ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Gundlach, Erich; Scheide, Joachim; Sinn, Stefan

Book — Digitized Version

Die Entwicklung nationaler Auslandsvermögenspositionen: Konsequenzen für die Wirtschaftspolitik

Kieler Studien, No. 230

Provided in Cooperation with:
Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Gundlach, Erich; Scheide, Joachim; Sinn, Stefan (1990) : Die Entwicklung nationaler Auslandsvermögenspositionen: Konsequenzen für die Wirtschaftspolitik, Kieler Studien, No. 230, ISBN 3161455959, Mohr, Tübingen

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/414

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Kieler Studien

Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel

Herausgegeben von Horst Siebert

230

Erich Gundlach · Joachim Scheide · Stefan Sinn

Die Entwicklung nationaler Auslandsvermögenspositionen

Konsequenzen für die Wirtschaftspolitik

Ag 1468 / 90 Weltwirtschaft Kiel

J.C.B. MOHR (PAUL SIEBECK) TÜBINGEN

ISSN 0340-6989

CIP-Titelaufnahme der Deutschen Bibliothek

Gundlach, Erich:
Die Entwicklung nationaler Auslandsvermögenspositionen: Konsequenzen für die Wirtschaftspolitik / Erich Gundlach; Joachim Scheide; Stefan Sinn. — Tübingen: Mohr, 1990
(Kieler Studien; 230)
ISBN 3-16-145595-9 kart.
ISBN 3-16-145596-7 Gewebe
NE: Scheide, Joachim:; Sinn, Stefan:; GT

Schriftleitung: Hubertus Müller-Groeling

©

Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel
J. C. B. Mohr (Paul Siebeck) Tübingen 1990
Alle Rechte vorbehalten
Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages ist es auch nicht gestattet, den Band oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen
Printed in Germany
ISSN 0340-6989

Inhaltsverzeichnis

Vorwort IX

I. Problemstellung und Gang der Untersuchung 1

1. Zum Normalmuster der weltwirtschaftlichen Entwicklung und der internationalen Kapitalbewegungen 1

2. Inhalt und Gang der Untersuchung 7

II. Der Auslandsvermögensstatus: Definition, Darstellung und Interpretation 10

1. Auslandsvermögensstatus, Vermögensbilanz und Zahlungsbilanz 10

2. Bestimmungsgründe von Auslandsvermögenspositionen 14

a. Determinanten der Spartätigkeit 16

b. Determinanten der Investitionstätigkeit 19

c. Fazit 21

3. Verschuldungszyklen und "sustainability": Auslandsvermögenspositionen im Zeitablauf 21

4. Zulässige und unzulässige Interpretationen von Auslandsvermögenspositionen 27

III. Auslandsvermögenspositionen seit 1970 30

1. Die Entwicklung in ausgewählten Ländern 34

a. Südkorea 34

b. Kolumbien 36

c. Bundesrepublik 37

d. Kanada 38

2. Die Entwicklung in ausgewählten Ländergruppen 39

a. Industrieländer 40

b. Entwicklungsländer 42

c. Staatshandelsländer 45

d. Welt insgesamt 46

3. Zum Zusammenhang zwischen Auslandsvermögensposition und Leistungsbilanzsaldo 48

4. Probleme bei der Erstellung von Auslandsvermögensrechnungen 51

a. Zum Einfluß von Preisänderungen auf den Auslandsvermögensstatus 51

α. Änderungen von Wechselkursen und Marktpreisen ... 51

β. Änderungen des Preisniveaus 53

γ. Ein Beispiel: Die Diskussion um das Niveau der amerikanischen Auslandsvermögensposition 56

b. Zur Schätzung der Kapitalflucht 58

IV. Verschuldungsprobleme in der Vergangenheit - Welche Parallelen gibt es? 62

1. Zur Rolle des Staates und der internationalen Organisationen 62

2. Zur Verschuldungskrise der dreißiger Jahre 64

a. Das Ausmaß der Verschuldung 66

b. Ursachen und Konsequenzen der Verschuldungskrise ... 69

c. Zur Bedeutung von Umschuldungsverhandlungen 74

d. Die Praxis der Schuldenrückkäufe 77

V. Zu den Ursachen der Verschuldungskrise der achtziger Jahre und Ansätze zu ihrer Überwindung 80

1. Zu den Wirkungen der Inflation auf das Wirtschaftswachstum 81

2. Zur Bedeutung des Strukturwandels für Auslandsverschuldung und Wirtschaftswachstum 87

Exkurs: Ausgabenkürzung und Abwertung im Zwei-Sektoren-Modell 89

3. Anpassungsstrategien der hochverschuldeten Länder 93

⇦

a. Länderbeispiele 94

b. Ursachen für unterschiedliche Anpassungserfolge 98

VI. Grenzen der Verschuldung - Möglichkeiten und Implikationen einer Schuldenverringerung 107

1. Grenzen für die Verschuldung 107

2. Szenarien für die Entwicklung der Verschuldung der Baker-Länder 111

3. Zu den möglichen Auswirkungen eines Abbaus des amerikanischen Handelsbilanzdefizits 118

VII. Auslandsvermögen und Leistungsbilanzsalden - Ist die Wirtschaftspolitik gefordert? 123

Literaturverzeichnis 130

Verzeichnis der Tabellen

Tabelle 1 - Modellhafte Vermögensbilanz Englands 13

Tabelle 2 - Modellhafte Vermögensbilanz der Engländer 13

Tabelle 3 - Anteil der 45-65jährigen an der Gesamtbevölkerung in der Bundesrepublik und in OECD-Ländern 1970-1986 18

Tabelle 4 - Auslandsvermögenspositionen von 145 Ländern 1970-1987 31

Tabelle 5 - Zum Zusammenhang zwischen Leistungsbilanzsalden und Veränderungen der Auslandsvermögensposition 1971-1987 50

Tabelle 6 - Kapitalflucht aus den hochverschuldeten Ländern 1970-1987 60

Tabelle 7 - Auslandsverschuldung ausgewählter Schuldnerländer 1980-1988 95

Tabelle 8 - Indikatoren zur wirtschaftlichen Entwicklung ausgewählter Schuldnerländer 1980-1988 96

Tabelle 9 - Einflußfaktoren der Auslandsverschuldung 1983-1988 101

Tabelle 10 - Beta-Koeffizienten für Einflußfaktoren der Auslandsverschuldung 102

Tabelle 11 - Basisszenario für die 15 Baker-Länder 1986-1994 113

Tabelle 12 - Szenario mit größerem Handelsbilanzüberschuß 1986-1994 114

Tabelle 13 - Szenario mit Zinssenkung 1986-1994 116

Tabelle 14 - Szenario mit Schuldenerlaß 1986-1994 117

Tabelle 15 - Basisszenario für die USA 1986-1994 120

Tabelle 16 - Szenario mit Abbau des US-Handesbilanzdefizits 1986-1994 121

Tabelle 17 - Handelsbilanzsaldo der USA mit ausgewählten Ländern und Ländergruppen - Vergleich der Szenarien 122

Verzeichnis der Schaubilder

Schaubild 1 - Phasen der Leistungsbilanzentwicklung und der Auslandsverschuldung 24

Schaubild 2 - Auslandsvermögensposition, Handelsbilanzsaldo und Nettokapitalerträge der USA 1871-1987 26

Schaubild 3 - Die Auslandsvermögensposition Südkoreas 1970-1987 35

Schaubild 4 - Die Auslandsvermögensposition Kolumbiens 1970-1987 36

Schaubild 5 - Die Auslandsvermögensposition der Bundesrepublik 1970-1987 38

Schaubild 6 - Die Auslandsvermögensposition Kanadas 1970-1987 39

Schaubild 7 - Die Auslandsvermögensposition der Industrieländer 1970-1987 40

Schaubild 8 - Die Auslandsvermögensposition der Regionen Nordamerika, EG und Pazifische Industrieländer 1970-1987 41

Schaubild 9 - Die Auslandsvermögensposition der Entwicklungsländer 1970-1987 43

Schaubild 10 - Die Auslandsvermögensposition ausgewählter Entwicklungsländergruppen 1970-1987 44

Schaubild 11 - Auslandsaktiva und -passiva der Staatshandelsländer 1970-1987 45

Schaubild 12 - Die Nettoauslandsvermögensposition der Welt 1970-1987 46

Schaubild 13 - Auslandsvermögensposition und Nettokapitalerträge der USA 1869-1987 57

Schaubild 14 - Staatliche Auslandsverschuldung 1985-1989 und 1929-1933 67

Schaubild 15 - Schuldendienst Deutsches Reich und HICs 68

Schaubild 16 - Geldpolitik und Inflation in ausgewählten Ländern und Ländergruppen 1970-1980 und 1975-1985 84

Schaubild 17 - Ausgabenkürzung und Abwertung im Zwei-Sektoren-Modell 91

Vorwort

In den achtziger Jahren haben sich die internationalen Kapitalströme markant verändert: Die Vereinigten Staaten, vormals der größte Auslandsgläubiger, wurden zur Nation mit der höchsten Auslandsverschuldung. Viele Entwicklungsländer erhielten kein neues Auslandskapital mehr und gerieten bei der Bedienung ihrer Schulden in Verzug. Gleichzeitig stiegen Japan, die Bundesrepublik Deutschland und einige andere Industrieländer zu den größten Auslandsgläubigern auf.

Der Bundesminister für Wirtschaft beauftragte das Institut für Weltwirtschaft, in einem Gutachten zu untersuchen, welche wirtschaftspolitischen Implikationen die Verschiebung der nationalen Auslandsvermögenspositionen für die wirtschaftliche Entwicklung der einzelnen Länder und der Weltwirtschaft insgesamt hat. Der Endbericht wurde im November 1989 übergeben. Die vorliegende Studie enthält theoretische Überlegungen und Interpretationen zum Thema der Auslandsverschuldung und eine Diskussion der wirtschaftspolitischen Schlußfolgerungen. Die quantitativen Analysen stützen sich auf das umfangreiche Datenmaterial, das im Rahmen des Gutachtens erstellt wurde.

Eine weitere Publikation zu dem Thema, die ausführliche Tabellen zu den Auslandsvermögenspositionen für 145 Länder enthält, wird vorbereitet. In ihr werden vor allem auch konzeptionelle Probleme, die bei der Erstellung von Auslandsvermögensrechnungen zu lösen sind, diskutiert, und es wird auf die Bestimmungsgründe von Auslandsvermögenspositionen eingegangen.

Ein Schwerpunkt der vorliegenden Studie ist eine Analyse des Konzepts einer Auslandsvermögensrechnung, wobei die theoretischen Zusammenhänge zwischen Ersparnis und Investitionen ausführlich dargestellt und interpretiert werden. Eine Schlußfolgerung ist, daß allein aufgrund der Höhe der Auslandsvermögensposition - gleichgültig, ob sie positiv oder negativ ist - keine Aussagen über die Wohlfahrt eines Landes oder

seine Wettbewerbsfähigkeit gemacht werden können. Ebenfalls lassen sich aus der Auslandsvermögensposition selbst keine wirtschaftspolitischen Empfehlungen ableiten. Unter welchen Umständen indes eine bestimmte Verschuldung bedenklich erscheint, wird in einem weiteren Schwerpunkt der Studie untersucht. Insbesondere werden die Wirkungszusammenhänge analysiert, die zu der Verschuldungskrise einer Reihe von Entwicklungsländern in den achtziger Jahren geführt haben. In diesen Ländern ist eine wirtschaftspolitische Weichenstellung für mehr Wachstum erforderlich, damit sie wieder attraktiv für Investoren werden - auch und gerade aus dem Ausland.

Die vorliegende Studie ist eine Gemeinschaftsarbeit, doch lassen sich die verschiedenen Teilabschnitte den Autoren zuordnen. Erich Gundlach hat den größten Teil der Kapitel IV und V bearbeitet, Joachim Scheide die Kapitel I, VI und VII, Stefan Sinn die Kapitel II und III. Die Autoren sind einer Reihe von Personen und Institutionen zu Dank verpflichtet. Viele Datenlücken und viele Unklarheiten bezüglich veröffentlichter Statistiken konnten mit Hilfe von Mitarbeitern internationaler Organisationen, vor allem beim Internationalen Währungsfonds und bei der Weltbank, beseitigt werden. Aus dem Institut für Weltwirtschaft haben Hans H. Glismann, Peter Nunnenkamp und Klaus-Werner Schatz die Arbeit kritisch gelesen. Alexander Gerstlauer hat den Aufbau der umfangreichen Datenbank mit großem Einsatz vorangetrieben und auch das Material für die Studie aufbereitet. Die redaktionelle Bearbeitung lag in den bewährten Händen von Ilse Büxenstein-Gaspar und Bernhard Klein. Nicht zuletzt danken die Autoren Margitta Führmann, Kerstin Stark und vor allem Ursula Dittkuhn für ihre Geduld und Einsatzbereitschaft, die bis zur letzten Manuskriptversion nicht nachließ.

Kiel, im März 1990 Horst Siebert

I. Problemstellung und Gang der Untersuchung

1. Zum Normalmuster der weltwirtschaftlichen Entwicklung und der internationalen Kapitalbewegungen

Die Länder und Regionen der Weltwirtschaft unterscheiden sich erheblich in der Höhe ihres Einkommens und in ihren Wachstumsraten. Auch weisen sie eine unterschiedliche Ausstattung mit Produktionsfaktoren auf. Im Zuge der weltwirtschaftlichen Entwicklung kann damit gerechnet werden, daß Länder, die im Einkommensniveau zurückliegen, nach und nach aufholen, unter anderem dadurch, daß sie Ressourcen aus dem Ausland attrahieren. Diese Möglichkeit besteht, weil bei fortlaufendem Wachstum in Ländern mit hohem Einkommensniveau Kapital im Vergleich zu anderen Produktionsfaktoren immer reichlicher wird, in den zurückliegenden Ländern aber knapper. Der Ertrag einer zusätzlichen Investition ist in Ländern, die im Entwicklungsprozeß bereits weit vorangeschritten sind, vergleichsweise niedrig, in kapitalärmeren, weniger entwickelten Ländern potentiell hoch. Aus diesem Grunde können solche Länder gegenüber den reichen Ländern im Lebensstandard aufholen, sofern die internationale Kapitalmobilität nicht oder nur wenig eingeschränkt ist.

Im Zuge dieser Entwicklung werden sich viele Aufholländer im Ausland verschulden, weil sie über das heimische Sparangebot hinaus investieren können, während relativ reiche Länder einen Teil ihres Vermögens im Ausland halten. Dementsprechend bilden sich Salden in der Kapitalverkehrsbilanz: Länder mit reichlicher Kapitalausstattung exportieren per saldo Kapital - ihre Nettoforderungen an das Ausland steigen -, während aufholende Länder Kapital importieren. Das Gegenstück zu diesen Entwicklungen der Kapitalverkehrsbilanzen ist ein Leistungsbilanzüberschuß reicher und ein Leistungsbilanzdefizit aufholender Länder. Einerseits müssen letztere Investitionsgüter importieren, andererseits werden sie aber auch einen Teil der aufgenommenen Kredite für den Konsum verwenden und entsprechend Konsumgüter importieren, denn ihr permanentes (d.h. auf lange Sicht erwartetes) Einkommen steigt vergleichsweise rasch. Solche Überschüsse und Defizite in der Leistungsbilanz und in der Kapitalverkehrsbilanz können als ein dynamisches Gleichgewicht zwischen den Regionen der Weltwirtschaft verstanden werden, in der sich

die Einkommensniveaus über unterschiedliche Wachstumsraten tendenziell angleichen.

Dieses Bild der Leistungsbilanz- und Kapitalverkehrsbilanzsalden ändert sich, sobald ärmere Länder im Entwicklungsprozeß aufgeholt haben; diese verringern dann ihre Auslandsverschuldung und können schließlich selbst zum Gläubiger werden. Ein solcher Schuldenzyklus (full debt cycle) kann, wie Beispiele aus der Vergangenheit zeigen, für ein einzelnes Land Jahrzehnte dauern.[1] Eine wesentliche Voraussetzung dafür, daß dieser Prozeß reibungslos abläuft, ist, daß die Kapitalmobilität nicht behindert wird. Sie ermöglicht den aufholenden Ländern, rascher zu wachsen, als es sonst möglich wäre, und dient auch den reicheren Ländern, weil ihnen höhere Erträge für die Investitionen zufließen und sich zusätzlich neue oder größere Absatzmärkte im Ausland erschließen. Internationale Kapitalbewegungen bewirken somit, daß möglichst viele Wachstumschancen zum Vorteil der Weltwirtschaft insgesamt wahrgenommen werden.

In der Realität kommt es indes häufig nicht zu diesem idealen Verlauf; gerade in den letzten Jahren hat es erhebliche Abweichungen gegeben. Viele Entwicklungsländer, eigentlich die natürlichen Kandidaten für ein relativ rasches Wachstum und damit für Kapitalimporte, hatten Probleme, die Auslandsschulden zu bedienen und waren oft nicht einmal in der Lage, die fälligen Zinsen zu zahlen. Auch bei den reichen Industrieländern hat es zumindest eine Abweichung von dem Normalpfad gegeben: Die USA weisen seit mehreren Jahren ein großes Defizit in der Leistungsbilanz auf; dies scheint der Idee zu widersprechen, nach der eines der reichsten Länder der Welt eigentlich per saldo Kapital exportieren müßte. Zwar hatte sich die Nettoauslandsposition der USA nach dem Zweiten Weltkrieg kontinuierlich erhöht; im Jahr 1985 aber überstiegen die Verbindlichkeiten des Landes erstmals wieder die Forderungen. Gegenwärtig sind die USA mit mehr als 500 Mrd. US-Dollar der weitaus größte Netto-Schuldner in der Welt. Dieser Betrag entspricht in etwa der

---

[1] Ein Beispiel für einen im großen und ganzen ununterbrochenen Zyklus bietet die Entwicklung der USA gegen Ende des 19. und in den ersten Jahren des 20. Jahrhunderts, als sie sich zunächst im Ausland verschuldeten, die Schulden dann allmählich abbauten und danach zum Gläubiger wurden (vgl. Abschnitt II.3). Zum Konzept des Schuldenzyklus vgl. z.B. Siebert [1989].

Summe der Auslandsschulden derjenigen Entwicklungsländer, deren Verschuldung als besonders problematisch angesehen wird (Highly Indebted Countries, HICs). Diese Abweichung von der idealen Entwicklung ist es vor allem, die von vielen Beobachtern für das größte Ungleichgewicht in der Weltwirtschaft gehalten wird.

Generell betrachtet läßt die Höhe der Auslandsverschuldung, ob in Relation zum Sozialprodukt, ob zu den Exporten oder wie auch immer gemessen, keine Aussage darüber zu, ob eine Verschuldung "angemessen" ist. Die Schulden, die das eine Land ohne Probleme bedienen kann, führen für ein anderes Land möglicherweise zu erheblichen Schwierigkeiten. Zum Beispiel belief sich die Auslandsverschuldung Brasiliens und Südkoreas im Jahr 1985 jeweils auf rund 50 vH des Bruttosozialprodukts, hatte aber für die beiden Länder unterschiedliche Konsequenzen. Ebenso ist es möglich, daß ähnlich hohe Quoten zu zwei verschiedenen Zeitpunkten ein einzelnes Land in unterschiedlichem Maße belasten. Ein Beispiel ist Chile, das eine Zeitlang zu den Problemschuldnern gezählt wurde, inzwischen aber die Schulden bedient. Wo die Grenze der noch aufrechterhaltbaren Verschuldung für ein Land liegt, läßt sich daher nicht ohne weiteres sagen; sie scheint in erster Linie von der Ausrichtung der Wirtschaftspolitik abzuhängen. Ob eine Verschuldungssituation tragbar (sustainable) ist oder nicht, entscheiden letztlich die Marktteilnehmer. Solange inländische und ausländische Investoren bereit sind, ihr Kapital in einem Land anzulegen, muß man vermuten, daß sie von ihrer Anlage eine ausreichende Verzinsung erwarten; dann gibt es keinen Grund, an der "sustainability" der Verschuldungssituation zu zweifeln. Dies muß gegenwärtig auch für die USA gelten, denn offenbar gewähren Sparer aus dem Ausland, vor allem aus der Bundesrepublik und in Japan, den amerikanischen Investoren und Konsumenten Kredite auf freiwilliger Basis.[1]

Es kann jedoch zu erheblichen Änderungen in der Einschätzung durch die Marktteilnehmer kommen. Das Kapitalangebot wird sich verringern, wenn die Wachstumschancen und damit die Rendite, die sich Inve-

---

[1] Das Urteil würde sich ändern, wenn - wie im Jahr 1987 zu beobachten - die Notenbanken das Defizit zu einem großen Teil finanzierten. Die Entscheidungen der privaten Wirtschaftssubjekte hätten vermutlich zu einer niedrigeren Bewertung der amerikanischen Währung geführt; dies wurde durch Devisenmarktinterventionen verhindert.

storen von der Anlage ihres Kapitals in einem Land versprechen, pessimistischer eingeschätzt werden als zuvor. Werden die Erwartungen hinsichtlich des permanenten Einkommens enttäuscht, erweisen sich manche der getätigten Investitionen als Fehler. Die Folge ist, daß neue Mittel zunächst nicht mehr bereitgestellt werden, wenn nicht die Aussicht auf eine höhere Rentabilität in der Zukunft besteht. Drastische Änderungen des Kapitalangebots können zu heftigen Wechselkursbewegungen führen und, wie es zum Beispiel in vielen Staaten Lateinamerikas der Fall ist, sogar eine Kapitalflucht zur Folge haben.

