Zinstheoretische Aspekte des Debt Management in einer offenen Wirtschaft*

Von Walter A. S. Koch und Wolf Schäfer, Kiel

I. Einführung

1. Die mittelfristige Finanzplanung der Bundesrepublik Deutschland weist auf der Finanzierungsseite ein starkes Anwachsen der Staatsschulden[1] aus, das es angeraten sein läßt, sich der Politik eines staatlichen debt management in Zukunft stärker als bisher zu bedienen. Unter debt management sollen dabei die Entscheidungen, Handlungen und Maßnahmen verstanden werden, die durch eine alternative oder simultane Veränderung von Schuldformen, Laufzeiten, Zinssätzen und Verteilung einer gegebenen Höhe der Staatsschuld oder durch die Verwirklichung einer vom Parlament beschlossenen Variation der Staatsschuldhöhe finanzwirtschaftliche und/oder gesamtwirtschaftliche Ziele zu erreichen suchen[2]. In dieser Definition sind die beiden Hauptziele des debt management angesprochen. Während das finanzwirtschaftliche Ziel im wesentlichen auf die Minimierung der Zinskosten für den Staatshaushalt

---

* Für kritische Hinweise danken wir Professor W. *Albers* und Professor H. *Kolms*.

[1] Nach der Kreditfinanzierungsübersicht des Finanzplans 1975 bis 1979 des Bundes wird mit einer Nettokreditaufnahme in Höhe von 38,6 Mrd. DM 1976, 21,8 Mrd. DM 1977 und 17,6 Mrd. DM 1978 gerechnet. Die geplanten Tilgungen kurz- und längerfristiger Kredite belaufen sich in den gleichen Jahren auf 19,6 Mrd. DM, 17,5 Mrd. DM bzw. 20,8 Mrd. DM. Vgl. dazu Finanzbericht 1976, hrsg. v. Bundesministerium der Finanzen, Bonn 1975, S. 111. Die ursprünglich für 1975 ausgewiesene Netto-Kreditaufnahme in Höhe von 15,6 Mrd. DM (Haushaltsentwurf) mußte auf fast 40 Mrd. DM aufgestockt werden.

[2] Vgl. W. A. S. *Koch*, Die Gläubigerstruktur als Ansatzpunkt für ein staatliches debt management, Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen Forschung, Bd. 48, Meisenheim am Glan 1972, S. 21 f. Durch diese Definition werden insbesondere die für die Schuldenpolitik wichtigen Aspekte einer Umschuldung bei gleicher Staatsschuldhöhe sowie einer positiven Nettokreditaufnahme hervorgehoben.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.9.2.201 | Generated on 2025-07-14 22:32:26
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

(fiskalisches Ziel) gerichtet ist, wird in der geldtheoretischen Diskussion überwiegend auf den Beitrag des debt management zur konjunkturellen Stabilisierung, insbesondere der Preisniveaustabilisierung, abgestellt. Beide Zielsetzungen werden im folgenden berücksichtigt. Die Forderung nach dem Einsatz der Staatsschuld als finanz- bzw. geldpolitisches Steuerungsinstrument resultiert aus der Einsicht, daß

— die Zunahme der Zins- und Tilgungslasten zu einer stärkeren Beschränkung der Flexibilität des Staatshaushalts führt und

— mit der Höhe und der Struktur der Staatsschulden Bedingungen geschaffen werden und von ihnen Wirkungen ausgehen können, die bei bestimmten Konjunkturentwicklungen unerwünscht sind.

2. Bei den Untersuchungen über das debt management wird regelmäßig eine geschlossene Wirtschaft unterstellt. Diese Annahme ist vertretbar, wenn von der Einbeziehung der Auslandsverschuldung in ein staatliches debt management nur vernachlässigbar kleine Wirkungen erwartet werden können. Das ist regelmäßig bei einer relativ niedrigen Auslandsverschuldung der Fall. Für die Untersuchung, welche Modifikationen sich — gegenüber einer geschlossenen — in einer offenen Wirtschaft hinsichtlich der Möglichkeiten und Wirkungen von debt management-Operationen ergeben, ist dagegen weniger bedeutsam, wie hoch die Auslandsverschuldung ist, als vielmehr, welche Art geldwirtschaftlicher Verflechtung mit dem Ausland besteht. In diesem Zusammenhang ist das Problem des internationalen Zinsverbunds besonders wichtig.

3. Ziel der folgenden Überlegungen ist es zu untersuchen, welche Bedingungen der internationale Zinsverbund für das debt management eines Landes schafft und welche Auswirkungen sich daraus für die Schuldenpolitik ergeben. Wir wollen dabei zunächst die Gründe aufzeigen, die dazu geführt haben, daß sich der internationale Zinsverbund in den letzten Jahren verstärkt hat. Sodann soll analysiert werden, welche Folgerungen daraus für die staatliche debt management-Politik zu ziehen sind. Abschließend wird erörtert, welche Wirkungen sich für das debt management ergeben, wenn ein Land sich dem Zinsverbund durch außenwirtschaftliche Absicherung entzieht.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.9.2.201 | Generated on 2025-07-14 22:32:26
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

II. Der internationale Zinsverbund bei festen Wechselkursen

4. In einem Währungssystem mit fixierten Paritäten und freier Konvertibilität der Währungen müssen die Zentralbanken

— einerseits die Auswirkungen ihrer binnenwirtschaftlich orientierten Maßnahmen auf die internationalen Kapitalbewegungen berücksichtigen,

— andererseits aber auch die Beeinflussung der nationalen Wirtschaftsentwicklung durch diese Kapitalbewegungen beachten.

Dadurch treten für die Zentralbanken bei ihrer Aufgabe, interne und externe Stabilität aufrechtzuerhalten, in der Regel Schwierigkeiten auf.

5. Die Schwierigkeiten werden ceteris paribus um so größer, je mehr Umfang und Mobilität internationaler Kapitalbewegungen sich erhöhen. Von Relevanz ist dies unter dem Aspekt, daß seit der Entstehung internationaler Geld- und Kapitalmärkte eine Erhöhung des Transaktionsumfangs sowie der Zins- und Erwartungselastizitäten (in bezug auf Wechselkursänderungen) im internationalen Kapitalverkehr zu beobachten ist. Die Gründe für diese Entwicklung liegen vor allem darin, daß

— neben den nationalen Finanzmärkten die internationalen Geld- und Kapitalmärkte zusätzliche Kapitalanlage- und -aufnahmemöglichkeiten für den Ausgleich von Liquiditätsdivergenzen sowie für Zinsarbitrage-, Hedging- und Spekulationsgeschäfte bieten[3],

— auf den internationalen Geldmärkten bei Kreditaufnahmen in der Regel keine langwierigen Kreditverhandlungen und Bonitätsprüfungen stattfinden[4], so daß Verschuldungen leichter möglich sind,

— bereits geringfügige Veränderungen in den internationalen Zinsdifferenzen sowie das Auftreten von Wechselkursänderungserwartungen in der Regel umfangreiche internationale Kapitalbewegungen auslösen.

