschaftspolitische Chronik), 31. Jg. (1982), Heft 1, S. 37.

<sup>15</sup> G. Dieckheuer, Grundzüge einer Theorie der staatlichen Auslandsverschuldung, 2. Teil: Realeinkommenseffekte einer Substitution von staatlicher Inlands- durch staatliche Auslandsverschuldung, Volkswirtschaftliche Diskussionsbeiträge der Universität Bamberg, Beitrag Nr. 9 (1982), S. 15.

Im Prinzip führen also Budgetdefizite zu einer Passivierung der Leistungsbilanz mit unter Umständen negativen Einflüssen auf das Vertrauen in die Leistungsfähigkeit dieser Volkswirtschaft. Dies aber bedingt relativ hohe Zinssätze in diesem Land, um einen Kapitalabfluß einzudämmen und damit eine recht restriktive Geldpolitik. Eine expansive Geldpolitik dagegen mit Zinssenkungstendenzen wird Kapitalabflüsse verstärken.

Bei bestehenden Budgetdefiziten und Leistungsbilanzdefiziten (bzw. relativ niedrigen Leistungsbilanzüberschüssen) muß es ein wesentliches Zwischenziel der Geldpolitik sein, das internationale Vertrauen in die inländische Währung zu sichern; Indikator dafür ist der relative Währungswert (Wechselkurs). Eine reine Geldmengenpolitik könnte den nationalen Zinssatz gar nicht vom ausländischen abkoppeln – nur ganz kurzfristig! – und würde in expansiver Richtung allein das Preisniveau steigern sowie das Vertrauen von In- und Ausländern in die Preis- und Wechselkursentwicklung beeinträchtigen. Da die Zentralbank nicht die Budgets öffentlicher Haushalte beeinflussen kann, muß sie das Preisniveau und den Wechselkurs (als Indikator dieses internationalen Vertrauens) stabilisieren. Die Geldmengenpolitik (besser: Zentralbankgeldmengenbereitstellung) hat dabei auf diese Wechselkursstabilisierung<sup>16</sup> abzustellen. Und dies erlaubt es dann schließlich auch, daß durch ein starkes internationales Vertrauen selbst bei sinkendem inländischen Zinsniveau der autonome Kapitalexport eingeschränkt bzw. der autonome Kapitalimport angeregt wird. Ein induzierter Kapitalverkehr der öffentlichen Hand hätte allenfalls vorübergehend positive Effekte.

## VII. Quintessenz

In einer offenen Volkswirtschaft sind auch qualitative Aspekte – wie das Vertrauen in eine Währung – zu beachten, die das konventionelle Konzept binnenwirtschaftlicher Geldpolitik nicht mehr ohne weiteres anwendbar erscheinen lassen; insbesondere die von der Geldpolitik nicht beeinflussbare Fiskalpolitik spielt hierbei eine erhebliche Rolle. Und „weil die Verwendung der aufgenommenen Kredite durch den Staat wirtschaftlich zum Teil unsolid ist, ist auch das dazugehörige Defizit der Leistungsbilanz insoweit unsolid“<sup>17</sup>. Dieses Problem ist nicht neu; vor ungefähr 80 Jahren schrieb

---

<sup>16</sup> Natürlich könnte man auch an eine Aufwertung denken, doch dies würde dann den Güterexport einschränken; dies ist zumindest während einer Konjunkturbelebungsphase hinderlich.

<sup>17</sup> H. Willgerodt, Unsere passive Zahlungsbilanz, in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik (Wirtschaftspolitische Chronik), 30. Jg. (1981), Heft 3, S. 202.

*Eugen von Böhm-Bawerk*: „Mögen bei uns Bevölkerung, Parlamente und Regierungen dafür sorgen, daß unsere locker gewordenen Haushalte sich wieder konsolidieren, dann braucht uns nicht bange zu werden, daß auch die Passivität unserer Handelsbilanz wieder schwinden wird“<sup>18</sup>.

## Zusammenfassung

### Einige außenwirtschaftliche Aspekte der Staatsverschuldung

Im Zentrum der wirtschaftspolitischen Diskussion der letzten Zeit stehen Investitionsvolumen, Staatsausgaben und Zahlungsbilanz. Während man sich der interdependenten Beziehung zwischen Investitionstätigkeit und staatlicher Aktivität allgemein bewußt ist, wird die globale Beziehung zwischen Staatsausgaben und Zahlungsbilanz regelmäßig unterschätzt oder gar nicht registriert. Im vorliegenden Beitrag wird deshalb insbesondere diese Beziehung untersucht.