Die Ursachen für die Änderungen der Erwartungen sind verschieden. Zu ihnen gehören reale Schocks, die das permanente Einkommen erheblich beeinflussen können. Beispiele sind drastische Preiserhöhungen bei den Importen, wie sie viele Länder, auch Entwicklungsländer, als Folge der Ölpreissteigerungen in den siebziger Jahren erfahren haben, oder auch die Entdeckung von neuen Rohstoffvorkommen, die zu möglicherweise deutlich niedrigeren Preisen führen. Vor allem aber können Änderungen der Wirtschaftspolitik die Wachstumsaussichten nachhaltig dämpfen; dies betrifft sowohl eine unstetige Geld- und Finanzpolitik als auch den direkten staatlichen Einfluß auf die Rentabilität der Investitionen oder Eingriffe in den Marktmechanismus. Dabei beeinträchtigt insbesondere die Unberechenbarkeit der Wirtschaftspolitik die Attraktivität eines Standortes für ausländische Investoren. Ein Land kann aber auch beispielsweise dadurch Nachteile erleiden, daß sich andere Länder im Wettbewerb um anlagebereites Kapital Vorsprünge verschaffen. Für das Land erhöht sich der zu zahlende Zins am Weltmarkt, wenn die Rentabilität von Investitionsprojekten insgesamt steigt. Bleibt die Wirtschaftspolitik in diesem Land passiv, erweist sich die Auslandsverschuldung im nachhinein möglicherweise als zu hoch.

Wenn die Verschuldung eines Landes nicht mehr zu der erwarteten Entwicklung des Realeinkommens paßt, sind mehrere Wege möglich, die gewünschten Relationen wiederherzustellen. Es könnte versucht werden, die Schulden zu verringern. Dies kann nur gelingen, wenn das Niveau der internen Absorption des Landes unter das der Produktion gedrückt wird. Für die außenwirtschaftlichen Beziehungen bedeutet dies, daß ein Leistungsbilanzüberschuß zustande kommen muß. Dabei wäre es für das Land nachteilig, wenn es die Importe künstlich beschränkte - beispiels-

weise durch erhöhte Zölle oder vermehrte Kontrollen -, um einen Handelsbilanzüberschuß zu erreichen; denn dann stünden möglicherweise Güter, die für das Wachstum wichtig sind, nicht zur Verfügung. Nachteilig für das Land wäre es auch, wenn der Wechselkurs durch Interventionen oder andere dirigistische Eingriffe künstlich überbewertet gehalten würde. Für den Einkommenstransfer an das Ausland wäre es vielmehr förderlich, eine reale Abwertung der Währung zuzulassen, statt durch Zölle, Kontrollen und andere selektive Eingriffe allokative Verzerrungen zu schaffen.

Darüber hinaus kommen Maßnahmen in Betracht, die die Rentabilität von Investitionen im Inland erhöhen. Kapital würde dann vom Ausland auf freiwilliger Basis zur Verfügung gestellt werden, und das Land könnte aus dem Verschuldungsproblem herauswachsen. Es wäre weder ein Realtransfer an das Ausland nötig, noch müßten sich die außenwirtschaftlichen Variablen drastisch ändern.

Diese Mechanismen setzen voraus, daß sich die Anpassung marktmäßig vollziehen kann, was häufig allerdings verhindert wird. So übernehmen Regierungen oder internationale Organisationen Risiken oft zu einem Preis, der niedriger ist als der, der sich am Markt ergeben würde. Ferner wird, wenn es tatsächlich zu einer Überschuldung kommt, der Anpassungsprozeß häufig durch staatliche Eingriffe behindert, zum Beispiel dadurch, daß die Wechselkurse manipuliert werden mit dem Ziel, den Realtransfer zu verhindern, oder daß der interne strukturelle Anpassungsprozeß durch die Manipulation der relativen Preise behindert wird. Wenn es dann, was unausweichlich ist, doch zu einem stärkeren Druck auf Wechselkurse und Preise kommt, sind oft kräftige Einkommenseinbußen die Folge.

Aus alldem folgt, daß weder in einem hohen Niveau noch in einem raschen Anstieg der Auslandsverschuldung ein Problem liegt; die Netto-Auslandsvermögensposition besagt für sich genommen, gleich ob sie positiv oder negativ ist, weder etwas über die Wohlfahrt eines Landes noch über seine Verschuldungsprobleme aus. Eine Nettoschuldnerposition kann ebenso wie ein Leistungsbilanzdefizit nicht ohne weiteres als Zeichen der Schwäche eines Landes gewertet werden, ebenso wie Gläubigerposition und Leistungsbilanzüberschuß nicht unbedingt bedeuten, daß ein Land wirtschaftlich stark ist. Entsprechend erfordern Leistungsbilanzdefizite

oder -überschüsse, die die Veränderung von Auslandsvermögenspositionen widerspiegeln, nicht notwendigerweise wirtschaftspolitische Eingriffe.

Solange einem Land von privaten Anlegern im Ausland freiwillig Kapital zur Verfügung gestellt wird, gibt es keinen Grund, in Überschüssen und Defiziten der Leistungsbilanz oder der Kapitalbilanzen Ungleichgewichte zu sehen. Chancen und Risiken, die mit diesen Beziehungen verbunden sind, finden ihren Niederschlag in den Marktpreisen, im internationalen Rahmen also vor allem bei den Zinsen und bei den Wechselkursen. Dies besagt keinesfalls, daß Leistungsbilanzdefizite und Auslandsschulden ohne Bedeutung sind: Eine Verschuldung im Ausland macht es stets notwendig, daß Zinsen erwirtschaftet werden und ein Teil des zukünftigen Einkommens an das Ausland fließt. Doch kann es den Investoren überlassen bleiben, die jeweiligen Chancen für diesen Ressourcenrückfluß abzuschätzen.

Ein Land hat deshalb nur dann ein Verschuldungsproblem, wenn es den Schuldendienst nicht im vereinbarten Umfang leistet.[1] Damit ist in der Regel eine Abnahme seiner Kreditwürdigkeit verbunden. Diese Abnahme kann Anpassungen bei Gläubigern und Schuldnern erfordern, also zum Beispiel bei den Gläubigern den Verzicht auf Zinszahlungen oder eine Abschreibung der Schulden oder bei den Schuldnern Änderungen in der Wirtschaftspolitik. Krisenhafte Erscheinungen sind aber selbst dann nicht zwangsläufig. Sie werden indes für einzelne Schuldnerländer wahrscheinlicher, wenn zum Beispiel

- die Gläubigerländer durch protektionistische Maßnahmen eine Steigerung der Exporte der verschuldeten Länder behindern;
- die Schuldnerländer durch eine expansive Geld- und Finanzpolitik versuchen, den notwendigen Einkommenstransfer an das Ausland hinauszuschieben, und dadurch ihre Kreditwürdigkeit noch weiter untergraben;

---

[1] Es soll hier nicht unterschieden werden zwischen der Unwilligkeit und der Unfähigkeit, den Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Vgl. zu diesem Problem Eaton et al. [1986]. Auch die Weltbank definiert das Verschuldungsproblem allein mit der Tatsache, daß die vereinbarten Leistungen nicht erbracht werden: "The unability or unwillingness of borrowers to repay their loans has become a serious problem in recent years." [World Bank, b, S. 2].

- die Schuldnerländer durch andere Eingriffe die notwendige Anpassung der relativen Preise, zu denen auch der Wechselkurs gehört, verhindern.

2. Inhalt und Gang der Untersuchung

Ein Schwerpunkt dieser Arbeit ist die Interpretation von Auslandsvermögenspositionen verschiedener Länder.[1] *Kapitel II* dient der Klärung konzeptioneller Fragen, die für das Verständnis der erstellten Auslandsvermögensrechnungen wichtig sind. Anhand eines einfachen Modells werden die Zusammenhänge zwischen der Auslandsvermögensposition, der Vermögensbilanz und der Zahlungsbilanz eines Landes erläutert. Es wird die Frage erörtert, ob es bestimmte Niveaus der Auslandsvermögensposition gibt, die nicht aufrechterhalten werden können. Das Kapitel schließt mit einer Diskussion über die Aussagefähigkeit von Vermögenspositionen. Dieser Teil scheint deshalb besonders wichtig, weil Fehlinterpretationen in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur weit verbreitet sind.

Das *Kapitel III* geht über die Definitionen und das Konzeptionelle hinaus. Hier wird die Entwicklung der Auslandsvermögenspositionen im Zeitablauf dargestellt, wobei die Ergebnisse für ausgewählte Länder und Ländergruppen ausführlich kommentiert werden. Anschließend wird untersucht, ob eine Übereinstimmung zwischen den Leistungsbilanzsalden und den Veränderungen der Auslandsvermögenspositionen, die gegeben sein müßte, tatsächlich besteht. Ferner wird die Konsistenz der Daten auch anhand der Frage geprüft, ob sich alle erfaßten Nettopositionen zu Null addieren. Zuletzt werden einige Aspekte diskutiert, die die Erstellung von Auslandsvermögensrechnungen und deren Interpretation erschweren. Dabei geht es zunächst um Bewertungsfragen. Hier wird eine Diskussion aufgegriffen, die durch jüngste Publikationen über die Höhe der Auslandsvermögensposition der USA angeregt wurde. Einigen Autoren zufolge könnte die den üblichen Berechnungen zugrundeliegende

[1] Zur Berechnung vgl. Sinn [in Vorbereitung], wo für 145 Länder (Industrie-, Entwicklungs- und Staatshandelsländer) die Auslandsvermögenspositionen für den Zeitraum 1970-1987 berechnet wurden. Die Ergebnisse sind die erste, nahezu vollständige Aufstellung von Auslandsvermögenspositionen.

Konzeption zu Fehlschlüssen verleiten, denn es würden die Buchwerte, nicht aber die Marktwerte der einzelnen Forderungen und Verbindlichkeiten herangezogen. Bei einer alternativen Betrachtungsweise ergäben sich möglicherweise völlig andere Ergebnisse. Dem wird am Beispiel der USA nachgegangen. Es würde den Rahmen dieser Studie sprengen, solche Analysen für viele Länder durchzuführen; gleichwohl werden Anhaltspunkte gegeben, wie bei einem solchen Vorhaben vorzugehen wäre. Zuletzt werden Datenlücken erörtert. Hier steht die Schätzung von Auslandsaktiva der Bürger hochverschuldeter Länder im Vordergrund. Methoden, die von anderen Autoren im Rahmen der Analyse der Kapitalflucht aus hochverschuldeten Ländern entwickelt wurden, werden für die Berechnungen der Auslandsvermögenspositionen benutzt.

Kapitel IV beginnt mit einer Definition des Verschuldungsproblems. Diskutiert wird erstens, welche Konsequenzen sich ergeben, wenn Kreditbeziehungen nicht nur zwischen privaten Wirtschaftseinheiten bestehen sondern wenn auch Regierungen und internationale Organisationen beteiligt sind; dies ist gegenwärtig insbesondere im Zusammenhang mit der Verschuldung vieler Entwicklungsländer der Fall. Zweitens werden Phasen in der Vergangenheit beschrieben, um zu prüfen, ob sich aus Verschuldungskrisen zum Beispiel der dreißiger Jahre Konsequenzen für die heutige Situation aufzeigen lassen.

In *Kapitel V* werden Ursachen von Verschuldungsproblemen analysiert und Vorschläge für ihre Überwindung abgeleitet. Geprüft wird dabei, ob die Fehlentwicklungen eher auf die heimische Wirtschaftspolitik oder auf außenwirtschaftliche Störungen zurückzuführen sind. So stehen zum einen die Inflation und ihre Folgen im Vordergrund, da fast alle Problemschuldner überdurchschnittlich hohe Geldentwertungsraten aufweisen. Der theoretisch in Problemländern anzustrebende Strukturwandel, der eine restriktive Wirtschaftspolitik und eine reale Abwertung nahelegt, wird mit den tatsächlichen Veränderungen in einzelnen Ländern verglichen. In diesem Teil der Untersuchung wird der Frage nachgegangen, weshalb einige verschuldete Länder im Anpassungsprozeß wesentlich erfolgreicher waren als andere. Aus diesen Analysen lassen sich dann Schlußfolgerungen für die Wirtschaftspolitik ableiten.

Ein weiteres Anliegen dieser Studie ist es aufzuzeigen, wie sich die Auslandsvermögenspositionen in den nächsten Jahren entwickeln können (*Kapitel VI*). In Anlehnung an Modellrechnungen werden unter verschie-

denen Annahmen über wichtige Einflußfaktoren die Vermögenspositionen fortgeschrieben. Bei dieser Analyse wird nochmals die Frage aufgegriffen, wie lange eine bestimmte Höhe der Verschuldung aufrechterhalten werden kann. Es wird diskutiert, wie dieses Konzept präzisiert werden könnte und zu welchen Schlußfolgerungen man damit hinsichtlich der zu erwartenden Schuldenentwicklung gelangen würde. Außerdem wird untersucht, welche Konsequenzen sich aus einem Abbau des Handelsbilanzdefizits der USA für einzelne Ländergruppen ergeben würden.

Das *Kapitel VII* faßt noch einmal die wesentlichen Schlußfolgerungen für die Wirtschaftspolitik zusammen. Sie richten sich auf die Maßnahmen, die von verschuldeten Ländern einerseits und von Gläubigerländern andererseits ergriffen werden könnten. Ferner wird diskutiert, inwieweit eine Koordination der Wirtschaftspolitik zwischen den einzelnen Ländern oder innerhalb der Industrieländer notwendig ist.

II. Der Auslandsvermögensstatus: Definition, Darstellung und Interpretation

Der Auslandsvermögensstatus eines Landes ist die vollständige, bilanzmäßige Darstellung der finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten der Inländer gegenüber allen Ausländern. Davon zu unterscheiden ist die Auslandsvermögensposition eines Landes, die definiert ist als der Saldo aus sämtlichen Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten. Ein Land, dessen Einwohner mit einem höheren (geringeren) Betrag gegenüber Ausländern verschuldet sind als sie selbst Forderungen gegenüber Nichteinwohnern besitzen, ist ein Nettoschuldnerland (Nettogläubigerland). Anhand eines einfachen Modells sollen diese Zusammenhänge näher erläutert werden. Dabei stehen folgende Fragen im Vordergrund:

- Welche Zusammenhänge bestehen zwischen dem Auslandsvermögensstatus, der Vermögensbilanz, der Zahlungsbilanz, den Investitionen und der Ersparnis?
- Was läßt sich über die Bestimmungsgründe von Auslandsvermögenspositionen sagen? Wie verändern sie sich in der Zeit? Gibt es Auslandsvermögenspositionen, die nicht aufrechtzuerhalten sind (Problem der "sustainability")?
- Wie sind Auslandsvermögenspositionen zu interpretieren? Deutet ein bestimmtes Niveau der Auslandsvermögensposition auf ein wirtschaftspolitisches Problem hin?

1. Auslandsvermögensstatus, Vermögensbilanz und Zahlungsbilanz

Die Konzeption des Auslandsvermögensstatus eines Landes läßt sich anhand eines einfachen Modells über die Vermögensbeziehungen zweier Länder erklären.[1] Die Beschränkung auf zwei Länder kommt der tatsächlichen Gestaltung von Auslandsvermögensbilanzen sehr nahe, da diese in der Regel Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Inländer (Land 1) gegenüber allen Ausländern (Land 2) aufführen.

Einer alten Tradition in der Außenwirtschaftstheorie folgend sei Land 1 England und Land 2 Portugal. Mit K_1 und K_2 seien die Bestände

[1] Vgl. zu den folgenden Ausführungen Niehans [1984].

an Realkapital in England bzw. Portugal bezeichnet. Um das Modell nicht zu überfrachten, wird angenommen, daß Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten nur in der Form von Schuldverschreibungen existieren. Bei der Aufarbeitung des Datenmaterials im weiteren Verlauf der Arbeit wurde nach verschiedenen Formen des Auslandsvermögens unterschieden. Für die nun folgenden Ausführungen würde jedoch eine Erweiterung des Modells auf mehrere Anlageformen keine zusätzlichen Erkenntnisse schaffen.

Als Notationskonvention soll gelten, daß das erste Subskript das Wohnsitzland des Schuldners angibt und das zweite Subskript das Wohnsitzland des gegenwärtigen Besitzers der Schuldverschreibung. Ein Beispiel: B_{12} kennzeichnet den Bestand an Schuldverschreibungen der Engländer im Besitz von Portugiesen. Der englische Zinssatz sei mit r_1 bezeichnet, der portugiesische mit r_2. Da zunächst noch auf die Berücksichtigung von Preisänderungen verzichtet wird, sei angenommen, daß die Preise für Realkapital (p_1^K, p_2^K), die Preise von Schuldverschreibungen (p_1^B, p_2^B) sowie die Konsumentenpreisindices (p_1^C, p_2^C) gleich eins seien; r_1 und r_2 sind somit Realzinsen. Weiterhin sei angenommen, daß der Wechselkurs ebenfalls gleich eins sei.[1]

Unter diesen Voraussetzungen ergibt sich das Reinvermögen der Engländer W_1 als

$$W_1 = K_1 + B_{21} - B_{12}. \qquad [1]$$

Das Reinvermögen der Engländer besteht also zum einen aus dem in England investierten Kapital, das nicht im Besitz von Portugiesen ist ($K_1 - B_{12}$), und es enthält zum anderen den Teil des portugiesischen Kapitalbestands, der sich im Besitz von Engländern befindet (B_{21}). Die entsprechende Definitionsgleichung für das Reinvermögen der Portugiesen W_2 lautet:

$$W_2 = K_2 + B_{12} - B_{21}. \qquad [2]$$

Die Auslandsvermögensposition der Engländer AVP_1 ist wie folgt definiert:

---

[1] Einige dieser Annahmen werden in Abschnitt III.4 wieder aufgehoben.

$$AVP_1 = B_{21} - B_{12}. \qquad [3]$$

Mit Hilfe von Gleichung [3] erhält man aus Gleichung [1]

$$AVP_1 = W_1 - K_1. \qquad [4]$$

Gleichung [4] macht deutlich, daß die Auslandsvermögensposition lediglich von den kumulierten Ersparnissen (dem Reinvermögen W_1) und den kumulierten Investitionen (dem Kapitalstock K_1) abhängt. Anhand dieser Formulierung wird eine Analyse der Auslandsvermögensposition möglich, die sich auf die Bestimmungsgründe der Ersparnis und der Investitionen gründet. Analog zu Gleichung [4] läßt sich die portugiesische Auslandsvermögensposition AVP_2 darstellen. In einer Welt mit zwei Ländern gilt, daß - in einer Währung ausgedrückt -

$$AVP_1 = -AVP_2 \qquad [5]$$

ist. Daraus folgt für das Reinvermögen der Welt als Ganzes, daß

$$W_1 + W_2 = K_1 + K_2. \qquad [6]$$

Finanzaktiva stellen somit für die Welt insgesamt nur dann Nettovermögen dar, wenn sie einen Anspruch auf Realkapital verkörpern; das Reinvermögen der Welt besteht aus dem weltweiten Bestand an Realkapital.

Die beschriebenen Zusammenhänge lassen sich anhand der Vermögensbilanz Englands verdeutlichen, die in ihrer einfachsten Version (Tabelle 1) aus vier Positionen besteht: aus dem Sachvermögen innerhalb Englands sowie den Forderungen der Engländer auf Sachvermögen in Portugal auf der Aktivseite und aus den Verbindlichkeiten der Engländer gegenüber den Portugiesen sowie ihrem Reinvermögen auf der Passivseite. Die Auslandsvermögensposition ist Teil der Vermögensbilanz; sie entspricht dem Nettobestand an Forderungen gegenüber dem Ausland, $B_{21} - B_{12}$.