---

[3] So werden z. B. Geldmarkttransaktionen von nichtamerikanischen Geschäftsbanken, die auf dem amerikanischen Geldmarkt wegen seiner relativ einseitigen Ausrichtung auf den Handel mit Geldmarktpapieren nicht oder nur schwer durchzuführen sind, zunehmend auf den internationalen Geldmärkten, insbesondere auf dem Eurodollarmarkt, abgewickelt. Vgl. dazu W. *Schäfer*, Der Euro-Dollarmarkt (Kieler Studien, 120), Tübingen 1971, S. 11/12.

[4] Beispielsweise ist eine Kreditaufnahme in den Vereinigten Staaten durch europäische Banken grundsätzlich nicht ohne Bonitätsprüfungen und intensive Kreditverhandlungen, die sich auf die Stellung von Sicherheiten, auf die Höhe der Kreditzinsen, der zu haltenden compensating balances usw. beziehen, möglich.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.9.2.201 | Generated on 2025-07-14 22:32:26
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

6. Diese Entwicklung führte zu einer engeren Verflechtung der nationalen und internationalen Finanzmärkte mit der Folge einer Verstärkung des internationalen Zinsverbunds[5] und einer damit verbundenen Einschränkung der kreditpolitischen Autonomie der Zentralbanken.

7. Die allgemeine Verstärkung des internationalen Zinsverbunds ist zusätzlich durch folgenden Aspekt zu charakterisieren: Da die westliche Weltwirtschaft von der Wirtschaft der Vereinigten Staaten dominiert wird — was in besonders starkem Maße für die Geld- und Kapitalmärkte gilt[6] —, kann eine Abhängigkeit der europäischen Zinssätze insbesondere vom amerikanischen Zinsniveau beobachtet werden. Diese Abhängigkeit wird verstärkt durch die Existenz des Euro-Dollarmarktes, der sich wie ein Transmissionsmechanismus zwischen den amerikanischen und europäischen Geldmärkten auswirkt. Die damit verbundene erheblich verstärkte Abhängigkeit der europäischen Währungsbehörden von der amerikanischen Geld- und Kreditpolitik kann durch eine Analyse des Zinsbildungsprozesses auf dem Euro-Dollarmarkt besonders verdeutlicht werden.

8. Die Zinssätze für Euro-Dollarkredite bewegen sich grundsätzlich innerhalb einer bestimmten Bandbreite. Diese Bandbreite wird nach oben von den in den Vereinigten Staaten für Dollarkredite zu zahlenden und nach unten durch die für Dollarkredite in den Vereinigten Staaten zu erzielenden Zinssätze begrenzt; denn grundsätzlich wird kein Marktteilnehmer bereit sein, Dollarkredite zu höheren Zinssätzen aufzunehmen oder Dollarguthaben zu niedrigeren Zinssätzen anzulegen als dies in den Vereinigten Staaten möglich ist.

9. Somit kann festgestellt werden: Die amerikanischen Soll- und Habenzinsen bestimmen prinzipiell die Schwankungsgrenzen, innerhalb derer sich das Zinsniveau des Euro-Dollarmarktes bewegt. Berücksichtigt man, daß bei fixierten Paritäten und freier Konvertibilität internationale Kapitalbewegungen eine Tendenz zum Ausgleich der internationa-

---

[5] Die Zinsentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland wurde etwa seit Mitte der 60er Jahre vor allem vom internationalen Zinsniveau bestimmt, während davor auch nationale Besonderheiten einen maßgebenden Einfluß ausübten, wie dies auch seit der Wechselkursfreigabe der DM wieder zu beobachten ist.

[6] Vgl. auch W. *Schäfer,* Lower Interest Rates in Europe — A Sceptical View. Euromoney, London, Vol. 2 (1971), No. 11, S. 65. — F. *Mastrapasqua,* US Bank Expansion Via Foreign Branching. Monetary Policy Implications, Federal Reserve Bank of Boston, Bulletin Nos. 87 - 88, January 1973.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.9.2.201 | Generated on 2025-07-14 22:32:26
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

len Nettozinsdifferenzen für Soll- und Habenzinsen hervorrufen, so bestimmt mithin das Euro-Dollar-Zinsniveau auch die Höhe der Zinssätze und deren Fluktuationsbereich auf den nationalen europäischen Geldmärkten. Dieser Zusammenhang ist in der Literatur verschiedentlich hervorgehoben und durch empirische Untersuchungen bestätigt worden[7]. Letztlich wird damit der Spielraum der Zentralbanken für ihre Zinspolitik festgelegt[8].

10. Relevant ist in diesem Zusammenhang ein weiterer Aspekt, der durch folgende grundsätzliche Überlegung deutlich wird: Die Höhe des nominellen Zinsniveaus eines Landes wird in Zeiten inflationärer Preisentwicklung wesentlich mitbestimmt von den Preisänderungserwartungen der Wirtschaftssubjekte, weil ein anhaltender Geldwertschwund das Verhalten der Anbieter und Nachfrager auf dem Kreditmarkt verändert[9]. Geldvermögensbesitzer versuchen, sich gegen eine Geldentwertung dadurch zu schützen, daß sie — um eine bestimmte Realverzinsung

---

[7] Vgl. I. O. *Scott*, Jr., The Euro-Dollar Market and Its Public Policy Implications. Paper No. 12, Materials Prepared for the Joint Economic Committee of the Congress, Washington, D. C., 1970, S. 17 - 27. — W. *Schäfer*, Eurodollarmarkt verstärkt internationalen Zinsverbund. Die Weltwirtschaft, Tübingen 1970, H. 2, S. 100. — G. *Rich*, A Theoretical and Empirical Analysis of the Eurodollar Market. Journal of Money, Credit and Banking, Vol. IV (1972), No. III, S. 628 f. — W. *Filc*, Zinsarbitrage und Währungsspekulation. Veröffentlichungen des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung, Bd. 12, Berlin 1975, S. 164.