Staatsausgaben werden durch Steuern, Kredite oder Wertpapiere finanziert. Jede dieser Finanzierungsarten hat einen ganz bestimmten Einfluß auf die Liquidität einer Wirtschaft und das Zinsniveau, über dieses dann auch auf die Zahlungsbilanz. Dies wirkt nicht allein auf den zinsabhängigen, kurzfristigen (aber auch langfristigen Kapitalverkehr), sondern über die Kapitalbilanz auch auf die Leistungsbilanz und über diese schließlich wieder auf das Volkseinkommen.

Staatsausgaben können aber auch durch eine Kreditaufnahme im Ausland finanziert werden. Die Zahlungsbilanzwirkung dieser Auslandskredite hat ähnliche Wirkungen wie die Kreditaufnahme im Inland.

Alle diese Wirkungen haben gerade in den letzten Jahren das Verhalten der privaten Wirtschaftssubjekte beeinflußt, so daß es für die Liquiditätspolitik einer Volkswirtschaft entscheidend darauf ankommt, auf jene Verhaltenswirkungen abzustellen. Für die Geldpolitik bedeutet dies dann, daß heute nicht nur quantitative, sondern insbesondere qualitative Ziele verfolgt werden müssen.

## Summary

### Some International Economic Aspects of Public Debt

The economic policy debate in recent times has centred around investment volume, public expenditures and the balance of payments. While people are generally aware of the interdependent relationship between investment activity and government activity, the global relationship between public spending and the balance of payments is regularly underestimated or not registered at all. This article therefore concentrates on the examination of this relationship.

---

<sup>18</sup> *E. von Böhm-Bawerk*, *Gesammelte Schriften*, I, hrsg. von *F. X. Weiß*, Neudruck Frankfurt a. M. 1968, S. 499 ff., zitiert nach *H. Willgerodt*, a.a.O., S. 205.

Public expenditures are financed by way of taxes, credits or securities. Each of these forms of financing has a quite specific influence on the liquidity of an economy and on the interest level, and via the latter also on the balance of payments. This has an impact not only on the interest-dependent, short-term (but also long-term) capital movements, but also, via the capital account, on the current account, and finally via current account on the national income.

But public expenditures can also be financed by borrowing abroad. Such foreign credits have similar effects on the balance of payments as borrowing at home.

Particularly in recent years, all these effects have influenced the behaviour of private economic entities so that for the liquidity policy of an economy it is of decisive importance to adjust to such effects on behaviour. For monetary policy this then means that at the present time not only quantitative, but especially qualitative objectives must be pursued.

## **Résumé**

### **Quelques aspects économiques extérieurs de la dette publique**

Au centre du débat économique de ces dernières années se trouvent le volume des investissements, les dépenses de l'Etat et la balance des paiements. Alors que l'on est généralement conscient de la relation interdépendante existant entre l'activité d'investissement et l'activité des pouvoirs publics, on sous-estime régulièrement ou on ne prend même pas en compte la relation globale entre les dépenses de l'Etat et la balance des paiements. C'est pourquoi le présent article examine plus particulièrement cette seconde relation.

Les dépenses de l'Etat sont financées par l'impôt, le crédit ou l'émission de titres. Chacune de ces formes de financement a une influence bien précise sur la liquidité de l'économie et sur le niveau des taux d'intérêt, et à travers celui-ci sur la balance des paiements. Ceci a des effets non seulement sur les mouvements de capitaux à court terme sensibles aux taux d'intérêt (comme d'ailleurs aussi sur les mouvements à long terme), mais également sur les balances des opérations en capital et des opérations courantes, qui se répercutent à leur tour sur le revenu national.

Les dépenses de l'Etat peuvent également être financées par emprunts à l'étranger, mais l'incidence sur la balance des paiements est semblable à celle d'emprunts intérieurs.

Tous ces effets ont précisément influé ces dernières années sur le comportement des agents économiques privés, de sorte qu'il est devenu déterminant pour la politique de liquidité d'une économie de s'ajuster à toute incidence de comportement. Pour la politique monétaire, cela signifie donc qu'il faille aujourd'hui poursuivre non seulement des objectifs quantitatifs, mais surtout qualitatifs.