Die Vermögensbilanz Englands (Tabelle 1) läßt sich in eine Vermögensbilanz der englischen Privatpersonen umwandeln, indem man den gesamten Kapitalbestand K_1 in England mit den Ansprüchen der Portugiesen saldiert. Definitionsgemäß steht dann auf der Aktivseite statt des

Bibliothek des Instituts
für Weltwirtschaft Kiel

Tabelle 1 - Modellhafte Vermögensbilanz Englands

Aktiva	Passiva
Sachvermögen (K_1)	Auslandsverbindlichkeiten (B_{12}) ≙ Besitzansprüche portugiesischer Wirtschaftssubjekte auf Sachvermögen in England
Auslandsforderungen (B_{21}) ≙ Besitzansprüche englischer Wirtschaftssubjekte auf Sachvermögen in Portugal	Reinvermögen der englischen Wirtschaftssubjekte (W_1)

gesamten Kapitalbestands in England nur noch der im Besitz von Engländern befindliche Teil (B_{11}), auf der Passivseite das Reinvermögen W_1 (Tabelle 2). Die Ansprüche der Portugiesen auf den englischen Kapitalbestand tauchen in dieser Darstellung nicht mehr auf.

Tabelle 2 - Modellhafte Vermögensbilanz der Engländer

Aktiva	Passiva
Ansprüche auf Realkapital in England (B_{11})	Reinvermögen (W_1)
Ansprüche auf Realkapital in Portugal (B_{21})	

Das Reinvermögen der Engländer besteht also aus Ansprüchen auf Realkapital in England und in Portugal. Da Tabelle 2 aus Tabelle 1 durch eine Saldierung zweier Posten hervorgeht, steht in beiden Tabellen - ökonomisch betrachtet - der gleiche Sachverhalt. Dennoch betonen beide Darstellungsweisen verschiedene Aspekte. Die in Tabelle 1 gewählte Darstellung ist dann hilfreich, wenn es um die Analyse der Bestimmungsgründe von Auslandsvermögenspositionen geht, zeigt sie doch, daß sich diese aus den einzelwirtschaftlichen Entscheidungen über Ersparnis und Investition ergeben. Tabelle 2 verdeutlicht dagegen die Verteilung des Reinvermögens der Inländer auf den in- und ausländischen Kapitalstock.

Bisher wurden Veränderungen der verschiedenen Bestände nicht berücksichtigt. Durch Sparen (S_1^t) wird Reinvermögen aufgebaut, Inve-

stitionen (I_1^t) erhöhen den Kapitalbestand in einer Volkswirtschaft. Diese Vorgänge sollen nun in die Analyse miteinbezogen werden. Kommt es in einer Periode zu Bestandsveränderungen, so läßt sich - analog zu Gleichung [4] - eine Bilanzidentität für Ströme aufstellen:

$$KVB_1^t = I_1^t - S_1^t, \qquad [7]$$

wobei KVB_1^t den Saldo der Kapitalverkehrsbilanz Englands in der Periode t kennzeichnet.[1] KVB_1^t entspricht der Veränderung der englischen Auslandsvermögensposition, die genau wie Salden in der Kapitalverkehrsbilanz den Umfang von Nettokapitalbewegungen zwischen England und Portugal mißt.

Gleichung [7] hat zwei wichtige Implikationen. Zum einen verdeutlicht sie, daß es nur dann zu Nettokapitalbewegungen zwischen England und Portugal kommen kann, wenn Ersparnis und Investitionen eines Landes nicht übereinstimmen. Zum anderen führt ein Nettokapitalimport (Zunahme der Verschuldung bei Ausländern: $KVB_1^t > 0$) nur dann zu einer Erhöhung des Reinvermögens ($S_1^t > 0$), wenn der Kapitalbestand um mehr zunimmt als die Auslandsverschuldung, wenn also das importierte Kapital so investiert wird, daß der Wert des neu entstandenen Kapitalgutes den Wert der zusätzlichen Auslandsschuld übersteigt.[2]

2. Bestimmungsgründe von Auslandsvermögenspositionen

Die bisherige Diskussion beschränkte sich auf die Darstellung von Bilanzidentitäten. Aussagen über Bestimmungsgründe von Auslandsvermögenspositionen, die sich aus Definitionsgleichungen nicht gewinnen lassen, soll im folgenden nachgegangen werden.

Aus Gleichung [4] folgt, daß die Auslandsvermögensposition der Bewohner eines Landes sich aus ihrem Reinvermögen und dem in ihrem Land investierten Kapitalbestand zusammensetzt. Mithin können Faktoren,

---

[1] Die Auslandsvermögensposition nimmt zu, wenn die Kapitalverkehrsbilanz einen negativen Saldo aufweist (Kapitalabfluß); daraus folgt: $dAVP/dt = -KVB_t$.

[2] Dies wird deutlich, wenn man Gleichung [7] nach S_1^t auflöst.

die Reinvermögen und Kapitalbestand bestimmen, zugleich die (Netto-) Auslandsvermögensposition eines Landes erklären. Eingewendet werden könnte, daß aus Gleichung [4] nicht zwingend folgt, daß die Auslandsvermögensposition die abhängige der drei Größen Reinvermögen, Kapitalbestand und Auslandsvermögensposition ist. Letztlich entscheidend für die Beantwortung der Frage nach den Abhängigkeiten ist, welche der drei Bestände von den Wirtschaftssubjekten geplant werden.

Hier ist wichtig, daß Konsum- und Sparentscheidungen simultan, Investitionsentscheidungen aber unabhängig von diesen getroffen werden.[1] Mit ihrer Festlegung, welchen Teil ihres Einkommens sie sofort und welchen sie später konsumieren wollen, bestimmen Wirtschaftssubjekte eines Landes zugleich das interne Sparaufkommen. In der geschlossenen Volkswirtschaft ist damit auch das Investitionsvolumen determiniert; die Koordination der individuellen Spar- und Investitionsentscheidungen erfolgt auf dem inländischen Kapitalmarkt. In der offenen Volkswirtschaft begrenzen weder das interne Sparen die internen Investitionsmöglichkeiten noch die interne Aufnahmebereitschaft für investive Zwecke die Sparmöglichkeiten, weil über die internationalen Kapitalmärkte Kapital im- und exportiert werden kann. Ob sich dabei ein Überschuß oder ein Defizit einstellt, hängt naturgemäß nicht nur vom inländischen, sondern auch vom ausländischen Spar- und Investitionsverhalten ab. Daraus folgt zum einen, daß für ein einzelnes Land die Identität von inländischem Sparen und inländischen Investitionen nicht gegeben sein muß; lediglich für die Welt insgesamt liegt diese Identität vor. Zum anderen wird deutlich, daß die Auslandsvermögensposition eines Landes eine ungeplante Residualgröße ist, die sich aus den Entscheidungen verschiedener Gruppen ergibt. Sie ist somit keine im üblichen makroökonomischen Sinn geplante Größe,[2] denn: "There is no single entity corresponding to the nation that is either a debtor or creditor" [Friedman, 1987]. Als Fazit

---

[1] Dies folgt aus der auf Irving Fisher zurückgehenden Theorie der optimalen Entscheidung eines Haushalts über heutigen und zukünftigen Konsum. Allgemeine Darstellungen befinden sich z.B. in Barro [1987] und Sinn [1987].

[2] Darunter wird hier das in der Makroökonomik übliche Vorgehen verstanden, Entscheidungen der Sektoren "Private Haushalte" und "Wirtschaftsunternehmen" wie individuelle Entscheidungen zu analysieren. Die damit verbundenen Aggregationsprobleme diskutieren z.B. Richter et al. [1978].

läßt sich also festhalten, daß von den drei Größen in Gleichung [4] die Auslandsvermögensposition die abhängige Größe ist.

Wie werden Kapitalbestand und Reinvermögen von den Wirtschaftssubjekten geplant? Die Theorie der Nachfrage nach Vermögensbeständen postuliert, daß jedes Wirtschaftssubjekt versucht, Vermögensbestände an ein optimales Niveau anzugleichen, das von einer Reihe von Einflußfaktoren abhängt. Solange dieses optimale Niveau nicht erreicht ist, erwirkt das Individuum Veränderungen der Bestände. Dies bedeutet, daß sich Veränderungen der Auslandsvermögensposition aus Angleichungen der gegenwärtigen Bestände von Reinvermögen und Realkapital an ihre gewünschten Niveaus ergeben. Veränderungen des Reinvermögens stellen Sparvorgänge dar, Veränderungen des Kapitalbestands kommen durch Investitionen zustande. Die Bestimmungsgleichungen für Sparen (S) und Investieren (I) sind demnach:

$$S = \Delta W = g_W(W^* - W) \quad \text{und} \qquad [8]$$

$$I = \Delta K = g_K(K^* - K), \qquad [9]$$

wobei die mit einem Stern gekennzeichneten Bestände die gewünschten oder optimalen Bestände darstellen; g_W und g_K kennzeichnen die Geschwindigkeit, mit der sich die tatsächlichen an die gewünschten Bestände anpassen. Solange die gewünschten Bestände mit den tatsächlichen übereinstimmen, kommt es zu keinen Strömen.

Entscheidend für den Umfang von Sparen und Investieren und damit für die Nettokapitalströme ist das Verhältnis der gewünschten Bestände W* und K* zu den tatsächlichen Beständen W und K. Auf wichtige Determinanten von Veränderungen dieser optimalen Bestände wird im folgenden kurz eingegangen.

a. Determinanten der Spartätigkeit

Ein Bestimmungsfaktor für die Ersparnis in einer Ökonomie ist die Altersstruktur ihrer Bevölkerung. In letzter Zeit ist wiederholt die Ver-

mutung geäußert worden, daß die Entwicklung der Altersstruktur in der Bundesrepublik eine Erklärung für das starke Anwachsen des bundesdeutschen Auslandsvermögens sein könnte.[1] Dahinter steht die auf Modigliani zurückgehende Lebenszyklushypothese, nach der die Sparquote (Anteil der Ersparnis am Einkommen) eines Haushalts zu Beginn der Erwerbstätigkeit des Haushaltsvorstands niedrig ist, später steigt und mit Beginn der Pensionierung sinkt.[2] Das bedeutet, daß in Volkswirtschaften mit relativ zum Ausland steigendem Anteil älterer Erwerbspersonen mehr gespart wird als dort. Unter sonst gleichen Bedingungen kann erwartet werden, daß ein Teil der inländischen Ersparnis für die Vermögensanlage im Ausland verwendet wird, wo die Sparneigung im Vergleich zur Investitionsbereitschaft geringer ist.

Tabelle 3 zeigt, daß der Anteil der 45-65jährigen in der Bundesrepublik in den siebziger Jahren über dem Durchschnitt der OECD-Länder lag. In der ersten Hälfte der achtziger Jahre ist der Unterschied zwischen dem Anteil in der Bundesrepublik und dem in den OECD-Ländern von 2,4 Prozentpunkten (1980) auf 5,2 Prozentpunkte (1986) angestiegen und hat sich somit mehr als verdoppelt. Damit hat in der Bundesrepublik der Anteil der Altersgruppe, die nach der Lebenszyklushypothese mehr spart als andere Altersgruppen, im Vergleich zu allen anderen OECD-Ländern zugenommen. Der Grund hierfür ist zum einen der Rückgang der Geburtenrate, zum anderen der kriegsbedingt niedrige Rentnerbestand. Unterschiede in der Altersstruktur zwischen Ländern können der Grund für Unterschiede in deren Sparquoten sein. Für die USA und die Bundesrepublik zum Beispiel "...dürfte die unterschiedliche Bevölkerungsstruktur zu einem beträchtlichen Teil erklären, warum die amerikanische Sparquote von 1973 bis 1987 unter der deutschen gelegen hat" [Kauffmann, 1988, S. 56]. Somit ist zumindest nicht auszuschließen, daß die Veränderung in der Altersstruktur der Bundesrepublik Deutschland relativ zu

---

[1] So zum Beispiel Karl Otto Pöhl: "It's normal that Germany - with its high savings rate, decreasing population and rather mature economy - is a capital exporter" [Gewirtz, 1989, S. 1]. Ähnlich argumentieren auch Issing und Masuch [1989, S. 14 f.]: "... die demographische Entwicklung der Bundesrepublik [legt] nahe, daß ... für die nähere Zukunft ein nicht unbeträchtlicher Leistungsbilanzüberschuß als optimal anzusehen ist."

[2] Vgl. eine Zusammenfassung der Lebenszyklushypothese in Modigliani [1988].

Tabelle 3 - Anteil der 45-65jährigen an der Gesamtbevölkerung in der Bundesrepublik und in OECD-Ländern 1970-1986 (vH)

	Bundesrepublik	OECD-Länder(a)
1970	23	20,3
1975	22	20,2
1980	22	19,6
1986	26	20,8

(a) Mit der Gesamtbevölkerung der jeweiligen Länder gewichteter Durchschnitt aller OECD-Länder ohne die Bundesrepublik. Für einzelne Länder und Jahre geschätzt; 1970 ohne Island und Luxemburg.

Quelle: Statistisches Bundesamt [lfd. Jgg.]; eigene Berechnungen.

den OECD-Ländern zu einer relativen Zunahme der Spartätigkeit in der Bundesrepublik geführt hat, die zu dem starken Aufbau von Auslandsvermögen seitens der Bundesrepublik in den achtziger Jahren beigetragen hat (vgl. Abschnitt III.1).

Ein weiterer Bestimmungsfaktor für das Sparverhalten ist das langfristig erwartete (permanente) Einkommen in einer Volkswirtschaft. Kommt es aufgrund eines Schocks zum Beispiel zu einer Erhöhung des langfristig erwarteten Einkommens, so wird in der Ökonomie auch das gewünschte Vermögen W* steigen. Langfristig wird also vermehrt gespart werden (vgl. Gleichung [8]). Kurzfristig wird als Reaktion auf das erhöhte permanente Einkommen zunächst entspart werden, um den Konsum vorausgreifend an den Anstieg im permanenten Einkommen anzupassen. In den folgenden Perioden werden - wenn die erwarteten höheren Einkommensströme sich einstellen - die anfängliche Verschuldung abgebaut und Vermögen aufgebaut werden. Kurzfristig führt also der positive Schock zu Entsparen, langfristig zu vermehrtem Sparen. Unter sonst gleichen Bedingungen wäre zu erwarten, daß es zunächst zu einer Erhöhung der Auslandsverschuldung bzw. zu einem Abbau von Auslandsvermögen kommt und danach zu einer Verminderung der Auslandsverschuldung bzw. zu einem Aufbau von Auslandsvermögen.

Zuletzt sei noch auf die Bedeutung von Veränderungen der staatlichen Sparquote hingewiesen, die sich in Defiziten und Überschüssen im Staatshaushalt niederschlagen. Wenn die staatliche Sparquote stark schwankt, kann dies die gesamtwirtschaftliche Sparquote merklich ver-

ändern; in der Folge würde sich auch - bei unverändertem optimalem Kapitalbestand - das Auslandsvermögen ändern. Diese Aussage gilt allerdings nur dann, wenn private Haushalte nicht auf das staatliche Entsparen (Zunahme des Staatsdefizits) mit verstärktem Sparen ihrerseits reagieren, um Vermögen zur Zahlung der antizipierten höheren Steuern in der Zukunft zu bilden. Private Haushalte würden sich dann entsprechend dem ricardianischen Äquivalenztheorem verhalten, das in den siebziger Jahren als Alternative zur keynesianischen Theorie über die Wirkung von Staatsdefiziten entworfen wurde [vgl. Barro, 1974]. Ob private Haushalte sich tatsächlich so verhalten, ist eine heftig diskutierte und nicht entschiedene Frage.[1]

b. Determinanten der Investitionstätigkeit

Der gewünschte Bestand an Kapital in England (K_1^*) setzt sich zusammen aus den gewünschten Kapitalbeständen der Engländer und der Portugiesen in England. Entscheidend für die Investitionstätigkeit an einem Ort ist die Beziehung zwischen Realzins (r), Kapitalnutzungskosten (q) und dem Marktpreis des Kapitalgutes (p^K) an einem Ort. Zwischen diesen Größen besteht folgender Zusammenhang [vgl. Niehans, 1984]:[2]

$$r_1 \equiv q_1 / p_1^K. \qquad [10]$$

Die Kapitalnutzungskosten bestimmen sich aus der verlangten Verzinsung auf Fremd- und Eigenkapital i_1 und der Abschreibungsrate a_1:

$$q_1 \equiv p_1^K (i_1 + a_1). \qquad [11]$$

Unternehmen werden solange investieren, bis die Kapitalnutzungskosten gleich dem Wertgrenzprodukt sind; das heißt:

---

[1] Vgl. Yellen [1989] und die dort folgenden Beiträge zum Symposium "Budget Deficit".

[2] Wir abstrahieren im folgenden von Unterschieden in der Besteuerung der einzelnen Länder.

$$p_1 f_K(K_1) = q_1, \qquad [12]$$

wobei p_1 der Preis des produzierten Gutes sei.

Der Preis des Kapitalgutes muß im Gleichgewicht seinen Herstellungskosten $\bar{p}$ entsprechen:

$$p_1^K = \bar{p}_1. \qquad [13]$$

Entscheidend für die internationale Allokation von Realkapital und damit für internationale Kapitalströme ist das Verhältnis von p^K zu $\bar{p}$ in den jeweiligen Ländern, das heißt, das Verhältnis des Marktpreises von Kapital zu seinen Herstellungskosten. Kapitalbewegungen werden von der realwirtschaftlichen Seite - und nicht von den Finanztransaktionen[1] - bestimmt. Fällt der Marktpreis der Kapitalgüter unter die Herstellungskosten, geht der Anreiz zum Investieren zurück, weil es billiger ist, existierende Kapitalgüter (also zum Beispiel Firmen) zu kaufen. Das Gegenteil ist der Fall, wenn p^K größer als $\bar{p}$ wird. Da das Verhältnis von p^K und $\bar{p}$ - das auch als Tobinsches q bezeichnet wird - die Investitionstätigkeit in einem Land bestimmt, ist es, abgesehen von den Bestimmungsgründen des Sparens, der Motor internationaler Kapitalbewegungen.

Als Beispiel mag der Anpassungsprozeß an eine dauerhafte Erhöhung der Grenzproduktivität des Kapitals dienen. Dieser Anstieg hat zur Folge, daß der Preis des Kapitalguts, p_1^K, tendenziell steigt (vgl. Definitionsgleichung [11] und Gleichung [12]). Wirkungen der Erhöhung des Marktpreises für Kapital auf die Kapitalbildung ergeben sich dadurch, daß nun Gleichung [13] nicht mehr erfüllt ist, das heißt $p_1^K > \bar{p}_1$. Dies führt dazu, daß Investitionen durchgeführt werden und - unter sonst gleichen Bedingungen - das Land per saldo Kapital importiert; folglich kommt es zu einer Abnahme der Auslandsvermögensposition dieses Landes. Dieser Prozeß kommt aus zwei Gründen zum Stillstand. Zum einen wird das Grenzprodukt des Kapitals bei zunehmendem Kapitalstock entlang der neuen, höheren Grenzproduktivitätskurve fallen. Zum anderen

---

[1] Arbitrageure an den internationalen Finanzmärkten sorgen dafür, daß Unterschiede in den Realzinsen auf Schuldverschreibungen gar nicht entstehen können; es kommt somit auch nicht zu Netto-Kapitalbewegungen aus diesen Gründen.

führt die verstärkte Nachfrage nach Kapitalgütern dazu, daß $\bar{p}_1$ steigt. Die Divergenz zwischen p_1^K und $\bar{p}_1$ wird damit tendenziell wieder geschlossen.

c. Fazit

Die bisherige Diskussion hat gezeigt, daß sich Veränderungen der Auslandsvermögensposition auf Schocks zurückführen lassen, die entweder den gewünschten Kapitalbestand oder das gewünschte Reinvermögen verändern. Unter den getroffenen Annahmen über die Bestimmungsgründe der gewünschten Bestände an Reinvermögen und Kapital sowie unter der Annahme, daß die Auslandsvermögensposition sich als Residuum aus den Planungen der Haushalte über Ersparnis und Investitionen an verschiedenen Standorten ergibt, läßt sich die Bilanzidentität [4] (vgl. S. 12) nun als theoretische Gleichung umschreiben:

$$AVP_1 = W_1^*(\overset{+}{ASS_1},\overset{+}{Y_1},\overset{-}{DEF_1}) - K_1^*(\overset{+}{p_1^K/\bar{p}_1},\overset{-}{p_2^K/\bar{p}_2}), \qquad [14]$$

wobei über den unabhängigen Variablen das erwartete Vorzeichen der partiellen ersten Ableitung von W_1^* bzw. K_1^* nach der jeweiligen Variablen erscheint und ASS_1 für die Altersstruktur relativ zu einer Vergleichsgruppe von Ländern, Y_1 für das erwartete permanente Einkommen und DEF_1 für das Defizit im Staatshaushalt stehen. Deutlich wird, daß die Auslandsvermögensposition eines Landes von mehreren Faktoren beeinflußt werden kann.