[8] Dieser Spielraum kann natürlich durch die Einführung künstlicher Marktunvollkommenheiten — wie z. B. durch Maßnahmen, die wie Quoten wirken, durch Zölle auf Geld- und Kapitalimporte, durch Swappolitik usw. — erweitert werden. Vgl. in diesem Zusammenhang H. *Giersch*, Wicksell Lectures 1970: Growth, Cycles, and Exchange Rates — The Experience of West Germany. Uppsala 1970; deutsche Übersetzung: Wicksell-Vorlesungen 1970: Wachstum, Konjunktur und Wechselkurse — die Erfahrungen in der Bundesrepublik Deutschland. In: H. *Giersch*, Kontroverse Fragen der Wirtschaftspolitik. München 1971, S. 11 - 54, hier insbes. S. 35/36, sowie U. *Baßeler* und W. *Schäfer*, Zur Interdependenz zwischen Instrumenten zur Regelung des Kapitalverkehrs. Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Tübingen, Bd. 131 (1975), H. 2, S. 287 - 295.

[9] Die Bestimmung von Preisänderungserwartungen ist ein schwieriges Problem. Üblicherweise werden sie als Funktionen vergangener Preisänderungsraten angenommen. Vgl. hierzu insbesondere: I. *Fisher*, The Theory of Interest. New York 1930. — J. R. *Hicks*, Value and Capital. 2nd ed., Oxford 1946. — L. M. *Koyck*, Distributed Lags and Investment Analysis. Amsterdam 1954. — S. *Almon*, The Distributed Lags Between Capital Appropriations and Expenditures. Econometrica, London, Vol. 33 (1965), S. 178 - 196.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.9.2.201 | Generated on 2025-07-14 22:32:26
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ihres Kapitals zu gewährleisten — entsprechend den von ihnen erwarteten Inflationsraten höhere Zinssätze verlangen; Kreditnehmer werden höhere Zinssätze akzeptieren, weil ihnen die Geldentwertung bei konstanter nomineller Zinsbelastung eine reale Erhöhung der Bruttogewinne ermöglicht[10].

Kalkulieren also Kreditnehmer und -geber mit erwarteten Inflationsraten, so steigen die nominellen Zinssätze. Je länger dabei ein inflatorischer Prozeß dauert, desto mehr werden sich die Inflationserwartungen verfestigen und desto stärker wird das Zinsniveau durch antizipierte Inflationskomponenten überhöht[11].

11. Da nun, wie bereits festgestellt, die europäischen Zinssätze durch das amerikanische Zinsniveau weitgehend determiniert werden, so folgt daraus unmittelbar: Wenn in den Vereinigten Staaten die dort herrschenden Inflationserwartungen in das Zinsniveau eingehen, so bestimmen diese auch das Niveau der europäischen Zinssätze mit. Anders ausgedrückt: Über den Zinsverbund wirkt die amerikanische Inflationskomponente auf die europäische Zinsgestaltung ein. Dies ist besonders dann von Bedeutung, wenn sich im Zinsniveau stabilitätsbewußter Länder, in deren Zinssätze keine oder nur geringe Inflationskomponenten eingehen, die von der amerikanischen Wirtschaft antizipierten hohen Inflationserwartungen niederschlagen[12]. Eine autonome nationale Zinspolitik ist dann so lange nicht möglich, wie diese Länder nicht den Zinstransmissionsmechanismus außer Kraft setzen, d. h. sich aus dem internationalen Zinsverbund zu lösen bereit oder in der Lage sind.

---

[10] Man könnte sich theoretisch einen Zustand vorstellen, in dem Kreditgeber und -nehmer bei einem um eine konstante Inflationsrate höheren Nominalzins und bei vollkommener Berücksichtigung der Inflationskomponente in ihren Kalkülen genau so disponieren wie bei stabilem Preisniveau und entsprechend niedrigeren Nominalzinssätzen. Hier wäre dann das Modell eines inflatorischen Gleichgewichts unterstellt, das güterwirtschaftlich genau wie eine Wirtschaft mit konstantem Preisniveau abliefe und in dem alle Wirtschaftssubjekte die Inflationsrate korrekt antizipieren und entsprechende Kontrakte abschließen.

[11] Die Inflationserwartungen beeinflussen das Zinsniveau in der Regel allerdings erst mit einer zeitlichen Verzögerung. Zur Schätzung der zeitverzögerten Abhängigkeit von Zinsniveau und Preiserwartungen vgl. J. *Siebke* und M. *Willms*, Zinsniveau, Geldpolitik und Inflation. Kredit und Kapital, Berlin, 5. Jg. (1972), S. 171 - 205.

[12] In einem Land ohne Inflation und mithin ohne Inflationserwartungen würden die nach wie vor — über den Zinsverbund bestimmten — hohen Nominalzinsen wie reale Zinssätze wirken. Dies könnte unerwünschte Auswirkungen auf Investitionen und Zahlungsbilanzentwicklung haben.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.9.2.201 | Generated on 2025-07-14 22:32:26
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

III. Aufhebung des internationalen Zinsverbunds durch flexible Wechselkurse

12. Eine Herauslösung aus dem internationalen Zinsverbund kann ein Land grundsätzlich bewirken durch

— dirigistische Eingriffe in den internationalen Kapitalverkehr,

— eine außenwirtschaftliche Absicherung über den Wechselkurs.

13. Unter dem Aspekt, daß Beschränkungen der Währungskonvertibilität den Ausgleich internationaler Differenzen in der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals verhindern, die Grundsätze einer optimalen Allokation der Ressourcen verletzen und daher im Zweifel wohlstandsmindernd sind, ist allein der Weg über die außenwirtschaftliche Wechselkursabsicherung angezeigt[13].

14. Eine Aufhebung des internationalen Zinsverbunds durch Wechselkursflexibilität bewirkt folgendes: Die nominellen nationalen Zinssätze können unterschiedliche Inflationserwartungen enthalten, ohne daß es zu internationalen Kapitalbewegungen und über den Zinsverbund zu einer Angleichung der Zinssätze kommt. So könnte z. B. eine inflatorische Überhöhung des amerikanischen Zinsniveaus nicht auf die Zinssätze stabilitätsbewußter Länder durchschlagen, wenn die amerikanische Inflationskomponente durch die laufende Wechselkursänderungsrate der Währungen dieser Länder gerade kompensiert wird. Daß eine solche Kompensation stattfinden würde, wird deutlich, wenn man von folgender Überlegung ausgeht: Für einen Kapitaldisponenten in einem stabilitätsbewußten Land *A*, dessen Zinsniveau eine geringe Inflationskomponente enthält, ergäbe sich bei einer Geldanlage im Land *B*, dessen Zinsniveau hohe antizipierte Inflationsraten einschließt, daß durch die Währungsentwertung des Landes *B* der Ertrag der Geldanlage genau so hoch ist wie im Land *A*. Die reale Verzinsung in *B* wäre um die Inflationskomponente des Zinsniveaus in *B* niedriger und gleich der realen Verzinsung in *A*.

---

[13] Es muß jedoch erwähnt werden, daß zunehmende Kapitalverkehrskontrollen zum beherrschenden Charakteristikum des internationalen Kapitalverkehrs geworden sind. Vgl. dazu W. *Schäfer*, Eurodollarmarkt verstärkt internationalen Zinsverbund, S. 103. — N. *Walter*, Kapitalverkehrskontrollen — ein Instrument zur Regulierung der internationalen Kapitalströme? Die Weltwirtschaft, Tübingen, 1972, H. 2, S. 151 - 180. — W. D. *Zumpfort*, Untersuchungen zum Wachstum des Eurodollarmarktes. Kieler Diss. 1976, S. 55 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.9.2.201 | Generated on 2025-07-14 22:32:26
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

15. Man kann mithin feststellen, daß flexible Wechselkurse die Aufrechterhaltung nomineller internationaler Zinsdifferenzen ermöglichen. Sie gewährleisten zinspolitische Autonomie der nationalen Behörden in dem Sinne, daß diese ihr zinspolitisches Instrumentarium allein auf binnenwirtschaftliche Erfordernisse ausrichten können, ohne daß diese Politik durch außenwirtschaftliche Einflüsse konterkariert wird.

IV. Die Wirkungen des internationalen Zinsverbunds auf das Debt Management

16. Die bisherigen grundsätzlichen Erörterungen versetzen uns nunmehr in die Lage, bei festen Wechselkursen die Auswirkungen des internationalen Zinsverbunds auf die debt management-Politik eines Landes zu untersuchen. Dabei erscheint es sinnvoll, sich auf die Frage zu konzentrieren, inwieweit die Realisierung der mit der debt management-Politik verfolgten Zielsetzungen beeinträchtigt oder gefördert wird.

Bei den Zielsetzungen der Umschuldungspolitik wollen wir uns auf die Zinskostenminimierung[14] und ihren Beitrag zur wirtschaftlichen Stabilisierung beschränken.

1. Zinskostenminimierung

17. Je größer die Staatsschulden eines Landes sind, desto dringlicher könnte die Forderung erhoben werden, ein debt management zu betreiben, das auf die Minimierung der Zinskosten gerichtet ist. In seiner einfachsten Formulierung wird bei dieser Zielsetzung folgendes postuliert: Bei zusätzlicher Neuverschuldung[15] sind die Schuldtitel zu bevorzugen, deren Kapitalwert (bezogen auf den Kalkulationszeitpunkt) am größten ist[16]. Bei der Kapitalwertberechnung, die in Analogie zur Investitions-

[14] In die Berechnung der Zinskosten müssen außer den nominellen Zinsen auch Agio bzw. Disagio sowie die Kosten für Emission und Umschuldung einbezogen werden.

[15] Wird die Schuldenhöhe z. B. im Rahmen eines deficit spending variiert und geht es dann um die Bestimmung der für die Erfüllung der jeweiligen Zielsetzung günstigsten Schuldenstruktur (Fristigkeit, Verzinsung, Marktfähigkeit, Gläubiger usw.), so spricht man von einem debt management im weiteren Sinne. Ein debt management im engeren Sinne liegt dann vor, wenn Kreditmerkmale durch Umschuldung bei gleicher Gesamtschuldenhöhe variiert werden.

[16] Für unsere Überlegungen ist es ausreichend, von dieser einfachen Formulierung der Zinskostenminimierung auszugehen. Letztlich handelt es sich um ein Problem, bei dem außer den Zinskosten auch Kündigungsfristen, das Gläubigerverhalten usw. zu berücksichtigen sind.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.9.2.201 | Generated on 2025-07-14 22:32:26
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

rechnung durchgeführt werden kann, muß eine Vorstellung über die erwartete Zinsentwicklung sowie über die Länge der Laufzeit der Titel bestehen[17]. Die Realisierung der hier unterstellten Zielsetzung des debt management verlangt im Falle vorzeitiger Tilgung von Staatsschulden die Auswahl jener Titel, bei denen der Kapitalwert der Zinskosten am größten ist. Dementsprechend werden bei gleicher Verzinsung die Kredite getilgt, die die längsten Laufzeiten aufweisen. Diese Handlungsmaxime ist zudem unter der Zielsetzung größtmöglicher Flexibilität des Staatshaushalts in langer Sicht sinnvoll.

18. Das Problem ist ähnlich zu lösen, wenn eine Umschuldung bei gleichbleibender Höhe der Staatsschulden vorgenommen wird. Hier wird von der Schuldenverwaltung verlangt, daß sie die Zinskosten aller laufenden Staatsschulden ständig überprüft mit dem Ziel, Schwankungen der Marktzinsen bei verschiedenen Schuldtiteln zu Kostensenkungen durch Umschuldung auszunutzen. In den Kalkül müssen nun auch noch die Kosten für die Umschuldung der in Betracht kommenden Titel einbezogen werden. Werden in der Zukunft Zinssenkungen erwartet, kann eine vorübergehende kurzfristige Verschuldung im Sinne einer Vorfinanzierung auch dann lohnend erscheinen, wenn die gegenwärtigen kurzfristigen Zinsen höher als die langfristigen sind, weil sich ein höherer Kapitalwert für die kurzfristigen Papiere ergibt. Da die meisten Autoren[18] davon ausgehen, daß das allgemeine Zinsniveau in der Hochkonjunktur hoch, in der Rezession/Depression dagegen niedrig ist, ergibt sich unter der Zielsetzung Zinskostenminimierung die Forderung nach kurzfristiger Verschuldung im Boom und anschließender Fundierung im Konjunkturabschwung.

---

[17] Eine Annahme über die Verwendung der aufgenommenen Mittel im Staatshaushalt ist für die Bestimmung der debt management-Politik nicht erforderlich. Sie sollte vielmehr unabhängig von einer etwaigen Zweckbindung der Einnahmen aus der Begebung staatlicher Schuldtitel durchgeführt werden.