3. Verschuldungszyklen und "sustainability": Auslandsvermögenspositionen im Zeitablauf

Die Leistungsbilanzsalden vieler großer Industrieländer sind in den achtziger Jahren deutlich gestiegen. Dies führte zum Aufbau von Auslandsvermögen und Auslandsschulden. Vielfach wird befürchtet, daß solch große Leistungsbilanzsalden nicht aufrechtzuerhalten sind und mit-

tels wirtschaftspolitischer Maßnahmen verringert werden müßten. Insbesondere für die USA wird befürchtet, ausländische Kreditgeber seien über kurz oder lang nicht mehr bereit, das Defizit zu finanzieren. Dies könne katastrophale Auswirkungen auf die Wirtschaft der USA haben.[1] Eng verknüpft mit der Sorge über ungleichgewichtige Entwicklungen der Leistungsbilanz ist die Frage, ob es möglich ist, daß ab einem bestimmten Niveau die Auslandsschuld eines Landes nicht mehr aufrechtzuerhalten ist.[2]

Aus Gleichung [14] folgt, daß die Auslandsvermögensposition eines Landes die Differenz zwischen dem angestrebten Reinvermögen W* seiner Einwohner und dem gewünschten Kapitalstock K* in diesem Land ist. Sind W* und K* realisiert, sind die Kapitalverkehrsbilanz und die Leistungsbilanz ausgeglichen (dies folgt aus den Gleichungen [7]-[9]). Dies kann sowohl bei einer positiven als auch bei einer negativen Auslandsvermögensposition der Fall sein. Da bei einem positiven oder negativen Auslandsvermögen Nettozinszahlungen anfallen, ist die Handelsbilanz nicht ausgeglichen. Dies macht Gleichung [15] deutlich:

$$\Delta AVP \equiv LBS \equiv X - M + iB, \qquad [15]$$

wobei LBS den Leistungsbilanzsaldo und iB die vom Ausland geleisteten ($iB > 0$) bzw. an das Ausland gezahlte ($iB < 0$) Nettozinserträge bezeichnen. Aus Gleichung [15] folgt, daß eine negative Auslandsvermögensposition dauerhaft fortbestehen kann ($\Delta AVP = 0$), wenn in der Handelsbilanz ein Exportüberschuß erwirtschaftet wird, der ausreicht, um die Nettozinszahlungen an das Ausland zu leisten. Die Nettoschuld muß auch nicht zurückgezahlt werden.[3]

---

[1] Vgl. zur Möglichkeit der Aufrechterhaltung von Leistungsbilanzsalden Crockett, Goldstein [1987]; Issing, Masuch [1989]; Kauffmann, Scheide [1989]; Ott [1989].

[2] Vgl. dazu auch die Diskussion in Kapitel VI.

[3] Nettoschulden werden schon deshalb nicht zurückgezahlt, weil keine Verträge über Nettoschulden abgeschlossen wurden. Zwar werden die einzelnen einer Nettoschuldnerposition zugrundeliegenden Verträge im üblichen Rahmen honoriert werden. Da aber dauernd neue Schuldverhältnisse entstehen, ist nicht klar, warum eine Nettoschuld jemals "zurückgezahlt" werden sollte. Aggregierte Größen der Makroökonomie unterliegen nicht dem Schuldrecht.

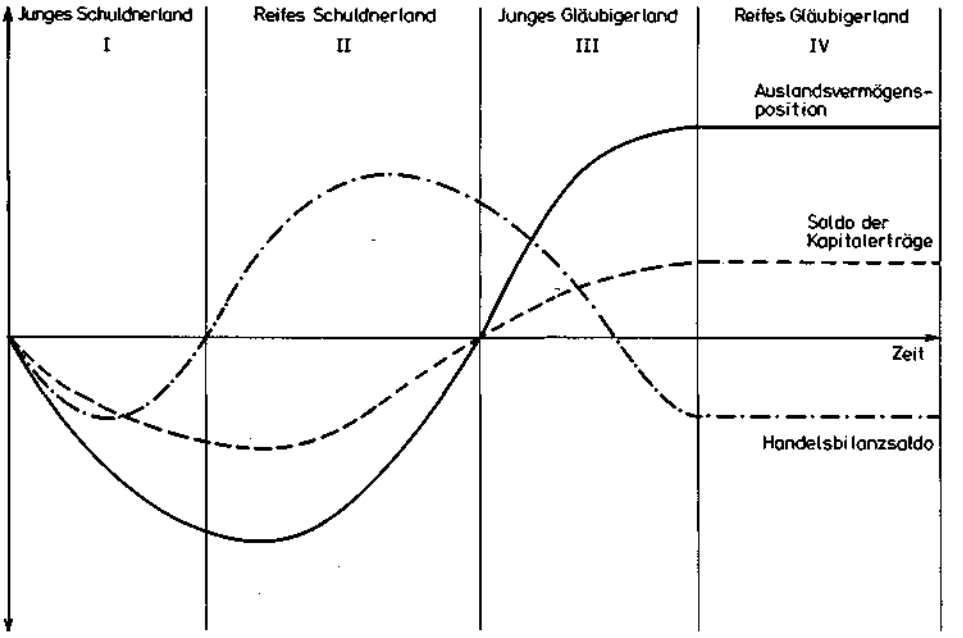
Gleichwohl wird bezweifelt, daß sich solche Gleichgewichte einstellen, und zwar vor allem, weil von den Finanzmärkten immer wieder heftige Störungen ausgehen: "Given the liquidity of financial assets in today's worldwide markets, given the intrinsic volatility of the expectations on which asset demands depend, capital account shocks can occur with much greater suddenness than changes in the determinants of trade in goods and services" [Tobin, 1987, S. 9].

Diese These von der - aufgrund effizient arbeitender Finanzmärkte - erhöhten Reagibilität der Kapitalverkehrsbilanz läßt sich schon damit entkräften, daß Nettokapitalströme nur durch Unterschiede zwischen dem Sparvolumen und den Investitionen eines Landes zustande kommen (vgl. Gleichung [7]). Plötzliche Veränderungen des Saldos der Kapitalverkehrsbilanz können nur dann auftreten, wenn Ersparnisse oder Investitionen sich plötzlich ändern. Die Wahrscheinlichkeit eines solchen Ereignisses ist gering und hat zudem nichts mit dem Umsatzvolumen auf den weltweiten Finanzmärkten zu tun.

Letztlich ist es eine empirische Frage, ob es stabilisierende Mechanismen gibt, die bewirken, daß sich gleichgewichtige Niveaus von Auslandsvermögenspositionen einstellen. Sie wurde anhand der Entwicklung der Auslandsvermögenspositionen der USA, Japans und der Bundesrepublik untersucht [vgl. Horne et al., 1989]. Die Studie kommt aufgrund ökonometrischer Untersuchungen zu dem Schluß, daß ein langfristig stabiler Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Auslandsvermögensposition und der Entwicklung der Staatsverschuldung sowie demographischer Faktoren in den drei genannten Ländern besteht. Dies bestätigt die theoretische Formulierung von Gleichung [14]. Darüber hinaus werden vorübergehende Änderungen der Leistungsbilanz - etwa ausgelöst durch Konjunkturschwankungen - im Zeitablauf so korrigiert, daß sich das gleichgewichtige Niveau der Auslandsvermögensposition wieder einstellt.

Die bisherige Diskussion über die "sustainability" von Leistungsbilanzsalden und Auslandsvermögenspositionen bezieht sich auf die Frage, ob sich beide Größen zu einem bestimmten Zeitpunkt im Gleichgewicht befinden. Wie sich ihr gleichgewichtiges Niveau über längere Zeiträume hinweg verändert, versucht dagegen die Theorie eines Verschuldungszyklus [vgl. Siebert, 1989] und ihr Pendant für Stromgrößen, die Theorie eines Leistungsbilanzzyklus [vgl. Samuelson, 1980], zu erklären.

Schaubild 1 - Phasen der Leistungsbilanzentwicklung und der Auslandsverschuldung



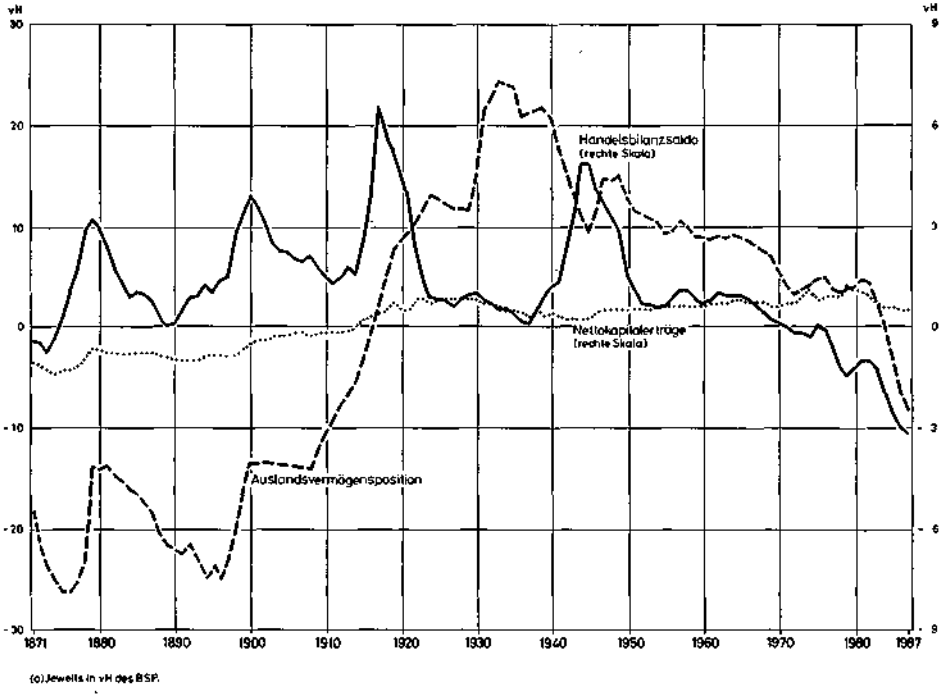
Beide Theorien basieren im wesentlichen auf einem Entwicklungsmuster, das im frühen Wachstumsprozeß wichtiger Industrienationen zu beobachten war. In Schaubild 1 sind die von diesen Theorien postulierten Verläufe der Handelsbilanz, des Saldos der Dienstleistungsbilanz[1] und der Auslandsvermögensposition skizziert. Ein junges Schuldnerland (Phase I) finanziert sein Wachstum mit Krediten aus dem Ausland. Sein Handelsbilanzsaldo ist negativ, netto werden Investitionsgüter zum Aufbau einer industriellen Basis importiert. Die Dienstleistungsbilanz weist in dem Umfang ein Defizit auf, in dem Nettozinszahlungen auf die ausstehende Auslandsschuld anfallen. Gelingt es dem Land, einen Industrialisierungs- und Wachstumsprozeß in Gang zu setzen, wird es nach und nach zum reifen Schuldnerland (Phase II) mit einem Handelsbilanzüberschuß. Zu Beginn von Phase II nimmt die Verschuldung zunächst noch zu und die Leistungsbilanz bleibt defizitär, da der Handelsbilanzüberschuß dem Betrag nach nicht ausreicht, um die Nettozinszahlungen an das Ausland zu kompensieren. Dies ist erst im späteren Verlauf von Phase II der Fall,

[1] Der Einfachheit halber sei unterstellt, daß die Dienstleistungsbilanz nur aus den Kapitalerträgen besteht.

wenn sich die Leistungsbilanz aktiviert und die Verringerung der Auslandsschuld einsetzt. Danach wird das Land zum jungen Gläubigerland (Phase III). Bei noch positivem Handelsbilanzsaldo nehmen die Nettozinszahlungen aus dem Ausland zu und erlauben einen verstärkten Anstieg des Konsums. Geht die inländische Absorption insgesamt über die inländische Produktion hinaus, wird das Land zuletzt zum reifen Gläubigerland (Phase IV). Das Handelsbilanzdefizit wird - bei unverändertem Auslandsvermögen - durch einen Überschuß in der Dienstleistungsbilanz aufgrund positiver Nettozinszahlungen aus dem Ausland finanziert.

In vieler Hinsicht idealisiert dieses Entwicklungsmuster des Verschuldungszyklus die tatsächlichen Verhältnisse. Es konnte näherungsweise bisher lediglich für die frühen Wachstumsprozesse heute führender Industrienationen beobachtet werden, vor allem für die USA. In Schaubild 2 sind die Entwicklung von Auslandsvermögensposition, Handelsbilanzsaldo und Nettokapitalerträgen der USA für den Zeitraum 1871-1987 einander gegenübergestellt [vgl. hierzu auch Holtfrerich, Schötz, 1988]. Die USA waren zu Beginn des Beobachtungszeitraums Nettoschuldner gegenüber dem Ausland, und zwar bis zum Jahr 1916. Während dieser Zeit gab es zwei Perioden, in denen sich die Auslandsschulden zunächst vergrößerten und danach wieder abnahmen, ohne daß eine Nettogläubigerposition erreicht wurde. Der erste dieser "halben" Verschuldungszyklen währte von 1871 bis 1880, der zweite schloß sich unmittelbar an und dauerte bis zum Jahr 1900. In beiden Fällen wurde die Reduzierung der Auslandsschuld durch Handelsbilanzüberschüsse herbeigeführt. Ein Handelsbilanzdefizit gab es nur zu Beginn des Beobachtungszeitraums; die Phase des jungen Schuldnerlandes ging im Jahr 1875 zu Ende. Etwa ab 1908 wurden die Auslandsschulden dank hoher Handelsbilanzüberschüsse rasch abgebaut. Ab 1917 wurden die USA zum Nettogläubiger gegenüber dem Ausland; vor allem nach Europa wurde verstärkt Kapital exportiert. Der Anstieg der Auslandsvermögensposition in den Jahren der Weltwirtschaftskrise, der nicht mit Handelsbilanzüberschüssen einherging, läßt sich auf zwei Faktoren zurückführen. Erstens verringerten sich die ausländischen Vermögenswerte in den USA, während die US-Kapitalanlagen im Ausland weit weniger stark abnahmen. Zweitens nahm infolge des Rückgangs des nominalen Bruttosozialprodukts die Nettoauslandsvermögensposition relativ zum Bruttosozialprodukt zu.

Schaubild 2 - Auslandsvermögensposition, Handelsbilanzsaldo und Nettokapitalerträge der USA 1871-1987 (vH) (a)



Quelle: US Department of Commerce [1976]; Council of Economic Advisers [1988]; eigene Berechnungen.

Nach dem Zweiten Weltkrieg begann sich der Handelsbilanzüberschuß - und mit ihm die Auslandsvermögensposition - schon bald zu verringern (Schaubild 2). Zum Ende des Berichtzeitraums sind die Auslandsschulden der USA relativ zum Bruttosozialprodukt fast wieder so hoch wie zu Beginn. Allerdings deutet die Entwicklung der Nettokapitalerträge darauf hin, daß die Auslandsvermögensposition möglicherweise im Niveau falsch gemessen wird und daß dieser Fehler in den letzten zwei Jahrzehnten größer geworden ist (vgl. Abschnitt III. 4. γ).

Es wäre falsch, aus der Wirtschaftsgeschichte einer Industrienation und aus hypothetischen Mustern für Länder allgemein auf eine Zwangsläufigkeit bei der Entwicklung von Leistungsbilanz und Auslandsvermögensposition zu schließen. Der Schritt vom Schuldner- zum Gläubigerland ist nicht zwingend; solange es gelingt, die Zinszahlungen an das Ausland

über einen Handelsbilanzüberschuß zu finanzieren, kann eine Nettoauslandsschuld bestehen bleiben. Genauso wie es Länder geben kann, die immer Schuldner bleiben, kann es auch Länder geben, die dauerhaft Gläubiger sind. Diese erwirtschaften dann einen chronischen Handelsbilanzüberschuß (Bundesrepublik). Das Beispiel der USA in jüngster Zeit zeigt, daß Gläubigerländer auch neuerlich zu Schuldnerländern werden können. Die These des Schulden- und Leistungsbilanzzyklus wird derartigen Entwicklungen nicht gerecht.

4. Zulässige und unzulässige Interpretationen von Auslandsvermögenspositionen

Die bisherigen Überlegungen lassen sich wie folgt zusammenfassen:

(1) Die Auslandsvermögensposition eines Landes ist das Ergebnis vergangener Entscheidungen von Sparern und Investoren im In- und Ausland.

(2) Veränderungen der Auslandsvermögensposition werden durch Nettokapitalbewegungen bewirkt. Sie sind das Residuum der Unterschiede zwischen dem Sparaufkommen der Einwohner der verschiedenen Länder und den dort durchgeführten Investitionen. Dementsprechend gehen Veränderungen der Leistungsbilanzsalden auf Änderungen der Spar- und Investitionstätigkeit zurück.

(3) Das Niveau der Auslandsvermögensposition läßt sich auf eine Reihe von Bestimmungsfaktoren zurückführen. Dazu gehören die Altersstruktur der Bevölkerung, das permanente Einkommen der Einwohner eines Landes sowie die relative Attraktivität eines Landes als Standort für Investitionen. Den Entwicklungstendenzen dieser Bestimmungsfaktoren entsprechend stellen unterschiedliche Niveaus der Auslandsvermögensposition verschiedener Länder (Nettogläubiger- oder Nettoschuldnerpositionen) gleichgewichtige Größen dar. Es gibt daher keinen Grund, warum bestimmte Auslandsvermögenspositionen allein aufgrund ihres Niveaus nicht dauerhaft weiterbestehen könnten.

Diese Schlußfolgerungen widersprechen vielen Meinungen über Auslandsvermögenspositionen. Beispielsweise sei "... die außenwirtschaftliche Lage eines Landes umso ungünstiger, je höher seine Auslandsschulden,

d.h. je ungünstiger sein Auslandsvermögensstatus ist" [Veil, 1983, S. 81].

Gegen diese Interpretation läßt sich zunächst ein Argument anführen, das Haberler [1933, S. 10] im Zusammenhang mit der Interpretation von Leistungsbilanzsalden nannte: "Es sind nicht die Länder, die Handel treiben und Zahlungen leisten, sondern die Individuen. Auch die Zahlungsbilanzen und Handelsbilanzen müssen sich in individuelle Tausch- und Kaufakte auflösen lassen. Aus Gründen der Sprachökonomie läßt es sich allerdings nicht vermeiden, von der 'Handelsbilanz Deutschlands' oder der 'englischen Ausfuhr' zu sprechen. Wenn es aber not tut, was bei jeder eingehenden Analyse der Fall ist, müssen wir auf die individuellen Bestandteile zurückgehen." Die Personifizierung eines Landes kann demnach zu falschen Schlüssen führen: Auf der Ebene individueller wirtschaftlicher Entscheidungseinheiten ergibt sich die Aufnahme und Vergabe von Krediten aus einem rationalen Kalkül. Weil in Marktwirtschaften solche Entscheidungen eben auf dieser Ebene getroffen werden, macht es wenig Sinn, nach einer gesonderten makroökonomischen Rationalität solcher Entscheidungen zu fragen. Es gibt kein Pendant zum Unternehmer oder Haushalt, das die wirtschaftlichen Entscheidungen für Sektoren und Länder trifft.

Gleichwohl werden vielfach Urteile über den Auslandsvermögensstatus von Ländern in Analogie zur Bilanz eines Unternehmens getroffen, um Rückschlüsse auf die Kreditwürdigkeit eines Landes oder auf seine Zahlungsfähigkeit zu gewinnen. So wird zum Beispiel argumentiert, daß die Auslandsvermögensposition eines Landes

- Rückschlüsse auf die Kreditwürdigkeit dieses Landes erlaube [vgl. Steger, 1986; Deutsche Bundesbank, 1987];
- Aussagen darüber erlaube, ob die Devisenreserven dieses Landes "zu klein" seien [vgl. Stobbe, 1984];
- wichtig sei, um Zahlungsschwierigkeiten inländischer Schuldner, wie etwa im Deutschen Reich während der Weltwirtschaftskrise 1930/31, frühzeitig erkennen zu können [vgl. Stobbe, 1984].

Auch bei diesen Interpretationen ist Vorsicht geboten: Wenn die Auslandsaktiva und -passiva aller rechtlich unabhängigen Gebietsansässigen in einer Bilanz zusammengefaßt werden, wird eine Verfügbarkeit über Aktiva und Passiva seitens einer Entscheidungsinstanz suggeriert,

die tatsächlich nicht besteht. Kann zum Beispiel der Staat seine Auslandsverbindlichkeiten nicht bedienen, wird er im Normalfall nicht auf die Auslandsaktiva des privaten Sektors zurückgreifen können. Das Phänomen der Kapitalflucht aus Entwicklungsländern (vgl. Abschnitt III. 4. b) existiert gerade deshalb, weil die Bürger dieser Länder danach trachten, ihre Ersparnisse dem Zugriff der Regierung zu entziehen. Eine solche Zugriffsmöglichkeit legt aber die aggregierte Darstellung der Auslandsaktiva und -passiva in den Auslandsvermögensrechnungen nahe. Außerdem hängt die Kreditwürdigkeit eines Landes nicht von der Höhe der Auslandsaktiva ab oder davon, ob eine positive Auslandsvermögensposition besteht. Vielmehr investieren ausländische Kapitalgeber in einem Land deshalb, weil sie sich eine hohe Rendite von der Anlage versprechen; und diese Rendite hängt nicht von den tatsächlichen Beständen, sondern vor allem von den Ertragserwartungen ab.

Das Argument der Liquiditätsvorsorge hat sich in der Literatur erstaunlich lange gehalten. Noch im Jahr 1984 schrieb die Deutsche Bundesbank [1984, S. 29], daß das große Vertrauen des Auslands in die D-Mark unter anderem "... auf der 'Liquiditätsgarantie' durch hohe und ständig verfügbare Auslandsaktiva ..." beruhe. Erstaunlich ist dieses Urteil insoweit, als ein Land bei flexiblen Wechselkursen nicht illiquide werden kann und auch bei festen Wechselkursen hohe Auslandsaktiva keine Garantie dafür sind, daß Zahlungsbilanzkrisen gemeistert werden, denn jeder Devisenbestand ist begrenzt. Mit Liquiditätsvorsorge läßt sich die Haltung von Währungsreserven nicht rechtfertigen.

Welche Interpretationen der Auslandsvermögensposition eines Landes und ihrer Veränderung, dem Leistungsbilanzsaldo, sind zulässig? Die Auslandsvermögensposition eines Landes ist das Nettoergebnis der Spar- und Investitionsentscheidungen von Bürgern im In- und Ausland. Sie reflektiert somit zum einen die Attraktivität eines Landes als Standort von Investitionen, zum anderen die Spartätigkeit seiner Einwohner. Auslandsvermögenspositionen und Leistungsbilanzsalden sind komprimierte Makroergebnisse einer Vielzahl von Optimierungsvorgängen auf der Mikroebene. Es wäre falsch, solchen Makroergebnissen eine eigene Rationalität - losgelöst von den Entscheidungen auf der Mikroebene - beizumessen oder gar zu versuchen, sie durch wirtschaftspolitische Maßnahmen zu korrigieren.

III. Auslandsvermögenspositionen seit 1970

Ziel der Erstellung von Auslandsvermögensrechnungen ist es, mit Hilfe einer möglichst vollständigen und genauen Erfassung der Vermögensbeziehungen zwischen Inländern und Ausländern die Auslandsvermögensposition einzelner Sektoren und der gesamten Volkswirtschaft zu bestimmen. In der vorliegenden Studie wird nach dem Prinzip verfahren, die Auslandsaktiva und -passiva eines Landes den vier Sektoren "Zentralbank", "Kreditinstitute", "Private Haushalte und Wirtschaftsunternehmen" sowie "Staat" zuzuordnen. Die Bestände werden jeweils für das Ende eines Jahres ermittelt und zum dann geltenden Wechselkurs in US-Dollar umgerechnet. Es werden Angaben für 145 Länder für den Zeitraum 1970-1987 gemacht (jeweils in Mill. US-Dollar). Einen Überblick in kondensierter Form über die Auslandsvermögenspositionen der untersuchten Länder gibt Tabelle 4. [1]

In der Praxis erweist sich die vollständige und genaue Aufstellung von Auslandsvermögensrechnungen oft als schwierig, weil entweder der genaue Wert eines Bestandes nicht ermittelt werden kann oder Angaben für bestimmte Bestände überhaupt fehlen. In vielen Fällen werden Bestände nur zu Anschaffungskosten bewertet, spätere Änderungen des Marktwertes werden nicht erfaßt. Für die ökonomische Analyse sind diese Wertänderungen jedoch wichtig, weil sie die Entscheidungen von Wirtschaftssubjekten beeinflussen. In dieser Arbeit werden nur nominale Auslandsvermögensrechnungen berücksichtigt, die als Ausgangspunkt weiterer Berechnungen unverzichtbar sind. Am Schluß dieses Kapitels soll jedoch auch die Vorgehensweise bei der Erstellung von realen Auslandsvermögensrechnungen erläutert werden.

---

[1] Die diesen Zahlen zugrundeliegenden Auslandsvermögenspositionen sind in Sinn [in Vorbereitung] veröffentlicht. Diese Arbeit stellt die erste umfassende Auflistung von Auslandsvermögensrechnungen dar. Wichtige andere Veröffentlichungen berichten über die Verschuldungssituation der Entwicklungsländer [World Bank, a; Strack, Schönherr, 1989] und der Staatshandelsländer [Fink, Mauler, 1987]. Für einzelne Länder gibt es auch Berechnungen von Auslandsvermögenspositionen; vgl. die Übersicht über die Auslandspositionen wichtiger Industrieländer in IMF [d, 1988].

Tabelle 4 - Auslandsvermögenspositionen von 145 Ländern 1970-1987 (Mill. US-$)

	1970	1975	1980	1985	1987
Industrieländer					
Australien	- 7400	- 9619	-33006	- 51767	- 82570
Belgien	3576	10325	1655	- 7603	532
Bundesrepublik	16219	37034	50464	67416	179031
Dänemark	- 1996	- 4400	-17041	- 27207	- 44584
Finnland	- 5534	- 8958	- 8745	- 8601	- 14049
Frankreich	8098	19021	82608	11798	54987
Irland	- 143	- 343	- 3103	- 8837	- 11062
Island	23	- 148	- 264	- 678	- 1012
Italien	- 4820	-19341	33415	- 19323	- 30914
Japan	19040	19833	37252	157471	322920
Kanada	-26457	-45250	-80828	-108235	-154444
Luxemburg	468	1783	7532	14717	29050
Neuseeland	- 329	- 1257	- 4008	- 13033	- 17418
Niederlande	11169	19196	37293	56656	74251
Norwegen	- 1259	- 6279	-17945	- 6341	- 15825
Österreich	- 350	29	- 4528	- 1001	5156
Schweden	1240	2748	- 7592	- 24431	- 36052
Schweiz	15994	43237	85859	90592	178106
Spanien	- 4335	- 6785	-19137	- 15781	- 3023
Vereinigtes Königreich	8589	5534	37319	114336	165020
Vereinigte Staaten	58473	74403	106461	-111448	-367635
Entwicklungsländer					
Afrika					
Äquatorialguinea	- 4	- 43	- 58	- 108	- 160
Äthiopien	- 117	- 127	- 652	- 1601	- 2141
Algerien	- 584	- 4542	-15731	- 15993	- 24414
Benin	- 27	- 50	- 363	- 707	- 965
Botswana	- 8	- 136	238	493	1614
Burkina Faso	- 3	- 18	- 285	- 392	- 455
Burundi	17	5	- 9	- 315	- 574
Elfenbeinküste	- 321	- 1283	- 5591	- 8973	- 12497
Gabun	- 401	- 1224	- 1976	- 1637	- 2678
Gambia	5	10	- 124	- 125	- 207
Ghana	- 736	- 766	- 1070	- 880	- 1985
Kamerun	- 199	- 532	- 2509	- 2727	- 4254
Kenia	- 193	- 1093	- 1956	- 2460	- 3794
Kongo	- 107	- 625	- 1610	- 2793	- 3515
Lesotho	- 10	3	15	- 104	- 165
Liberia	- 192	33	1576	2892	5683
Madagaskar	- 32	- 258	- 936	- 2020	- 2733
Malawi	- 113	- 260	- 670	- 841	- 1159
Mali	- 246	- 355	- 686	- 1327	- 1853
Marokko	- 655	- 1308	- 7900	- 13649	- 17891
Mauretanien	- 167	- 196	- 738	- 1509	- 1969
Mauritius	12	113	- 229	- 320	- 104
Niger	- 45	- 89	- 854	- 1185	- 1565

noch Tabelle 4

	1970	1975	1980	1985	1987
Nigeria	-1736	1757	4830	-10184	-19306
Ruanda	- 3	- 9	11	- 261	- 402
Sambia	- 623	- 1179	- 2331	- 3175	- 4338
Senegal	- 274	- 515	- 1208	- 2329	- 3346
Seychellen	7	23	38	5	- 6
Sierra Leone	- 49	- 167	- 352	- 311	- 507
Simbabwe	- 473	- 356	- 676	- 1625	- 1981
Somalia	- 50	- 134	- 688	- 1658	- 2089
Sudan	- 262	- 1136	- 3453	- 5821	- 7446
Südafrika	-4606	-12268	-14668	-17198	12665
Swasiland	- 62	16	- 75	- 267	- 387
Tansania	- 131	- 813	- 1841	- 3316	- 3880
Togo	- 56	- 181	- 1043	- 649	- 816
Tschad	- 32	- 126	- 297	- 267	- 396
Tunesien	- 614	- 1040	- 3811	- 6445	- 7865
Uganda	- 59	- 147	- 513	- 662	- 865
Zaire	5	- 1494	- 3336	- 3824	- 5953
Zentralafrikanische Republik	- 64	- 112	- 167	- 321	- 487
Asien					
Afghanistan	42	142	803	543	614
Bangladesch	8	- 1402	- 3051	- 5165	- 7297
Fidschi	- 63	- 65	- 322	- 572	- 640
Hongkong	- 549	2097	11365	31148	50714
Indien	-6894	-13008	- 9132	-21025	-29921
Indonesien	-3328	-13113	-13304	-26068	-40548
Malaysia	- 202	- 2179	- 4190	-19426	-19962
Malediven	0	0	- 23	- 39	- 50
Myanmar	- 11	- 191	- 1102	- 2847	- 4209
Nepal	101	86	94	- 415	- 618
Pakistan	-3373	- 5111	- 7197	- 9571	-12353
Papua Neuguinea	- 569	- 1028	- 1137	- 3093	- 3805
Philippinen	-1409	- 1553	- 9695	-18297	-21918
Salomonen	2	3	27	- 15	- 36
Singapur	569	473	1618	- 8826	- 5288
Sri Lanka	- 382	- 541	- 1110	- 2680	- 4090
Südkorea	-1758	- 6683	-18120	-42794	-33485
Taiwan	592	1351	5420	28760	69876
Thailand	- 105	- 316	- 4121	-12691	-14216
Vanuatu	3	15	57	59	77
Westsamoa	14	- 3	- 53	- 49	- 30
Europa					
Griechenland	756	- 740	- 6392	-15507	-21299
Malta	238	578	1100	1309	2063
Portugal	2039	- 1487	- 1071	-12935	- 9746
Türkei	- 79	- 685	-11850	-17301	-30832
Zypern	123	14	- 306	- 742	- 669

noch Tabelle 4

	1970	1975	1980	1985	1987
Mittlerer Osten					
Ägypten	-1260	- 4012	-13099	- 26660	- 33309
Arabische Republik Jemen	19	178	535	- 1335	- 1419
Bahrain	10	205	1527	5063	4985
Demokratische Volksrepublik Jemen	71	- 25	- 205	- 1152	- 1452
Irak	947	4263	1697	952	1300
Iran	567	7939	12099	4800	3403
Israel	- 876	- 7400	-12465	- 19962	- 19906
Jordanien	182	278	181	- 2415	- 2870
Katar	961	2637	6993	10055	12242
Kuwait	2254	4531	11349	16508	18548
Libanon	982	3425	7608	9655	11421
Libyen	1891	2131	15104	7756	8089
Oman	199	- 35	487	320	- 511
Saudi Arabien	7557	50111	114365	130773	116870
Syrien	- 32	382	- 1248	- 2130	- 1936
Vereinigte Arabische Emirate	1924	5521	8577	19844	23242
Westliche Hemisphäre					
Antigua und Barbuda	n.v.	5	- 26	- 97	8
Argentinien	-5823	- 5468	- 5124	- 36966	- 50961
Bahamas	-1006	- 349	- 690	1772	3674
Barbados	- 139	- 146	- 157	- 306	- 73
Belize	- 51	- 67	- 90	- 140	- 128
Bolivien	- 458	- 418	- 1472	- 3341	- 4291
Brasilien	-9251	-28638	-68888	-101779	-121050
Chile	-2946	- 4539	- 8945	- 21315	- 20192
Costa Rica	- 302	- 785	- 1975	- 2886	- 3011
Dominika	n.v.	- 2	- 2	- 18	8
Dominikanische Republik	- 433	- 807	- 1358	- 2468	- 3121
Ecuador	- 158	- 730	- 3519	- 5915	- 8131
El Salvador	- 152	- 226	- 212	- 983	- 947
Grenada	- 5	- 9	- 1	- 16	- 18
Guatemala	- 117	- 72	- 554	- 1742	- 2179
Guayana	- 131	- 345	- 682	- 824	- 907
Haiti	- 67	- 89	- 211	- 397	- 524
Honduras	- 258	- 421	- 1081	- 2271	- 2733
Jamaika	-1683	- 2511	- 2182	- 3464	- 3947
Kolumbien	-2030	- 2739	1027	- 9097	- 11933
Mexiko	-7294	-18079	-44726	- 67115	- 68966
Nicaragua	- 205	- 624	- 1800	- 4185	- 6232
Niederländische Antillen	- 322	- 677	29	10194	16907
Panama	- 830	18	9523	4319	2380
Paraguay	- 104	- 121	- 10	- 910	- 1695
Peru	-3156	- 6213	- 6890	- 10323	- 13080

noch Tabelle 4

	1970	1975	1980	1985	1987
St. Lucia	n.v.	- 1	- 94	- 174	- 176
St. Vincent	- 1	- 3	- 8	- 19	- 20
Surinam	- 169	- 204	- 161	- 327	- 289
Trinidad und Tobago	- 848	- 444	760	- 1964	- 3168
Uruguay	- 345	- 274	130	- 496	28
Venezuela	-3359	4039	- 5977	- 1023	-11397
Staatshandelsländer					
Bulgarien	- 900	- 2118	- 2737	- 1585	- 5143
DDR	-1100	- 4319	-11724	- 7922	-10769
Jugoslawien	-1917	- 4066	-19169	-20438	-25441
Polen	-1000	- 7800	-23192	-27332	-31095
Rumänien	-1100	- 1907	- 6382	- 4852	- 3186
Tschechoslowakai	- 300	- 1238	- 3656	- 2459	- 3804
UdSSR	-2400	-11637	-14220	-14964	-22283
Ungarn	- 700	- 1480	- 3467	- 5469	-11766
Volksrepublik China	n.v.	n.v.	- 479	772	-21451

n.v. = nicht verfügbar.

Quelle: Ländertafeln in Sinn [in Vorbereitung].

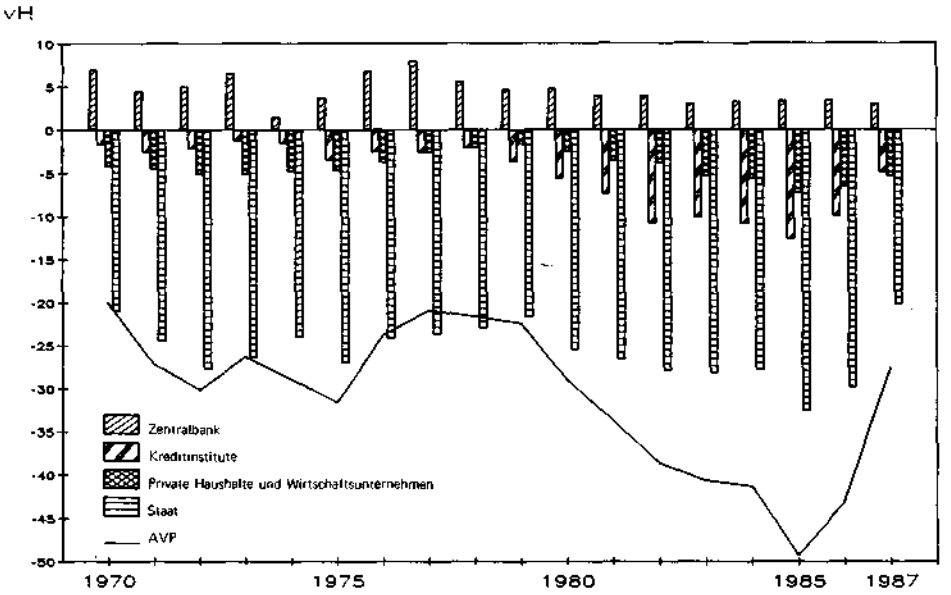
1. Die Entwicklung in ausgewählten Ländern

Im folgenden sollen die Ergebnisse anhand der Entwicklung der Auslandsvermögensposition in ausgewählten Ländern illustriert werden. Zu diesem Zweck werden die Auslandsvermögensrechnungen im Zeitraum 1970-1987 für zwei Entwicklungsländer (Südkorea und Kolumbien) und zwei Industrieländer (Bundesrepublik und Kanada) betrachtet.

a. Südkorea

Die Struktur der südkoreanischen Auslandsverschuldung ist insofern typisch für viele Entwicklungsländer, als die Auslandsverschuldung des Staates dominiert. In der ersten Hälfte der achtziger Jahre verschuldeten sich zudem die Kreditinstitute und der private Sektor zunehmend

Schaubild 3 - Die Auslandsvermögensposition Südkoreas 1970-1987 (vH) (a)



(a) Jeweils Bestände zum Jahresende in vH des BIP.

Quelle: Ländertafeln in Sinn [in Vorbereitung].

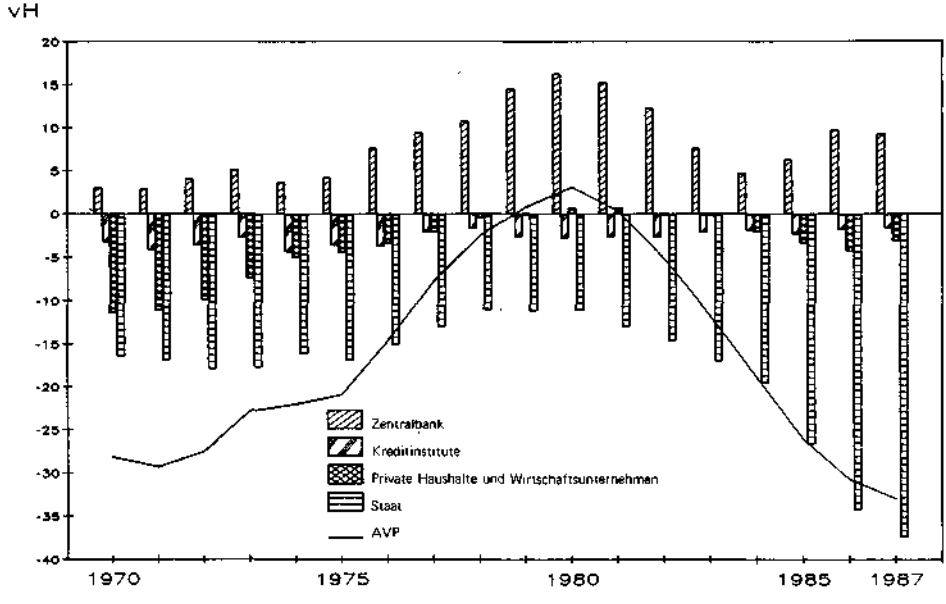
im Ausland (Schaubild 3). In den Jahren seit 1985 scheint Südkorea den Sprung vom jungen Schuldnerland (negative Auslandsvermögensposition und Handelsbilanzdefizit) zum erwachsenen Schuldnerland (negative Auslandsvermögensposition und Handelsbilanzüberschuß) vollzogen zu haben. Seit 1986 weist auch die Leistungsbilanz einen Überschuß auf [IMF, b]. Damit sind in Südkorea - wie auch in den USA zwischen 1871 und 1900 (vgl. Schaubild 2) - zwei "halbe" Verschuldungszyklen (1970-1977 und 1978-1987) zu beobachten. Ob Südkorea schließlich auch - wie die USA ab 1916 - zum Nettogläubiger gegenüber dem Rest der Welt wird, muß zum jetzigen Zeitpunkt noch offen bleiben. [1]

[1] Zu der wirtschaftlichen Entwicklung Südkoreas im Gefolge der internationalen Schuldenkrise vgl. Abschnitt V.3.

b. Kolumbien

Die Auslandsverschuldung Kolumbiens hat sich in den siebziger Jahren kontinuierlich verringert; in den Jahren 1979 und 1980 war die Auslandsvermögensposition sogar positiv (Schaubild 4). In sieben Jahren dieser Dekade wies das Land einen Handelsbilanzüberschuß auf, in vier einen Leistungsbilanzüberschuß [vgl. IMF, b]. Die Zunahme der Nettogläubigerposition vollzog sich vor allem über den Aufbau von Währungsreserven. Gleichzeitig erhielt das Land zwar nach wie vor Kredite aus dem Ausland, doch schwand deren Bedeutung relativ zum Bruttoinlandsprodukt mehr und mehr. Die Auslandsverschuldung des Staates betrug im Jahr 1975 ca. 17 vH, im Jahr 1980 nur noch ca. 11 vH des Bruttoinlandsprodukts. Seit 1981 stieg die Nettoauslandsverschuldung Kolumbiens

Schaubild 4 - Die Auslandsvermögensposition Kolumbiens 1970-1987 (vH) (a)



(a) Jeweils Bestände zum Jahresende in vH des BIP.