[18] Vgl. z. B. D. I. *Fand*, The Problem of Public Debt Management. The Southwestern Social Science Quarterly, Texas, Vol. 41 (1961), S. 395 ff. — H. C. *Wallich*, Debt Management and Economic Stabilization Policy. In: Money and Economic Activity, Readings in Money and Banking, hrsg. v. L. S. *Ritter*, 3rd. ed., Boston 1967, S. 408. — W. E. *Laird*, The Changing Views on Debt Management. Quarterly Review of Economics and Business, Champaign/Ill., Vol. 3 (1963), No. 3, S. 7 - 17. Wiederabgedruckt in: Readings in Money, National Income and Stabilization Policy, hrsg. v. W. L. *Smith* and R. L. *Teigen*, Homewood/Ill. 1965, S. 406 - 415, hier S. 412.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.9.2.201 | Generated on 2025-07-14 22:32:26
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

19. Unberücksichtigt bleibt dabei meistens, daß in einer offenen Wirtschaft die heimische Konjunkturentwicklung und damit die für unsere Betrachtungen wichtige Zinsentwicklung vom Ausland nicht unabhängig ist. Zu untersuchen ist daher, ob und gegebenenfalls in welchem Ausmaß der internationale Zinsverbund die Möglichkeiten des auf Zinskostenminimierung gerichteten debt management beeinflußt.

20. Die zu antizipierende Zinsentwicklung und das aktuelle Zinsniveau werden bei festen Wechselkursen, wie oben skizziert, vom ausländischen Zinsniveau, insbesondere von den amerikanischen Zinsen, determiniert. In den Kalkül bezüglich der heimischen Zinsentwicklung sind mithin die Zinssätze, insbesondere die der Vereinigten Staaten, einzubeziehen. Neben der Richtung der Zinsentwicklung ist auch die Marge zwischen kurz- und langfristigen Zinssätzen als dominierender ausländischer Einflußfaktor auf die heimischen Kreditmarktverhältnisse relevant. Dabei wird man davon ausgehen können, daß die Determination heimischer kurzfristiger Zinssätze durch den Zinsverbund wesentlich strenger ist als die bei langfristigen Zinssätzen, da die Zinselastizität kurzfristiger Kapitalbewegungen in der Regel größer ist als die bei langfristigen Kapitaltransaktionen.

21. Aus diesen Zusammenhängen ergeben sich für eine zinskostenminimierende debt management-Politik folgende Konsequenzen:

— Die Möglichkeit, bei Umschuldungsoperationen Zinsdifferenzen auszunutzen, ist auf die durch den Zinsverbund bestimmte Zinsmarge begrenzt;
— je kurzfristiger die in die Umschuldungsoperationen einbezogenen Kredittitel sind, desto größer ist die Fremdbestimmung der Zinssatzhöhe;
— je langfristiger die Schuldformen sind, desto stärker ist der Einfluß heimischer Determinanten auf die Höhe der Zinssätze.

22. Die Effizienz der debt management-Politik ist mithin abhängig von den Bedingungen des Zinsverbunds und unterliegt damit einer Fremdbestimmung. Ohne das Vorhandensein des Zinsverbunds, d. h. bei einer Bedingungskonstellation, die z. B. in einer geschlossenen Wirtschaft anzutreffen wäre, könnte das debt management autonom durchgeführt werden. Insoweit sind die Möglichkeiten stark eingeschränkt, eine allein an binnenwirtschaftlichen Zielsetzungen orientierte effiziente debt management-Politik zu betreiben.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.9.2.201 | Generated on 2025-07-14 22:32:26
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

23. Andererseits ist zu bedenken, daß die von den Umschuldungen ausgehenden Zinswirkungen aufgrund des Zinsverbunds neutralisiert werden. In einer geschlossenen Wirtschaft würden z. B. bei einer Substitution kurzfristiger in langfristige Titel die Zinssätze für langfristige Schuldformen tendenziell steigen, die für kurzfristige Schulden tendenziell sinken[19]. Durch diese Transaktionen würden mithin die Zinsdifferenzen, die Anlaß zur Umschuldung waren, nivelliert, wodurch weitere Umschuldungsoperationen — im Sinne der vorgegebenen Zielsetzung — nicht mehr lohnend werden. Auf derartige Wirkungen braucht eine debt management-Politik unter den Bedingungen des internationalen Zinsverbunds keine Rücksicht zu nehmen, da die sonst zu erwartenden induzierten Zinssatzveränderungen aufgrund des Zinsverbunds nicht (oder nur in geringem Umfang) auftreten können. Insofern ist die Politik des debt management im Zinsverbund leichter und effektiver durchzuführen.

Allerdings findet sie in einer solchen Situation ihre Grenze dort, wo durch zu häufige Umschuldungen eine zunehmende Unsicherheit bei den Gläubigern des Staatskredits hervorgerufen wird und zu einer Einschränkung ihrer Bereitschaft zur Übernahme staatlicher Kredittitel führt[20]. Bei einer für die fiskalische Zielsetzung günstigen Entwicklung des durch den Zinsverbund bestimmten inländischen Zinsniveaus müßte dennoch auf Umschuldungen verzichtet werden.

24. Eine Besonderheit ergibt sich dann, wenn die Preisentwicklung in den Vereinigten Staaten einerseits und in dem das debt management betreibenden Land andererseits in die Betrachtung einbezogen wird. Wie oben ausgeführt, wird die Höhe der Zinssätze mitbestimmt durch die Erwartungen über die zukünftige Inflationsrate. Unter der Voraussetzung, daß diese in den Vereinigten Staaten höher eingeschätzt wird als in dem das debt management betreibenden Land, liegt — bei gleichen Realzinsniveaus — auch das amerikanische Zinsniveau höher. Über den Zinsverbund wird das Zinsniveau auch im anderen Land ansteigen. Dies bedeutet für das Problem der Zinskostenminimierung, daß der Staats-

---

[19] Vgl. z. B. K.-H. *Hansmeyer* und K. *Mackscheidt*, Die fiskalische Komponente einer Politik des Debt Management. Kredit und Kapital, Berlin, 3. Jg. (1970), S. 243.

[20] Vgl. dazu die Erörterung der für den Erwerb von Staatspapieren bei verschiedenen Gläubigergruppen maßgebenden Bestimmungsgründe bei *Koch*, S. 71 ff., sowie die Modifikationen, die sich ergeben, wenn eine „Strategie der Marktanpassung", d. h. eine auf die Anlegerwünsche ausgerichtete debt management-Politik, verfolgt wird, bei *Hansmeyer* und *Mackscheidt*, S. 251 f.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.9.2.201 | Generated on 2025-07-14 22:32:26
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

haushalt bei Neuverschuldungen vergleichsweise mit höheren Zinskosten belastet wird. Damit kann festgestellt werden: Ein staatliches debt management ist um so „teurer", je höher die Inflationsrate in den Vereinigten Staaten ist. Da diese wiederum eine von der amerikanischen Geld- und Fiskalpolitik abhängige Variable ist, bestimmt damit letztlich die amerikanische Wirtschaftspolitik die Kostenbelastung durch die Staatsverschuldung für die in den Zinsverbund einbezogenen Volkswirtschaften.

Für ein fiskalisch ausgerichtetes debt management wäre eine Situation vorteilhafter, in der der Zinsverbund nicht existierte oder in der eine Herauslösung aus dem Zinsverbund möglich wäre. Dagegen wären die Bedingungen des Zinsverbunds erwünscht, wenn in den Vereinigten Staaten aufgrund geringerer Inflationserwartungen ein niedrigeres Zinsniveau herrschte, da dann die Zinskostenbelastung des Staatshaushalts ceteris paribus niedriger wäre.

25. Die Planungen einer auf Zinskostenminimierung gerichteten Umschuldungspolitik werden zudem durch den Zinsverbund in der Weise erschwert, daß sich die für die Durchführung des debt management zuständigen Organe neben der Antizipation inländischer Einflußfaktoren auch eine Vorstellung von der Entwicklung des amerikanischen Preis- und Zinsniveaus machen müssen.

2. *Konjunkturelle Stabilisierung*

26. Das debt management erscheint in einem anderen Licht, wenn an die Stelle der Zinskostenminimierung das Ziel tritt, mit Hilfe der Umschuldungspolitik einen Beitrag zur konjunkturellen Stabilisierung zu leisten[21]. Die Zinssätze sind dann nicht mehr wirtschaftliche Daten, deren Unterschiede es möglichst wirksam auszunutzen gilt, sie werden vielmehr zu Instrumentvariablen, deren Veränderung zielgerichtete Einflüsse auf den Wirtschaftsablauf herbeiführen sollen. Umschuldungsoperationen sind dann so vorzunehmen, daß in der Rezession/Depression anregende Impulse, in der Hochkonjunktur dagegen bremsende Wirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ausgeübt werden[22]. Als Mini-

[21] Zu dieser Zielsetzung vgl. G. *Jurke*, Grundlagen des Debt Management unter besonderer Berücksichtigung der Bestimmungsgründe zur Erklärung der Zinsstruktur. Volkswirtschaftliche Schriften, H. 186, Berlin 1972.

[22] Die empirische Quantifizierung des Einflusses der Umschuldungsoperationen auf die Höhe der Zinssätze ist schwierig. Vgl. hierzu M. *Willms*, Der Einsatz der Staatsschuld als geldpolitisches Instrument, Kredit und Kapital, Berlin, 1. Jg. (1968), S. 427 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.9.2.201 | Generated on 2025-07-14 22:32:26
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

malforderung kann dabei ein debt management formuliert werden, von dem wenigstens keine prozyklischen, eine antizyklische Finanz- und Geldpolitik konterkarierenden Wirkungen ausgehen dürfen.

27. Diejenige Politik erfüllt den geforderten Zweck am besten, die — unter der bereits erwähnten Hypothese, daß das Zinsniveau in der Hochkonjunktur hoch, in der Rezession dagegen niedrig ist — in der Hochkonjunktur langfristige Titel bevorzugt bzw. kurzfristige in langfristige substituiert. In der Rezession/Depression dagegen hätte die Verschuldung in kurzfristigen Titeln zu erfolgen, um den bei einer langfristigen Verschuldung zu erwartenden Zinssteigerungstendenzen auf den Märkten für langfristige Kredite zu entgehen. An dieser Stelle wird deutlich, daß zwischen Zinskostenminimierung und dem Beitrag des debt management zur konjunkturellen Stabilisierung eine Zielantinomie besteht.

28. Infolge des internationalen Zinsverbunds muß die bisherige Maxime für ein auf konjunkturelle Stabilisierung gerichtetes debt management aus folgenden Gründen modifiziert werden:

— Die Möglichkeit, via Zinsveränderungen Nachfrageeffekte zu bewirken, ist auf die Zinsverbundmarge begrenzt;

— je kurzfristiger die in die Umschuldungsoperationen einbezogenen Kredittitel sind, desto geringer sind ceteris paribus die zu erwartenden Effekte, weil die Fremdbestimmung bei den kurzfristigen Zinssätzen, wie bereits erwähnt, besonders stark ist. Je langfristiger die Schuldformen sind, desto eher kann mit den erwarteten Effekten gerechnet werden, da der Zinsverbund hier weniger streng wirkt.

29. Beachtenswert erscheint in diesem Zusammenhang, daß — da aufgrund des Zinsverbunds induzierte Zinsänderungen nicht oder nur in zu vernachlässigendem Umfang durch Umschuldungsoperationen einsetzen — die oben erwähnte Zielantinomie zwischen Zinskostenminimierung und konjunktureller Stabilisierung im Zinsverbund aufgehoben ist.

30. Probleme können sich bei der Verfolgung eines antizyklisch ausgerichteten debt management — die Wirksamkeit der einzelnen Maßnahmen via Zinseffekte im dargestellten Rahmen unterstellt — daraus ergeben, daß die Konjunkturentwicklung der in den Zinsverbund einbezogenen Volkswirtschaften keineswegs parallel zu verlaufen braucht[23],

[23] Wird Parallelität unterstellt, kann davon ausgegangen werden, daß z. B. infolge einer über den Zinsverbund im Inland erfolgten Zinsniveauerhöhung

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.9.2.201 | Generated on 2025-07-14 22:32:26
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

so daß in den Volkswirtschaften ein unterschiedliches Zinsniveau erwünscht sein kann. So könnte der Fall eintreten, daß in den Vereinigten Staaten Hochzinspolitik (Niedrigzinspolitik) betrieben wird, die z. B. auf die Bundesrepublik via Zinsverbund durchschlägt, während das debt management dazu eingesetzt werden sollte, um über Zinssenkungen und Liquidisierung (Zinserhöhungen und Liquiditätsverknappung) eine Belebung (Dämpfung) der ökonomischen Aktivität zu bewirken. Dies ist aber nicht möglich, da der internationale Zinsverbund den inländischen Spielraum bei den betreffenden Aktionsparametern begrenzt.