Quelle: Ländertafeln in Sinn [in Vorbereitung].

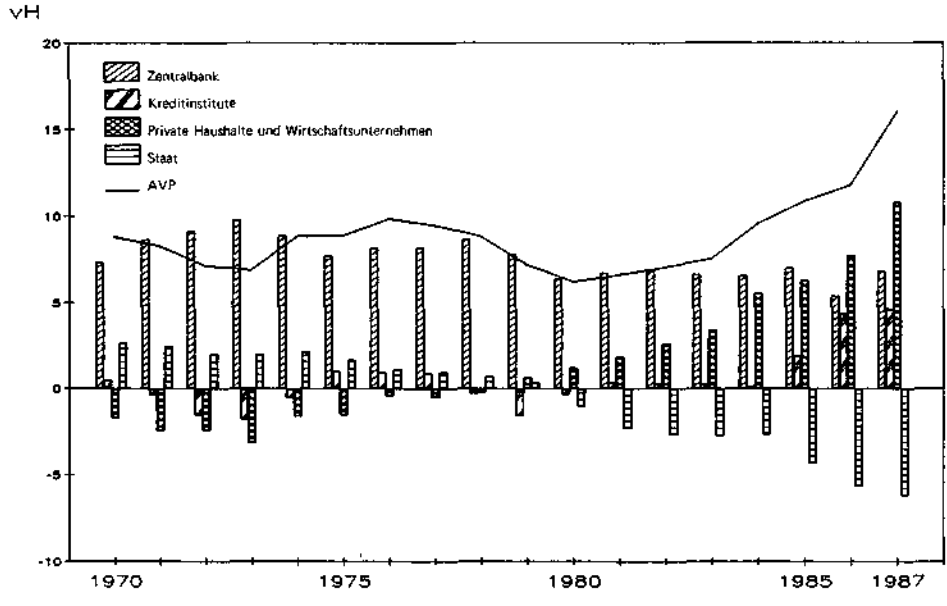
wieder stark an und erreichte im Jahr 1987 rund 33 vH des Bruttoinlandsprodukts. Heute gehört Kolumbien zur Gruppe der hochverschuldeten Länder. Allerdings gibt es Anzeichen dafür, daß Kolumbien gegenwärtig den Tiefpunkt eines Schuldenzyklus erreicht hat und sich nun anschickt, das Niveau der Auslandsverschuldung wieder zu verringern. So sind seit 1986 sowohl der Leistungsbilanzsaldo als auch der Saldo der Handelsbilanz positiv [vgl. IMF, b].

c. Bundesrepublik

Die These vom Schuldenzyklus postuliert, daß ein Land nicht fortdauernd Auslandskapital akkumuliert. Die Entwicklung in der Bundesrepublik zeigt, daß der Zeitpunkt, von dem an ein junges Gläubigerland zum reifen Gläubigerland wird, sich recht lange hinauszögern kann. Die Bundesrepublik wies im gesamten Beobachtungszeitraum eine positive Auslandsvermögensposition auf, die seit 1984 sowohl absolut als auch relativ zum Bruttoinlandsprodukt stark angestiegen ist (Schaubild 5). Im Jahr 1987 war sie mit 16 vH des Bruttoinlandsprodukts so hoch wie nie zuvor. Mit Ausnahme der Jahre 1979-1981 hatte die Bundesrepublik stets einen Überschuß in der Leistungsbilanz [vgl. IMF, b]. Insgesamt läßt sich die Bundesrepublik damit immer noch als junges Gläubigerland charakterisieren.

Deutliche Veränderungen des deutschen Auslandsvermögensstatus zeigen sich bei den Sektoren "Private Haushalte und Wirtschaftsunternehmen" sowie "Staat". Während in den siebziger Jahren der Staat per saldo Kreditgeber an das Ausland war und die Privaten sich im Ausland verschuldeten, kehrte sich dieses Muster in den achtziger Jahren um; seit dem Jahr 1980 ist die Auslandsvermögensposition des Staates negativ und die der Privaten positiv. Die Nettoverschuldung des Staates im Ausland betrug im Jahr 1987 6,2 vH des Bruttoinlandsprodukts und war damit sogar noch etwas höher als die Nettoverschuldung des amerikanischen Staates (5,0 vH des amerikanischen Bruttoinlandsprodukts [vgl. Sinn, in Vorbereitung]). Dagegen hielten die Privaten per saldo 1987 Auslandsvermögen in Höhe von 10,8 vH des Bruttoinlandsprodukts. Zu Beginn

Schaubild 5 - Die Auslandsvermögensposition der Bundesrepublik 1970-1987 (vH) (a)



(a) Jeweils Bestände zum Jahresende in vH des BIP.

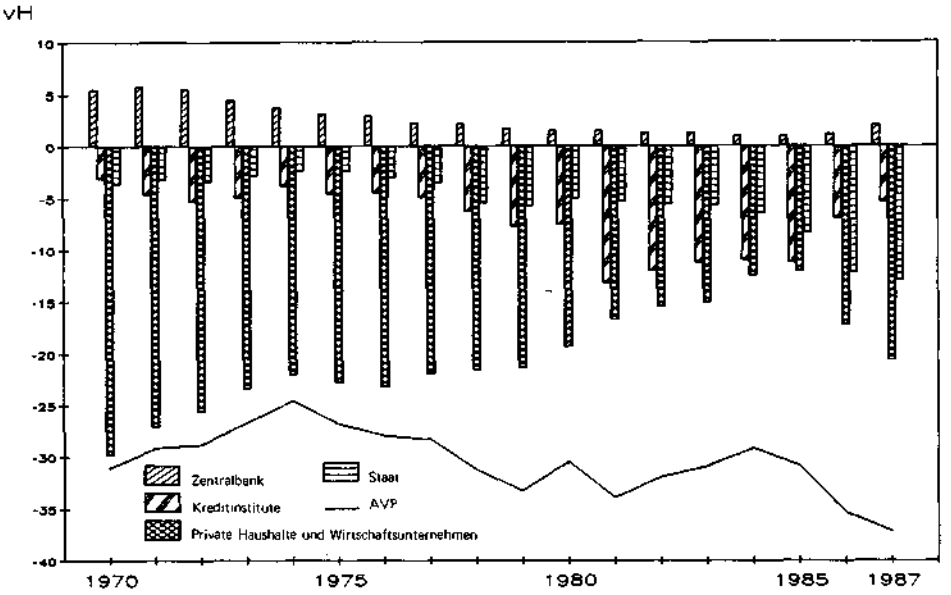
Quelle: Ländertafeln in Sinn [in Vorbereitung].

der Beobachtungsperiode hatten die Privaten eine Verschuldung im Ausland von 1,7 vH, und der Staat hielt Forderungen an das Ausland in Höhe von 2,6 vH des Bruttoinlandsprodukts.

d. Kanada

Kanada war während des gesamten Beobachtungszeitraums Nettoschuldner gegenüber dem Ausland, zuletzt sogar noch mit steigender Tendenz (Schaubild 6). Sowohl der Staat als auch der private Sektor einschließlich der Banken waren im Ausland verschuldet; lediglich die Zentralbank verfügte über Auslandsforderungen in Form von Devisenreserven.

Schaubild 6 - Die Auslandsvermögensposition Kanadas 1970-1987 (vH) (a)



(a) Jeweils Bestände zum Jahresende in vH des BIP.

Quelle: Ländertafeln in Sinn [in Vorbereitung].

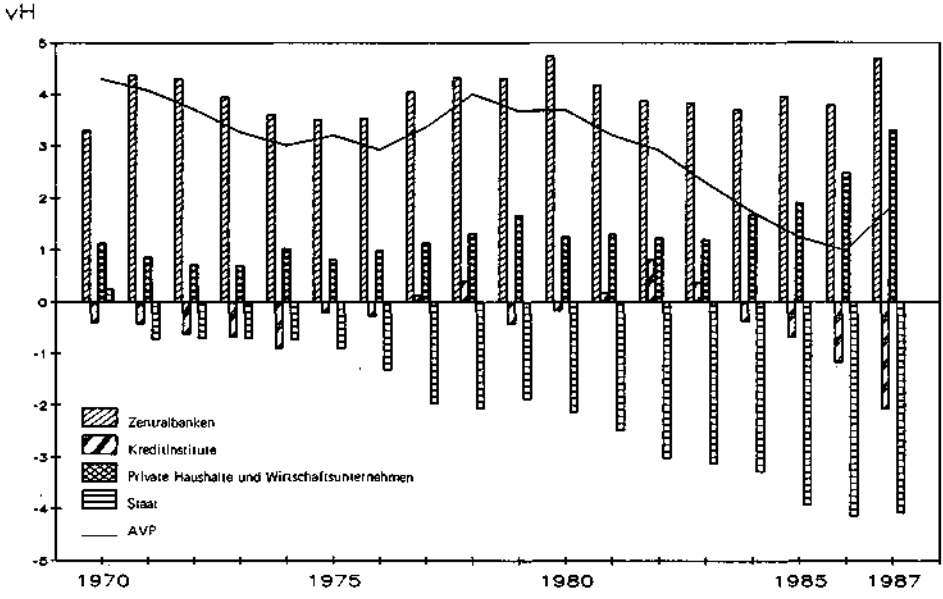
2. Die Entwicklung in ausgewählten Ländergruppen

Die Auslandsvermögenspositionen von Ländergruppen und Regionen [zur Definition vgl. Sinn, in Vorbereitung] werden durch Konsolidierung der Daten der einzelnen Länder gebildet. Durch diese Zusammenfassung erscheinen Finanzbeziehungen zwischen Einwohnern verschiedener Länder derselben Region nicht mehr. Der Auslandsvermögensstatus repräsentiert somit Nettobestände der Einwohner der Länder in einer Gruppe gegenüber den Ansässigen in allen anderen Ländern. Für die sektorale Aufteilung trifft dies nicht ganz zu. Der Nettobestand eines Sektors einer Ländergruppe umfaßt nicht nur Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber den übrigen Ländern außerhalb der Ländergruppe, sondern auch Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber den anderen Sektoren der jeweils betrachteten Ländergruppe.

a. Industrieländer

Für die Gruppe der Industrieländer hat das Auslandsvermögen im Zeitraum 1978-1986 abgenommen (Schaubild 7); die Industrieländer haben also netto zunehmend weniger Kapital in den restlichen Regionen der Welt gehalten. Maßgeblich war, daß in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre die Auslandsverschuldung des staatlichen Sektors in den Industrieländern stieg; sie erreichte 1986/87 ihren bisherigen Höhepunkt. Kapitalgeber waren vor allem die Zentralbanken der Industrieländer. Aber auch für Sparer aus dem Rest der Welt war die Anlage etwa von Fluchtkapital oder von Erlösen aus dem Erdölgeschäft in Staatsschuldtitel der Industrieländer attraktiv. Der Bestand an Auslandsforderungen des privaten Sektors in den Industrieländern nahm seit 1975 zu. Diese Entwicklung hielt (mit einem Rückschlag in den Jahren 1980-1983) bis zum Ende des

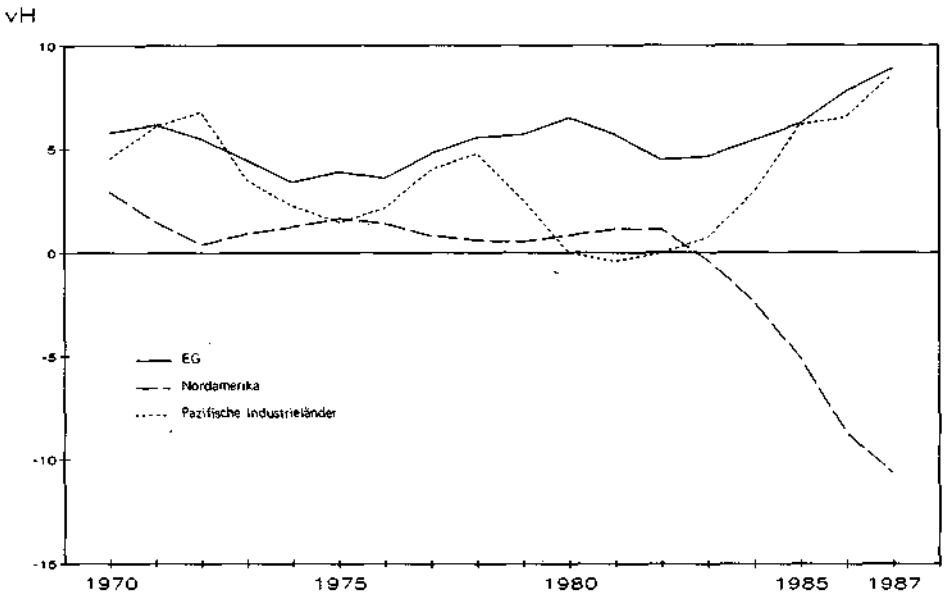
Schaubild 7 - Die Auslandsvermögensposition der Industrieländer 1970-1987 (vH) (a)



(a) Jeweils Bestände zum Jahresende in vH des BIP.

Quelle: Ländertafeln in Sinn [in Vorbereitung].

Schaubild 8 - Die Auslandsvermögensposition der Regionen Nordamerika, EG und Pazifische Industrieländer 1970-1987 (vH) (a)



(a) Jeweils Bestände zum Jahresende in vH des BIP.

Quelle: Ländertafeln in Sinn [in Vorbereitung].

Beobachtungszeitraums an und verstärkte sich zuletzt merklich. Ein möglicher Adressat dieser Kapitalströme könnten Regierungen anderer Industrieländer (unter anderem wohl der USA) gewesen sein, die sich zur gleichen Zeit stark verschuldet hatten.

Für die Industrieländer insgesamt ist die Bedeutung der Auslandsvermögensposition und des Leistungsbilanzsaldos, gemessen am Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt, recht gering. So betrug 1987 (1970) ihre Auslandsvermögensposition 1,9 vH (4,3 vH) des Bruttoinlandsprodukts, für den Leistungsbilanzsaldo waren die entsprechenden Werte 0,4 vH (1987) und 0,3 vH (1970) [vgl. Sinn, in Vorbereitung]. Dies deutet darauf hin, daß die internationalen Finanzbeziehungen hauptsächlich zwischen den industrialisierten Ländern bestehen.

Diese Vermutung wird bestätigt, wenn einige Untergruppen der Industrieländer betrachtet wurden, denn dort sind die Auslandsvermögens-

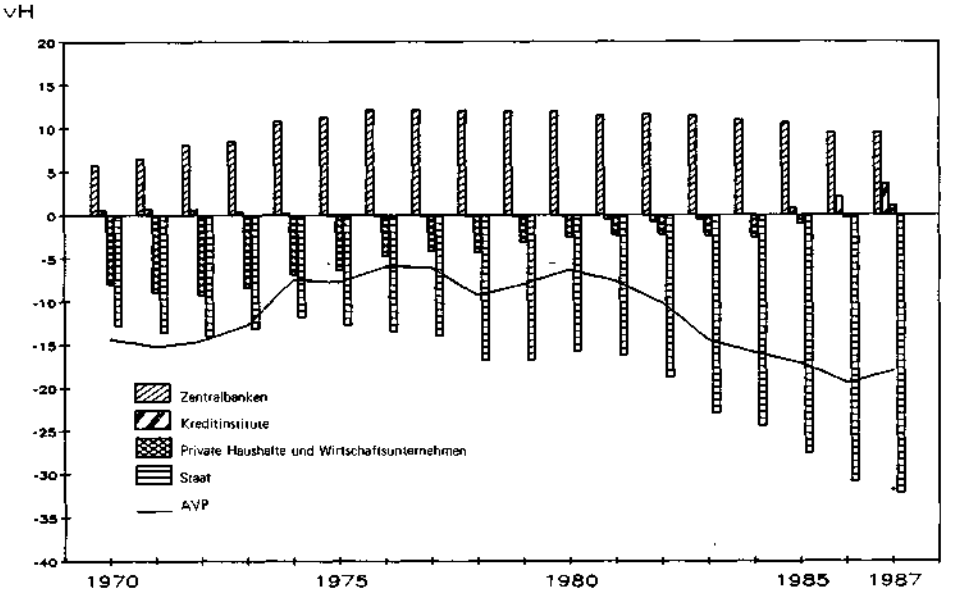
positionen im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt recht hoch. Die Entwicklung verlief in Nordamerika, in der EG und in den pazifischen Industrieländern zeitweise recht unterschiedlich (Schaubild 8). In den siebziger Jahren waren alle drei Regionen Nettogläubiger gegenüber dem Ausland, wobei die EG relativ zu ihrem Bruttoinlandsprodukt die größte und Nordamerika die geringste Auslandsvermögensposition aufwies. Für die pazifischen Industrieländer war die Größenordnung noch zu Beginn der siebziger Jahre ähnlich wie in der EG, danach ging ihre Nettogläubigerposition stark zurück und sank im Jahr 1980 auf Null. In den achtziger Jahren kam es gleichzeitig zu einer starken Zunahme des Auslandsvermögens der pazifischen Industrieländer und zu einem Anstieg der nordamerikanischen Nettoschuldnerposition. Diese Zunahme der Auslandsverschuldung war für die USA am größten; sie scheint primär durch Sparer in Japan finanziert worden zu sein. Auch die Auslandsvermögensposition der EG nahm wieder zu, wenn auch wesentlich langsamer als in den pazifischen Industrieländern.

b. Entwicklungsländer

Bei den Entwicklungsländern zeigt sich ein unterschiedlicher Verlauf der Auslandsvermögenspositionen des Staates und der Privaten (Schaubild 9). Während die Schuldnerposition der privaten Haushalte und Wirtschaftsunternehmen gegenüber dem Rest der Welt sich während des gesamten Beobachtungszeitraums fast kontinuierlich verringerte und zuletzt in eine - wenn auch geringe - Nettogläubigerposition umschlug, stieg die Schuldnerposition der Regierungen auf rund 35 vH des Bruttoinlandsprodukts an.

Die Gruppe der Entwicklungsländer ist sehr heterogen. Hier gibt es Gläubigerländer, Problemschuldner und solche Schuldnerländer, die bei der Bedienung ihrer Kredite keine Probleme haben. Schaubild 10 zeigt die Auslandsvermögenspositionen verschiedener Teilgruppen der Entwicklungsländer im Zeitraum 1970-1987. Im Wachstumsprozeß der asiatischen Schwellenländer hat die Nettoauslandsverschuldung offenbar keine wichtige Rolle gespielt. Sie überstieg im Beobachtungszeitraum nie die Größenordnung von 6 vH des Bruttoinlandsprodukts. Zuletzt ergab sich sogar eine Gläubigerposition, die sich bis 1987 noch kräftig erhöht hat.

Schaubild 9 - Die Auslandsvermögensposition der Entwicklungsländer 1970-1987 (vH) (a)



(a) Jeweils Bestände zum Jahresende in vH des BIP.