31. Aufgrund dieser Zusammenhänge könnte die Forderung erhoben werden,

— entweder auf den Einsatz des in dieser Situation offenbar ineffizienten Mittels der debt management-Politik zu verzichten oder

— eine Herauslösung aus dem internationalen Zinsverbund anzustreben.

Unter der Prämisse, daß ein Verzicht auf den Einsatz des debt management nicht gewollt sein kann, ist mithin die Herauslösung aus dem internationalen Zinsverbund relevant. Abschließend soll deshalb geprüft werden, in welcher Weise eine für die Herauslösung aus dem Zinsverbund vorgenommene Wechselkursfreigabe die Wirksamkeit der debt management-Politik eines Landes beeinflußt.

V. Debt Management bei flexiblen Wechselkursen

32. Aufgrund der bisherigen Ausführungen kann festgestellt werden, daß die aufgezeigten zinstheoretischen Wirkungsmechanismen, die in einem System fester Paritäten die debt management-Politik bestimmen, in einem Land mit flexiblem Wechselkurs außer Kraft gesetzt sind: Da die heimische Zinsentwicklung aufgrund der Wechselkursflexibilität von ausländischen Einflußfaktoren weitgehend abgeschirmt bleibt, ist die Autonomie nationaler Entscheidungsträger der debt management-Politik gewährleistet. Diese Politik kann mithin losgelöst von ausländischer, insbesondere amerikanischer Preis- und Zinsdominanz durchgeführt und damit allein an den nationalen Erfordernissen ausgerichtet werden[24].

---

ein Teil des erwünschten Stabilisierungseffekts bereits erreicht ist. Die oben erörterten Probleme setzen dann ein, wenn über das durch den Zinsverbund bestimmte Ausmaß hinaus Zinswirkungen erreicht werden sollen. Dies gilt ebenso dann, wenn die Inflationserwartungen in den Vereinigten Staaten geringer sind als in den anderen Ländern des Zinsverbunds.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.9.2.201 | Generated on 2025-07-14 22:32:26
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

33. Daraus folgt u. a., daß im Rahmen der Zielsetzung Zinskostenminimierung bei Umschuldungsmaßnahmen

— die Ausnutzbarkeit von Zinsdifferenzen nicht mehr durch die Zinsverbundmarge begrenzt wird;

— die Problematik der Fremdbestimmung der Zinssätze bei unterschiedlichen Fristigkeiten der Schuldformen keine Bedeutung hat.

Für die Zielsetzung konjunkturelle Stabilisierung ergibt sich, daß

— die Erzielung von Nachfrageeffekten via Zinsänderungen durch keine Zinsverbundmarge beeinträchtigt wird;

— die Fristigkeit der Schuldformen völlig auf die spezifischen Stabilisierungserfordernisse im Inland abgestimmt werden kann.

34. Hier handelt es sich demnach um eine Bedingungskonstellation, die den in der Literatur über den Problemkomplex debt management — in der Regel stillschweigend — unterstellten Annahmen entspricht. Die dort abgeleiteten Wirkungsmechanismen können deshalb nur Gültigkeit beanspruchen in einem Währungssystem flexibler Wechselkurse — in einer Welt also, die nicht durch die Bedingungen charakterisiert wird, wie sie im Bretton-Woods-Abkommen kodifiziert wurden.

35. Wenn, wie zum Beispiel in der Bundesrepublik Deutschland, die debt management-Politik in der Vergangenheit keine Anwendung durch staatliche Instanzen gefunden hat, so sollten die durch die weltweite Freigabe der Wechselkurse im Jahre 1973 geschaffenen Bedingungen Anlaß sein, das Instrumentarium des debt management im Rahmen der allgemeinen Geld- und Finanzpolitik nunmehr in verstärktem Umfang einzusetzen.

VI. Schlußbetrachtung

36. Die Notwendigkeit für debt management-Maßnahmen in der Bundesrepublik Deutschland ist durch das eingangs erwähnte starke Anwachsen der Staatsschulden begründet. Es ist darüber hinaus festzustellen, daß seit der weltweiten Freigabe der Wechselkurse die Möglichkeiten für ein effizientes debt management erheblich verbessert worden sind. Daher ist nicht verständlich, wenn schuldenpolitische Maßnahmen

[24] Dies ist besonders beachtenswert für ein Land wie die Bundesrepublik Deutschland mit einer im Vergleich zum Ausland geringen Inflationsrate und damit einer geringeren nationalen Inflationskomponente im Zinsniveau.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.9.2.201 | Generated on 2025-07-14 22:32:26
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

heute eher Reaktionen auf marktbedingte Zufälligkeiten darstellen[25] als daß sie in eine umfassende schuldenpolitische Konzeption eingepaßt sind. Die in der Bundesrepublik vorherrschende Maxime, die vor allem bei der Neuverschuldung der Gebietskörperschaften zur Anwendung kommt, ist der „Grundsatz, daß die öffentliche Hand nicht zinstreibend wirken darf"[26]. Der Bund und die Sondervermögen des Bundes sind vielmehr bemüht, „verstetigend auf die Marktentwicklung einzuwirken"[27]. Ob daraus bereits auf eine in der Literatur gelegentlich postulierte Konzeption eines neutralen debt management[28] geschlossen werden kann, ist allerdings zu bezweifeln.

37. Abschließend ist daher noch einmal ein konzeptionelles debt management zu fordern[29]. Dabei ist zu beachten, daß der im Zinsverbund teilweise aufgehobene Zielkonflikt zwischen fiskalischem und stabilisierungspolitischem debt management bei flexiblen Wechselkursen wieder voll vorhanden ist. Er läßt sich aber durch die Anwendung differenzierter schuldenpolitischer Strategien, die auf verschiedene Phasen der konjunkturellen Entwicklung abgestimmt sind[30], auflösen.

---

[25] Beispielsweise wird bei den Erläuterungen zur Schuldenpolitik des Bundes im Finanzbericht 1974 folgendes ausgeführt: „Der außerordentlich hohe Absatz (der Bundesschatzbriefe, d. Verf.) des Jahres 1972, der sich besonders auf die Monate Januar und Februar konzentrierte, war nicht das Ergebnis einer bewußten Politik, sondern Folge einer außergewöhnlichen Marktlage." (Finanzbericht 1974, hrsg. v. Bundesministerium der Finanzen, Bonn 1973, S. 248.)