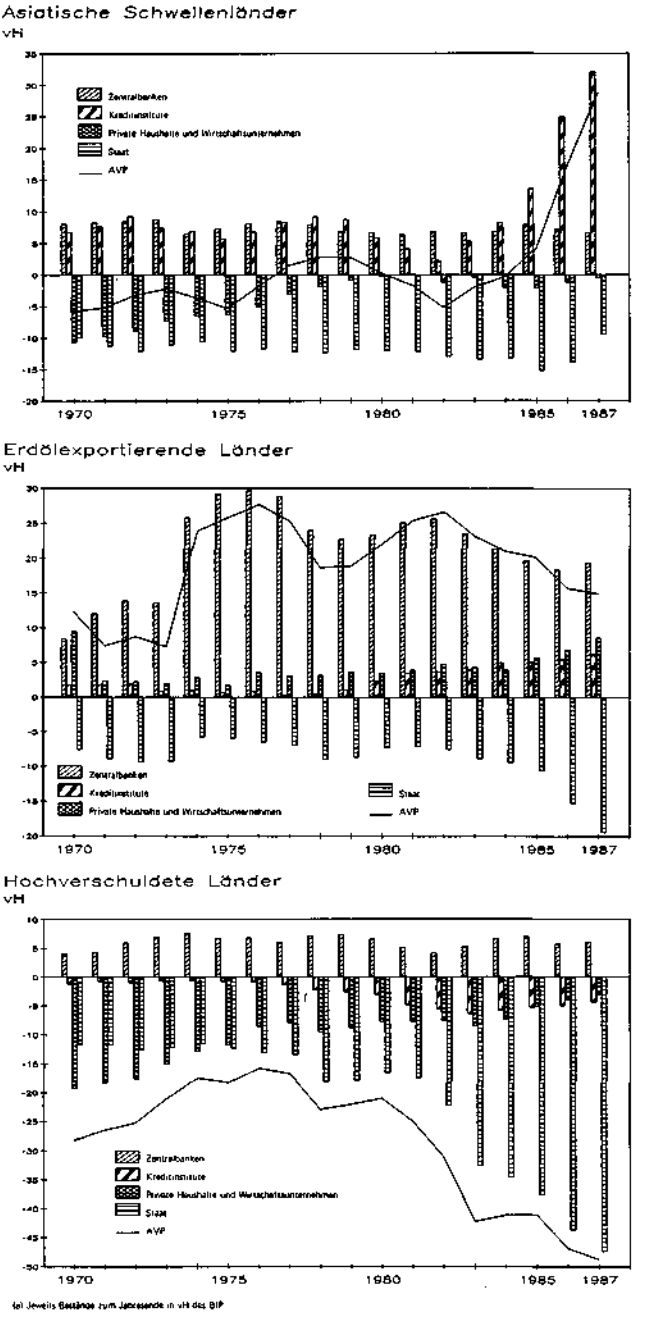
Quelle: Ländertafeln in Sinn [in Vorbereitung].

Die Auslandsverschuldung des Staates weist hier nicht den für die meisten anderen Entwicklungsländer typischen Anstieg auf: 1987 ist sie mit 9,5 vH des Bruttoinlandsprodukts in etwa so hoch wie 1970.

Dagegen hat in der Gruppe der hochverschuldeten Länder die Verschuldung des Staates im Ausland kräftig zugenommen, und zwar von 11,7 vH des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 1970 auf 47,4 vH im Jahr 1987. Die Verschuldung des privaten Sektors ging indes in diesem Zeitraum von 19,3 vH des Bruttoinlandsprodukts auf 3,1 vH zurück. Insgesamt ist die Auslandsverschuldung dieser Gruppe deutlich gestiegen.

Wie zu erwarten spiegelt die Entwicklung der Auslandsvermögensposition der wichtigen erdölexportierenden Länder auch die Schwankungen des Erdölpreises wider. Deutlich werden das starke Anschwellen der Auslandsforderungen in der Folge der ersten und zweiten Ölpreiserhöhung (1974 und 1980/81) und ihr Rückgang im Verlauf der achtziger Jahre, als die Ölpreise fielen und Auslandsvermögen verringert wurde.

Schaubild 10 - Die Auslandsvermögensposition ausgewählter Entwicklungsländergruppen 1970-1987 (vH) (a)



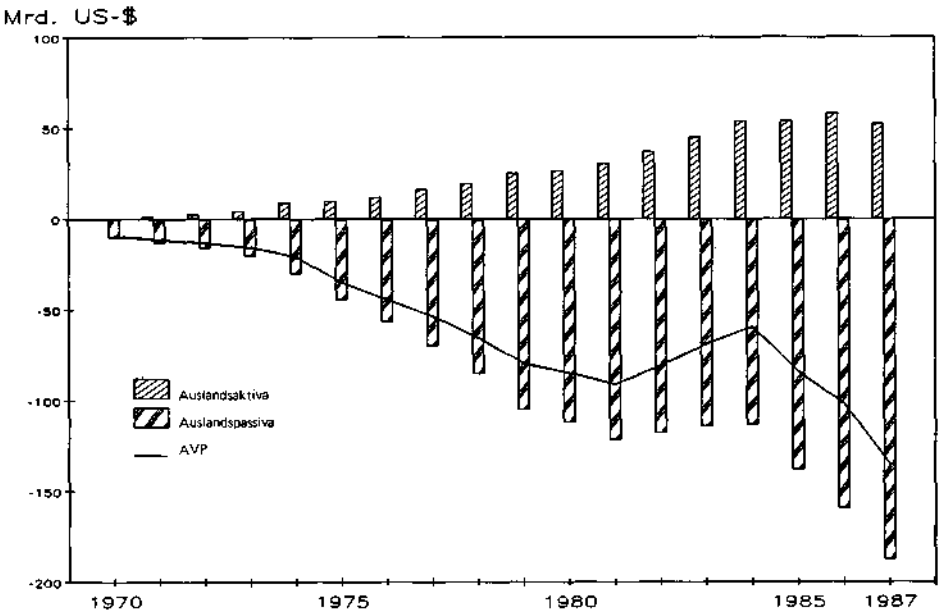
(a) Jeweils Bestände zum Jahresende in vH des BIP

Quelle: Ländertafeln in Sinn [in Vorbereitung].

c. Staatshandelsländer

Für die Staatshandelsländer kann eine sektorale Aufgliederung der Auslandsvermögensrechnung nicht durchgeführt werden [vgl. Sinn, in Vorbereitung]. Darüber hinaus gibt es für wichtige Länder dieser Gruppe (UdSSR, Bulgarien, Tschechoslowakei und DDR) keine verläßlichen Angaben über ihr Bruttosozialprodukt. Deshalb wurde darauf verzichtet, die Auslandsvermögensposition dieser Gruppe in Beziehung zum Bruttosozialprodukt zu setzen; es wird lediglich über Auslandsaktiva und -passiva in absoluten Zahlen berichtet (Schaubild 11). Am Anfang der siebziger Jahre war die Auslandsverschuldung der Staatshandelsländer gering. Dies änderte sich im Zeitraum 1975-1981, als sich die Nettoauslandsverschuldung der Staatshandelsländer von rund 35 Mrd. US-Dollar (1975) auf ca. 91 Mrd. US-Dollar (1981) erhöhte. Sie betrug damit in beiden Jahren etwa 50 vH der Nettoauslandsschuld aller Entwicklungsländ-

Schaubild 11 - Auslandsaktiva und -passiva der Staatshandelsländer 1970-1987 (Mrd. US-$)



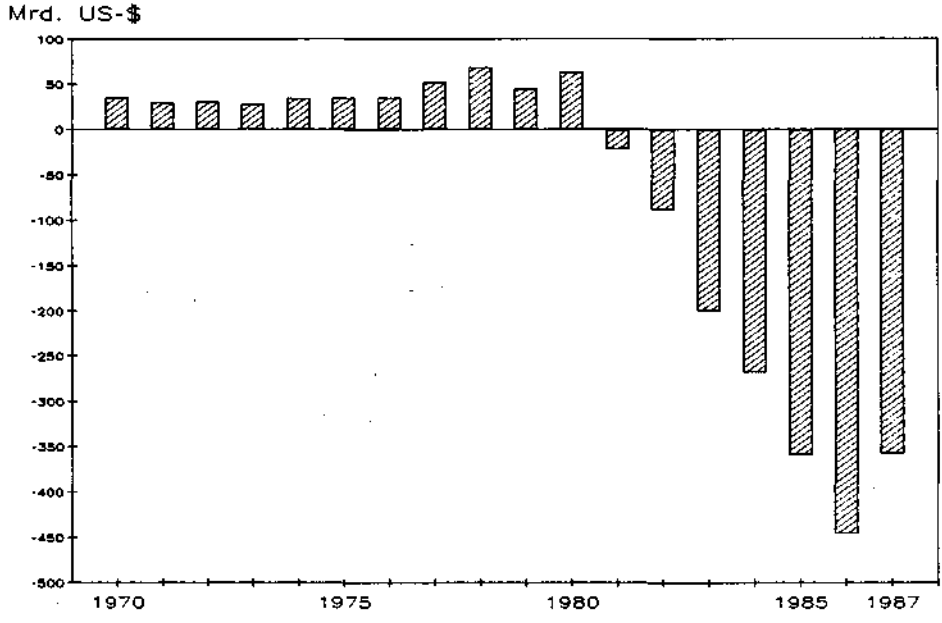
Quelle: Ländertafeln in Sinn [in Vorbereitung].

der. Danach ging die Auslandsverschuldung bis 1984 wieder zurück. In den letzten Jahren des Beobachtungszeitraums stieg sie wiederum stark an. Eine Ausnahme ist Rumänien, das seine Auslandsverschuldung verringert und im Jahr 1989 fast vollkommen abgebaut hat [PlanEcon, 1989].

d. Welt insgesamt

Angesichts der Fülle der Daten und der zahlreichen Approximationen, die notwendig waren, erscheint ein Test auf globale Kompatibilität der Datenreihen sinnvoll. Ist die aggregierte Auslandsvermögensposition der Welt gleich null? Schaubild 12 verdeutlicht, daß für die siebziger Jahre eine relativ niedrige Nettogläubigerposition zu beobachten ist und die Welt ab 1981 - statistisch gesehen - zum Nettoschuldner wird. Die Nettoschuldnerposition nimmt in den achtziger Jahren rasch zu und er-

Schaubild 12 - Die Nettoauslandsvermögensposition der Welt 1970-1987 (Mrd. US-$)



Quelle: Ländertafeln in Sinn [in Vorbereitung].

reicht im Jahr 1986 mit ca. 440 Mrd. US-Dollar einen relativen Höchststand.

Eine wichtige Ursache für diese globale Diskrepanz sind die Kredite der internationalen Organisationen an Entwicklungsländer, die als Verbindlichkeiten bei jedem einzelnen Land erfaßt wurden, als Forderungen aber keinem Land zugewiesen werden konnten. Eine Berücksichtigung dieser Forderungen hätte durch die Schaffung eines künstlichen Landes "Internationale Organisationen" erreicht werden können oder aber durch die Verteilung der Forderungen auf die einzelnen Mitgliedsländer der internationalen Organisationen nach einem bestimmten Verteilungsschlüssel, zum Beispiel der Höhe der jeweiligen Beteiligung an den internationalen Organisationen. Gleichwohl beseitigt die Berücksichtigung aller Kredite internationaler Organisationen die weltweite Nettoschuldnerposition nicht. Diese Kredite beliefen sich zum Beispiel im Jahr 1987 auf rund 180 Mrd. US-Dollar. Bei ihrer Berücksichtigung würde die globale Nettoschuldnerposition auf etwa die Hälfte zurückgehen.

Damit bestätigt sich in den hier erfaßten Bestandsstatistiken die Vermutung, daß das Leistungsbilanzdefizit der Welt, das in den achtziger Jahren entstanden ist, hauptsächlich auf eine unvollständige Erfassung von Auslandsaktiva zurückgeführt werden kann. Eine Arbeitsgruppe des Internationalen Währungsfonds stellte 1987 fest, daß das globale Leistungsbilanzdefizit primär auf einer unvollständigen Erfassung der empfangenen Kapitalerträge beruht. Zinszahlungen wurden von den Schuldnern als Zahlungsausgang berichtet, nicht aber von den Gläubigern als Zahlungseingang. Als Grund für diese Diskrepanz bei den Strömen vermutete der Internationale Währungsfonds "... the emergence of a large body of cross-border assets recognized by the debtor countries but not by the creditors, coupled with higher interest rates after 1979" [IMF, a, S. 2].

Unsere Datensammlung bestätigt diese Vermutung: Die Neigung, Auslandsverbindlichkeiten zu berichten, ist hoch; Auslandsforderungen werden dagegen nicht im selben Umfang ausgewiesen. Warum dieses Phänomen erst in den achtziger Jahren an Bedeutung gewann und welche Faktoren es verursachen, kann hier nicht geklärt werden. Wichtig erscheint, daß die hier veröffentlichten Daten mit den Ergebnissen anderer Untersuchungen kompatibel sind.

3. Zum Zusammenhang zwischen Auslandsvermögensposition und Leistungsbilanzsaldo

Aus dem System der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen folgt, daß der Leistungsbilanzsaldo gleich der Veränderung der Auslandsvermögensposition ist. Möglich ist, daß sich bei einem Vergleich der tatsächlichen Zahlen dieses Ergebnis aus verschiedenen Gründen nicht einstellt. Erstens erscheinen Wertveränderungen von Aktiva und Passiva aufgrund von Wechselkursveränderungen und Änderungen der Bestandspreise nicht in der Leistungsbilanz, weil sie nicht zu Märkttransaktionen führen. Und zweitens führen Wechselkursänderungen unter bestimmten Bedingungen zu Änderungen der Auslandsvermögensposition, ohne daß es zu Änderungen der Leistungsbilanz in gleichem Umfang käme.

Der letzte Punkt läßt sich durch ein Beispiel verdeutlichen. Die Auslandsvermögensposition eines Landes betrage 350 Mill. US-Dollar, sein Leistungsbilanzüberschuß 100 Mill. US-Dollar, der Anteil der auf US-Dollar lautenden Vermögensbestände und Transaktionen betrage jeweils 80 vH. Der US-Dollar werte sich nun um 10 vH gegenüber allen übrigen Währungen ab. Dadurch ändert sich der Wert derjenigen Transaktionen und Bestände, die nicht auf US-Dollar lauten. Die Nettogläubigerposition würde sich um 7 Mill. US-Dollar erhöhen, die Veränderung des Leistungsbilanzsaldos würde dagegen nur 2 Mill. US-Dollar betragen. Die tatsächlichen Veränderungen von Auslandsvermögenspositionen aufgrund einer Wechselkursänderung sind also immer dann größer als die entsprechenden Änderungen der Leistungsbilanz, wenn - bei gleicher Währungsstruktur der beiden Aggregate - die Auslandsvermögensposition absolut größer ist als der Leistungsbilanzsaldo. Welchen empirischen Gehalt diese Überlegungen haben, soll im folgenden überprüft werden.

Der Zusammenhang zwischen Leistungsbilanzsaldo und Veränderungen der Auslandsvermögensposition wurde mit folgender Schätzgleichung untersucht:

$$LBS = a + b\Delta AVP. \qquad [1]$$

Tabelle 5 enthält Schätzergebnisse für einige Ländergruppen.[1] Sie lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Für die Ländergruppe "Industrieländer" ist keine Korrelation feststellbar, für die Ländergruppe "Entwicklungsländer" dagegen liefert die Analyse einen engen Zusammenhang.
- Für einzelne Ländergruppen gibt es in der Regel einen engen Zusammenhang zwischen den Veränderungen der Auslandsvermögensposition und dem Leistungsbilanzsaldo.[2]
- Der geschätzte Wert für die Konstante a ist in der Regel nicht signifikant von Null verschieden. Ausnahmen sind die Ländergruppen "Industrieländer" und "Asiatische Schwellenländer" ($a < 0$) und "Wichtige erdölexportierende Länder" ($a > 0$).
- Mit Ausnahme der Ländergruppen "Industrieländer" und "EG" ist der Koeffizient b statistisch nicht von eins verschieden.

Es zeigt sich, daß statistisch gesehen für alle der betrachteten Ländergruppen außer "Industrieländer" und "EG" Veränderungen der Auslandsvermögensposition den Leistungsbilanzsalden entsprechen. Die Güte der Schätzung war dabei in der Regel um so besser, je weniger Länder der betrachteten Ländergruppe angehörten. Unsere Überlegungen bezüglich des Einflusses von Wechselkursänderungen haben sich nicht bestätigt. Sie hätten erwarten lassen, daß der Koeffizient a kleiner als null ist. Für das Fehlen eines Zusammenhangs zwischen Veränderungen der Auslandsvermögensposition und dem Leistungsbilanzsaldo für die Ländergruppe der Industrieländer gibt es wohl keine vollständige Erklärung. Plausibel erscheint folgende Hypothese: Der Leistungsbilanzsaldo der Industrieländer gegenüber dem Rest der Welt schwankt allem Anschein nach zufällig. Gleiches gilt in noch stärkerem Maße für Veränderungen der Auslandsvermögensposition. Ein statistischer Zusammenhang

---

[1] Die Tests haben ergeben, daß die Residuen der Schätzgleichungen nicht autokorreliert sind; insofern sind die Koeffizienten nicht nennenswert verzerrt.

[2] Der etwas schwächere statistische Zusammenhang für die EG geht auf einen "Ausreißer" im Jahr 1980 zurück, der wiederum von einem starken Anstieg der französischen Devisenreserven in diesem Jahr verursacht wurde. Ohne dieses Jahr beträgt der Wert von $\bar{R}^2$ für die Ländergruppe "EG" 0,79, der geschätzte Koeffizient b ist in diesem Fall 0,40 bei einem t-Wert von 7,64.

Tabelle 5 - Zum Zusammenhang zwischen Leistungsbilanzsalden und Veränderungen der Auslandsvermögensposition 1971-1987 (a)

Ländergruppe	a	b	$\bar{R}^2$
Industrieländer	-18172** (-2,99)	0,04 (0,25)	-0,06
EG	-2994 (-0,66)	0,35** (3,49)	0,41
Nordamerika	-4484 (-1,03)	0,96** (14,43)	0,93
Pazifische Industrieländer	1127 (0,42)	0,91** (10,17)	0,86
Entwicklungsländer	4089 (0,92)	0,82** (6,62)	0,73
Hochverschuldete Länder	-2068 (-0,43)	0,64** (3,66)	0,44
Asiatische Schwellenländer	-1372** (-2,14)	0,73** (14,95)	0,93
Wichtige erdölexportierende Länder	9325** (3,52)	1,06** (9,55)	0,85

(a) Schätzgleichung: LBS = a + bΔAVP. $\bar{R}^2$: korrigiertes Bestimmtheitsmaß; t-Werte in Klammern; **: signifikant bei einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 5 vH.

Quelle: Eigene Berechnungen.

zwischen beiden Größen ist deshalb nicht zu beobachten. Begründet werden kann diese Vermutung damit, daß der Leistungsbilanzsaldo und die Veränderungen der Auslandsvermögensposition aller Industrieländer gegenüber dem Rest der Welt, gemessen am Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt der Industrieländer, klein sind. Der weitaus größte Teil der internationalen Finanzbeziehungen besteht zwischen den Industrieländern selbst, und Finanzbeziehungen zwischen erster und dritter Welt sind von zweitrangiger Größenordnung verglichen mit dem, was an Nettoforderungen zwischen den Industrieländern besteht.

4. Probleme bei der Erstellung von Auslandsvermögensrechnungen

a. Zum Einfluß von Preisänderungen auf den Auslandsvermögensstatus

In der bisherigen Diskussion wurden Preisänderungen nicht berücksichtigt. Jedoch sind weder die Preise einzelner Vermögensbestände noch das gesamtwirtschaftliche Preisniveau im Zeitablauf konstant. Drei Arten von Preisbewegungen sind in diesem Zusammenhang von Bedeutung, nämlich Änderungen der Marktpreise einzelner Vermögensbestandteile, der Wechselkurse und des Konsumentenpreisniveaus.

α. Änderungen von Wechselkursen und Marktpreisen

Die Auslandsvermögensposition könnte dann korrekt zu jeweiligen Preisen berechnet werden, wenn Änderungen der Marktpreise von Vermögensbeständen und Änderungen von Wechselkursen berücksichtigt würden. Oftmals ist dies in den veröffentlichten Statistiken nicht der Fall. In den Bilanzen von Firmen und Banken sind die Bestände in der Regel zu Anschaffungskosten bewertet. Wenn Auslandsaktiva oder -passiva wie zum Beispiel Anteile an Tochterunternehmen im Ausland nicht gehandelt werden, gibt es für diese keine Marktpreise. Um die Marktwerte der Auslandsaktiva und -passiva konsistent fortschreiben zu können, müßte in regelmäßigen Abständen eine Totalerhebung erfolgen, was aber nur selten geschieht.[1] Abgesehen von diesen Bewertungsproblemen ist es auch möglich, daß der Umfang des ausländischen Vermögens bewußt nicht preisgegeben wird.