[26] Finanzbericht 1973, S. 297. Ähnlich im Finanzbericht 1974, S. 249.

[27] Finanzbericht 1974, S. 247.

[28] Vgl. z. B. M. *Friedman,* A Program for Monetary Stability. New York 1959, S. 60, sowie T. C. *Gaines,* Techniques of Treasury Debt Management, New York 1962.

[29] Dies setzt eine institutionelle Gestaltung des Verhältnisses zwischen Geld- und Finanzpolitik voraus. Vgl. dazu O. *Pfleiderer,* Das Verhältnis von Geld- und Finanzpolitik und dessen institutionelle Regelung, in: Probleme der Staatsverschuldung, hrsg. v. H. *Haller* und W. *Albers,* Schriften des Vereins für Socialpolitik, N. F. Bd. 61, Berlin 1972, S. 9 - 17.

[30] Vgl. z. B. B. *Laird,* The Changing Views on Debt Management, S. 140 f.; *Koch,* S. 166 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.9.2.201 | Generated on 2025-07-14 22:32:26
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Zusammenfassung

Zinstheoretische Aspekte des Debt Management in einer offenen Wirtschaft

In der Untersuchung ist aufgezeigt worden, welche Bedingungen der internationale Zinsverbund für die staatliche debt management-Politik eines Landes setzt und welche Wirkungen sich ergeben, wenn ein Land sich aus dem Zinsverbund durch eine außenwirtschaftliche Absicherung über den Wechselkurs löst. Die Analyse unterscheidet sich insofern von den in der Literatur zu findenden Untersuchungen, die regelmäßig von den Bedingungen einer geschlossenen, von Auslandseinflüssen abgeschirmten Wirtschaft ausgehen.

Bei den Zielsetzungen des debt management ist zwischen Zinskostenminimierung und konjunktureller Stabilisierung unterschieden worden. Die Untersuchung hat ergeben, daß der internationale Zinsverbund Bedingungen schafft, durch die das erstgenannte Ziel aufgrund effektiver zu handhabender debt management-Politik leichter zu realisieren ist. Es muß jedoch berücksichtigt werden, daß — wie ausführlich dargelegt wurde — die Inflationsrate in den Vereinigten Staaten die Kosten des debt management in anderen Ländern weitgehend determiniert. Was das Ziel der konjunkturellen Stabilisierung anbetrifft, so ist festzustellen, daß die Möglichkeiten, via Zinsänderungen Nachfrageeffekte zu bewirken, durch Umschuldungsoperationen im Rahmen des debt management gar nicht oder nur in vernachlässigbar geringem Umfang vorhanden sind.

Entzieht sich ein Land den Bedingungen des internationalen Zinsverbunds durch einen flexiblen Wechselkurs, so werden die von einer Umschuldungspolitik erwarteten und in der Literatur behandelten Erfolgsmechanismen des debt management wirksam, weil diese Politik losgelöst von ausländischer, insbesondere amerikanischer Preis- und Zinsdominanz allein an den jeweiligen heimischen Erfordernissen ausgerichtet werden kann.

Summary

Theoretical Interest-related Aspects of Debt Management in an Open Economy

The study shows what conditions the international interest system imposes on the government debt management of a country and what effects are triggered when a country withdraws from the interest system by introducing foreign trade safeguards via the exchange rate. The analysis differs in this respect from the studies to be found in the literature, which start out as a rule from the conditions prevailing in a closed economy shielded from foreign influences.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.9.2.201 | Generated on 2025-07-14 22:32:26
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

In regard to the objectives of debt management, a distinction is drawn between interest-cost minimization and trade cycle stabilization. The study demonstrates that the international interest system creates conditions under which the first-named objective can be more easily attained by way of a more effectively pursued debt management policy. It must be taken into consideration, however, that — as explained in detail — the inflation rate in the United States largely determines the cost of debt management in other countries. As far as the objective of trade cycle stabilization is concerned, it is found that the bringing about of demand effects via interest-rate changes effected by debt conversion operations under debt management policy is quite impossible or possible only to a negligible extent.

If a country evades complying with the conditions of the international interest system by resorting to a flexible exchange rate, the successful mechanisms of debt management expected of a debt conversion policy and dealt with in the literature will take effect, because that policy can be freed from foreign, and particularly American, price and interest-rate dominance and be oriented solely to the given requirements.

Résumé

Les aspects théoriques des taux d'intérêt du « debt management » dans une économie ouverte

L'étude démontre quelles conditions la liaison internationale des taux d'intérêt pose à la politique de « debt management » (= gestion de l'endettement) d'un pays et quelles conséquences subit un pays qui se dégage de cette tutelle en se garantissant par le taux de change contre les influences extérieurs. L'analyse se distingue des études connues qui partent généralement des conditions d'une économie fermée, c. à. d. à l'abri des influences étrangères.

Parmi les objectifs du « debt management », l'on distingue entre la minimalisation des coûts en intérêts et la stabilisation conjoncturelle. L'analyse a prouvé que la liaison internationale des taux d'intérêt crée des conditions qui, sur la base de la nécessité de pratiquer une politique efficace de « debt management », permettent une réalisation plus aisée du premier objectif cité. Il faut néanmoins tenir compte du fait — abondamment explicité — que le taux d'inflation des Etats-Unis détermine pour une large part les coûts du « debt management » dans d'autres pays. En ce qui concerne l'objectif de la stabilisation conjoncturelle, l'on constate que les possibilités d'influencer la demande via des modifications des taux d'intérêt ne peuvent se réalisier — ou uniquement dans une mesure négligeable — par des opérations de transformation de l'endettement dans le cadre du « debt management ».

Si un pays se soustrait par le truchement de taux de changes variables aux conditions de la liaison internationale des taux d'intérêt, les mécanismes de

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.9.2.201 | Generated on 2025-07-14 22:32:26
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

réussite du « debt management » tels que décrits dans la littérature usuelle et escomptés d'une politique de transformation de l'endettement deviennent efficients, puisque cette politique, libérée d'effets extérieurs, et plus particulièrement de la pression américaine sur les prix et sur les taux d'intérêt, peut être orientée exclusivement vers les diverses exigences requises.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.9.2.201 | Generated on 2025-07-14 22:32:26
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/