In der Bundesrepublik (und in anderen Ländern) erfaßt man die einzelnen Komponenten der Auslandsvermögensposition durch Vollerhebungen einzelner Positionen und Fortschreibung der Bestände mit Transaktionswerten oder allein durch die Kumulierung von Transaktionswer-

---

[1] Z.B. werden einzelne Positionen der Auslandsvermögensrechnung der USA bereits seit über vierzig Jahren fortgeschrieben [vgl. US Department of Commerce, 1989, S. 40].

ten.[1] Keine der Methoden liefert den korrekten Wert. Das Ausmaß der Fehler läßt sich anhand von Gleichung [2] verdeutlichen, die die nominale Auslandsvermögensposition der Inländer, AVP_1^n, wiedergibt:

$$AVP_1^n = ep_2^B B_{21} - p_1^B B_{12}. \qquad [2]$$

Der Umfang der Auslandsvermögensposition wird durch den Wechselkurs e (definiert als Einheiten inländischer Währung je Einheit ausländischer Währung) und die aktuellen Marktpreise der einzelnen Vermögensbestandteile (p_2^B, p_1^B) bestimmt. Die Quellen von Wertänderungen der Auslandsvermögensposition lassen sich ermitteln, indem man alle möglichen Änderungen der Größen in Gleichung [2] berücksichtigt. Dadurch wird der Fehler deutlich, den man begeht, wenn man nur Transaktionswerte zur Fortschreibung der Bestände verwendet:

$$\Delta AVP_1^n = \Delta ep_2^B B_{21} + e(\Delta p_2^B B_{21} + p_2^B \Delta B_{21}) - \Delta p_1^B B_{12} - p_1^B \Delta B_{12}. \qquad [3]$$

Alle Komponenten der Gleichung [3], die von Preisänderungen der Vermögensbestände und Änderungen des Wechselkurses abhängen ($\Delta ep_2^B B_{21} + e\Delta p_2^B B_{21} - \Delta p_1^B B_{12}$), werden bei der Erstellung von Auslandsvermögenspositionen vernachlässigt, wenn Bestände zu historischen Anschaffungswerten bewertet werden. Die Statistik erfaßt als Änderung des Bestandes dann nur die Transaktionswerte. Beispielsweise verringert sich durch den Verkauf von neu emittierten Schuldverschreibungen an Ausländer der Wert des Nettoauslandsvermögens um den Betrag $-p_1^B \Delta B_{12}$. Änderungen des Wertes der ausstehenden Verbindlichkeiten verändern dagegen den Wert des Nettoauslandsvermögens um den Betrag $-\Delta p_1^B B_{12}$.

In zweierlei Hinsicht gibt Gleichung [3] noch ein zu einfaches Bild von Änderungen der Auslandsvermögensposition. Zum einen ist es unwahrscheinlich, daß Auslandsaktiva nur in einer Währung gehalten wer-

---

[1] Methodische Erläuterungen zur deutschen Auslandsvermögensposition befinden sich in Deutsche Bundesbank [1974]. Anmerkungen zur Berechnung der amerikanischen Auslandsvermögensposition geben Bame [1985] und US Department of Commerce [1989, S. 40]. Statistics Canada [1981] gibt einen ausführlichen Kommentar zum kanadischen Auslandsvermögensstatus.

den. Wahrscheinlicher ist, daß internationale Kredite in mehreren Reservewährungen kontrahiert werden. Zum anderen lauten die Auslandspassiva der meisten Länder nicht auf ihre eigene Währung, sondern auf eine der Reservewährungen. Deshalb kann sich der Nettoeffekt einer Reihe von Wechselkursänderungen in Änderungen von AVP^n niederschlagen. Um das genaue Ausmaß der Wertänderungen abzuschätzen, die nur auf Wechselkursbewegungen zurückzuführen sind, müßte man die Währungsstruktur des Auslandsvermögens und der Auslandsschulden kennen. Diese läßt sich jedoch nur annähernd schätzen, etwa anhand der Gewichte verschiedener Währungen auf den internationalen Kapitalmärkten. Aus dem gleichen Grund sind Änderungen der Auslandsvermögensposition, sofern sie korrekt entsprechend Gleichung [3] erfaßt werden, nicht identisch mit dem Saldo der Kapitalverkehrsbilanz (KVB) bzw. der Leistungsbilanz, wie er üblicherweise erfaßt wird. Dieser ergibt sich aus Gleichung [3], wenn man nur die Transaktionswerte berücksichtigt:

$$KVB = -ep_2^B \Delta B_{21} + p_1^B \Delta B_{12}. \qquad [4]$$

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß die offiziellen Statistiken ein verzerrtes Bild des tatsächlichen Niveaus von Auslandsvermögenspositionen bieten, wenn sie Preisänderungen von Auslandsaktiva und -passiva nicht berücksichtigen. Diese Verzerrung wird um so größer, je größer der Zeitunterschied bei der Bildung von Auslandsaktiva und -passiva ist. Sind zum Beispiel die Auslandsaktiva im Durchschnitt "älter" als die Auslandspassiva und werden beide Größen zu Anschaffungskosten bewertet, dann wird die Nettoauslandsvermögensposition tendenziell ein zu niedriges Niveau aufweisen.

β. *Änderungen des Preisniveaus*

Auch die inländische Inflation ist für die Auslandsvermögenspositionen von Bedeutung, denn Wirtschaftssubjekte werden eine inflationsbedingte Minderung ihres Vermögens genausowenig übersehen wie eine inflationsbedingte Reallohnsenkung. Demnach sind die mit dem Konsumen-

tenpreisindex ihres Wohnsitzlandes deflationierten Vermögensbestände im In- und Ausland für sie relevant.

Gleichung [5] berücksichtigt das Preisniveau bei der Definition des realen Reinvermögens.

$$W_1^r = (p_1^C)^{-1}(p_1^K K_1 + AVP_1^n). \qquad [5]$$

Da das Vermögen der Wertaufbewahrung dient, ist es sinnvoll, das Reinvermögen mit dem Konsumentenpreisindex p_1^C zu deflationieren. Dabei wird angenommen, daß die Wirtschaftssubjekte planen, nur im Wohnsitzland zu konsumieren. Beabsichtigte dagegen ein Teil der Bevölkerung, das Vermögen in einem anderen Land zu konsumieren, so wäre das Niveau des dortigen Preisindexes (P_2^C) ebenfalls von Belang. Zur Deflationierung des Reinvermögens müßte dann möglicherweise ein gewichteter Durchschnitt der beiden Preisindices herangezogen werden.

Das reale Reinvermögen des Auslands läßt sich analog darstellen als

$$W_2^r = (p_2^C)^{-1}(p_2^K K_2 + AVP_2^n). \qquad [6]$$

Aus den Gleichungen [5] und [6] folgt, daß sich - im Unterschied zur Analyse bei gleichem Preisniveau im In- und Ausland - die Auslandsvermögenspositionen der beiden Länder dem Betrag nach unterscheiden. Während sich die reale Auslandsvermögensposition des Inlands darstellen läßt als

$$AVP_1^r = (p_1^C)^{-1}AVP_1^n, \qquad [7]$$

gilt für die Auslandsvermögensposition des Auslands

$$AVP_2^r = (p_2^C)^{-1}AVP_2^n. \qquad [8]$$

Es zeigt sich, daß die für den Zwei-Länder-Fall zu erwartende Gleichheit von Forderungen und Verbindlichkeiten nicht gilt, denn

$$AVP_1^r \neq - AVP_2^r. \qquad [9]$$

Die Ungleichung [9] würde nur dann nicht zutreffen, wenn die Kaufkraftparität in ihrer absoluten Form gelten würde, das heißt, wenn der Wechselkurs sich genau so einstellt, daß die Niveaus der beiden Preisindizes, ausgedrückt in einer Währung, gleich wären. Jedoch gilt die absolute Kaufkraftparität im allgemeinen nicht [vgl. Kravis, Lipsey, 1987]. Auch die relative Kaufkraftparität ist in der Regel nicht erfüllt. Deshalb vergrößern sich die Diskrepanzen zwischen den realen Auslandsvermögenspositionen im Zeitablauf sogar noch, wenn es zu Änderungen des realen Wechselkurses kommt. Dies ist dann der Fall, wenn die Inflationsraten in den betrachteten Ländern unterschiedlich sind, diese Divergenzen aber nicht durch entsprechende Wechselkursbewegungen ausgeglichen werden.

Unterschiede im realen Wert eines Vermögensbestands könnten Vermögensbesitzer dazu veranlassen, in Länder mit einem niedrigen Niveau des Konsumentenpreisindex auszuwandern, weil ihr Vermögen dort eine höhere Kaufkraft hat. Die Wanderung vieler älterer Menschen in die weniger reichen Gebiete Europas und Nordamerikas, wo zum Beispiel die Wohnungs- und Energiekosten gering sind, scheint ein Indiz für diese Beobachtung zu sein.[1]

Die oben geführten Diskussionen haben gezeigt, daß die Berücksichtigung von Änderungen der Marktpreise von Finanzaktiva zu beträchtlichen Korrekturen der Angaben in den offiziellen Statistiken über Auslandsvermögenspositionen führen kann. Will man darüber hinaus noch den realen Wert von Auslandsvermögenspositionen berechnen, so ist für die Deflationierung der Konsumentenpreisindex des Landes zu verwenden, in dem der Gläubiger bzw. der Schuldner residiert bzw. zu konsumieren plant.

---

[1] Unwahrscheinlich ist, daß durch diese Wanderbewegungen die Kaufkraftparität hergestellt wird. Samuelson [1964, S. 148] etwa argumentiert: "It is bizarre to think that there are enough retired rentiers, who will move to Germany to bid up their cheap prices, and who will only cease to move in either direction when [cost-of-living purchasing power parity] has been achieved".

7. *Ein Beispiel: Die Diskussion um das Niveau der amerikanischen Auslandsvermögensposition*

In den letzten Jahren ist vor allem in den USA über das Niveau der Auslandsvermögensposition diskutiert worden. Auslöser für diese Diskussion war die Entwicklung der amerikanischen Auslandsvermögensposition in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre. Nach den üblichen Berechnungen wurden die USA ab 1985 zum Nettoschuldner. Während die Veränderung der Auslandsvermögensposition nicht umstritten war - es entstanden große Leistungsbilanzdefizite -, wurde stark bezweifelt, ob die USA tatsächlich bereits 1985 zum Nettoschuldner gegenüber dem Ausland wurden.[1] Tatsächlich gibt es Indizien dafür, daß die statistisch erfaßte amerikanische Auslandsvermögensposition eine zu hohe Nettoauslandsschuld ausweist. So wurden die Goldbestände der amerikanischen Zentralbank mit 42,22 US-Dollar pro Feinunze Gold bewertet, der Durchschnittspreis am Markt betrug aber beispielsweise 1988 rund 437 US-Dollar. Der Marktwert dieser Bestände ist daher etwa 100 Mrd. US-Dollar höher als der ausgewiesene Wert. Auch werden Direktinvestitionsbestände von Amerikanern im Ausland zu Anschaffungskosten und damit zu niedrig bewertet.

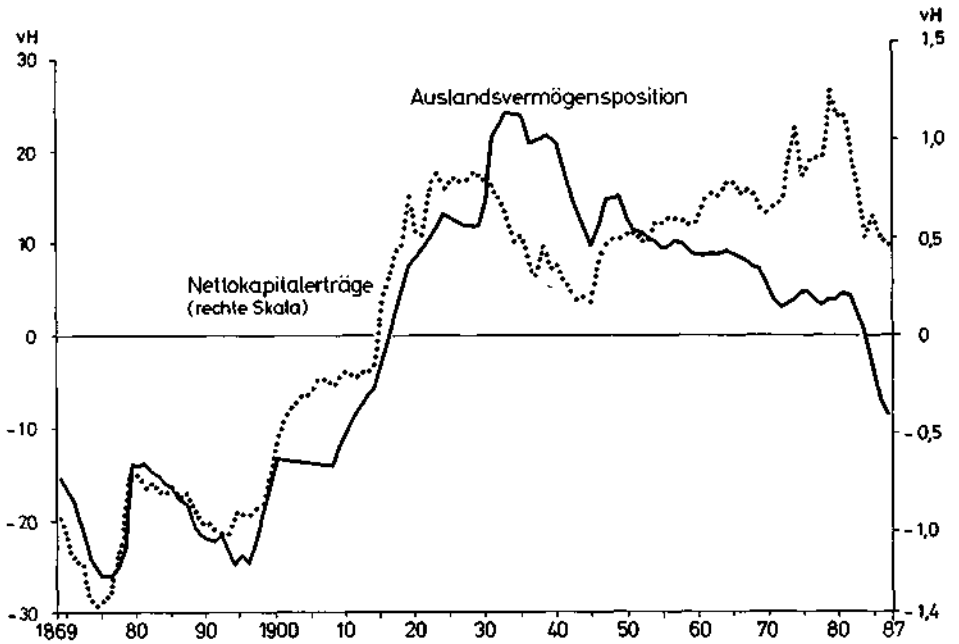
Doch es gibt auch Indizien dafür, daß die amerikanische Nettoauslandsschuld zu niedrig ausgewiesen ist. Die Direktinvestitionsbestände von Ausländern in den USA gehen nur mit Buchwerten in die Berechnung der Nettoposition ein. Die Auslandsforderungen der amerikanischen Banken bestehen zum Teil aus Forderungen gegenüber Regierungen in Entwicklungsländern, die nur noch einen Bruchteil ihres Nominalwertes wert sind; solange die amerikanischen Banken diese Forderungen nicht auf ihren ökonomischen Wert abschreiben, wird die Nettoauslandsschuld zu niedrig ausgewiesen. Der kumulierte Restposten der amerikanischen Zahlungsbilanz (net errors and omissions) betrug im Zeitraum 1978-1988 ungefähr 226 Mrd. US-Dollar. Nach Ansicht vieler Beobachter schlagen sich hier nicht erfaßte Kapitalzuflüsse nieder [vgl. Ulan, Dewald, 1989].

Welcher der beiden Fehler überwiegt, läßt sich anhand der bisherigen Überlegungen nicht klären. Ein Indiz dafür, daß die Nettoauslands-

---

[1] Eine gute Zusammenfassung der Diskussion liefern Ulan und Dewald [1989].

Schaubild 13 - Auslandsvermögensposition und Nettokapitalerträge der USA 1869-1987 (vH) (a)



(a) In vH des BSP.

Quelle: US Department of Commerce [1976]; Council of Economic Advisers [1988]; eigene Berechnungen.

schuld der USA in der Tat zu hoch ausgewiesen ist, liefert ein langfristiger Vergleich der Entwicklung der amerikanischen Auslandsvermögensposition mit der der Nettokapitalerträge aus dem Ausland (Schaubild 13). Etwa seit Anfang der fünfziger Jahre bis 1980 besteht der zuvor und danach zu beobachtende enge Zusammenhang zwischen Änderungen der Auslandsvermögensposition und Änderungen der Nettokapitalerträge nicht mehr.[1] Dies bedeutet, daß das Niveau der Auslandsvermögensposition der USA vermutlich unterschätzt wird, denn sie haben bis zum Ende des

[1] Zur langfristigen Entwicklung der amerikanischen Auslandsvermögensposition vgl. auch die Anmerkungen in Abschnitt II. 3.

Beobachtungszeitraums (1987) per saldo Kapitalerträge aus dem Ausland empfangen. Dies stützt die These, daß die Nettoauslandsschuld der USA tatsächlich niedriger ist als in den offiziellen Statistiken ausgewiesen. Ulan und Dewald [1989] versuchen in ihrer Untersuchung, den Fehler bei der Messung der Direktinvestitionsbestände in der amerikanischen Auslandsvermögensposition zu beseitigen. Für ihre Schätzungen benutzen sie drei verschiedene Methoden:

(1) Neubewertung der amerikanischen Direktinvestitionsbestände in verschiedenen Ländern und der ausländischen Direktinvestitionsbestände in den USA entsprechend der Entwicklung der Börsenindizes in den USA und in den übrigen Ländern.
(2) Neubewertung der Direktinvestitionsbestände durch die Kapitalisierung von Direktinvestitionserträgen.
(3) Deflationierung der in- und ausländischen Direktinvestitionsbestände mit den Preisindices für Investitionsgüter im In- und Ausland.

Aufgrund dieser Neuberechnungen kommen sie zu dem Ergebnis, daß die USA ein zwischen 360 und 600 Mrd. US-Dollar höheres Nettoauslandsvermögen aufweisen, als es die offiziell veröffentlichte Zahl nahelegt. Dies verdeutlicht die Größenordnung des möglichen Irrtums bei der Verwendung der herkömmlichen Daten über Auslandsvermögenspositionen.

b. Zur Schätzung der Kapitalflucht

Eine der wichtigsten Datenlücken besteht im Bereich der Auslandsaktiva der privaten Haushalte und Wirtschaftsunternehmen in Entwicklungsländern. Da die Abschätzung dieser Vermögensbestände auch Gegenstand von mehreren Untersuchungen über den Umfang und die Bestimmungsgründe von Kapitalflucht ist, wurden die für diese Untersuchungen verwendeten Methoden für eigene Schätzungen genutzt.[1] Bei dieser Untersuchung wurde die Gruppe der hochverschuldeten Länder betrachtet, denn für sie ist das Problem der Kapitalflucht vermutlich

[1] Übersichten über die Literatur zur Schätzung und Definition von Kapitalflucht bieten Cumby und Levich [1987], Deppler und Williamson [1987] sowie Duwendag [1986].

von besonderer Bedeutung.[1] Die Bürger jener Länder haben möglicherweise einen nicht unerheblichen Teil ihres Vermögens im Ausland angelegt; diese Bestände sind statistisch nicht erfaßt. Für die Erstellung der Auslandsvermögenspositionen müssen sie daher geschätzt werden.

Bestände an Auslandsvermögen, das private Haushalte der hochverschuldeten Länder halten, wurden mit drei verschiedenen Methoden geschätzt:[2]

(1) Die Schätzung "Bankguthaben" postuliert, daß die Auslandsaktiva der Entwicklungsländer zum größten Teil auf Bankkonten gehalten werden und daß der von den Banken gemeldete Bestand dem tatsächlich von den Bürgern der hochverschuldeten Länder gehaltenen Bestand entspricht; letzteres ist nur dann der Fall, wenn die Bankguthaben nicht von Strohmännern gehalten werden, um die wahre Identität des Besitzers zu verbergen.

(2) Für die Schätzung "Kapitalflucht I" wurde der kumulierte Restposten der Zahlungsbilanz, bereinigt um Zufallsbewegungen, benutzt. Hierbei wird angenommen, daß ein beträchtlicher Teil des Auslandsvermögens auf statistisch nicht erfaßten Kapitalströmen beruht, die sich im Restposten der Zahlungsbilanz niederschlagen. Da ein Teil der dort verbuchten Kapitalströme auch Zufallscharakter hat, wurde nur ein über solche Zufallsbewegungen hinausgehender Bestand anerkannt. Durch diese Bereinigung ist Kapitalflucht I eine konservative Schätzung, denn sie liefert durchweg die niedrigsten Bestände.

(3) Für die Schätzung "Kapitalflucht II" wurden zu den Ergebnissen von Kapitalflucht I kumulierte Kapitalexporte addiert, die explizit in der Zahlungsbilanz erscheinen. Es handelt sich dabei um Kapitalstromdaten der Kategorie "other short-term capital, other sectors" der Zahlungsbilanzstatistik des Internationalen Währungsfonds, von denen man annimmt, daß ein wesentlicher Bestandteil der zugrundeliegenden Kapitalströme Fluchtkapital darstellt [Cuddington, 1987]. Unterstellt

---

[1] Für alle übrigen Entwicklungsländer wurde das Ausmaß der privaten Auslandsaktiva anhand der Bankguthaben bei ausländischen Banken ermittelt.

[2] Eine ausführliche Darstellung der Schätzmethoden befindet sich in der Arbeit von Sinn [in Vorbereitung].

Tabelle 6 - Kapitalflucht aus den hochverschuldeten Ländern 1970-1987 (Mill. US-$) (a)

	1970	1975	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Argentinien										
Bankguthaben	654	1938	5739	7131	7354	8251	7852	8823	8822	10131
Kapitalflucht I	0	0	0	0	0	339	394	926	624	841
Kapitalflucht II	67	0	0	0	289	339	394	926	624	841
Bolivien										
Bankguthaben	41	128	378	470	438	405	370	409	221	311
Kapitalflucht I	57	392	1035	1222	1188	1117	1129	939	803	793
Kapitalflucht II	57	392	1035	1222	1335	1363	1186	973	712	703
Brasilien										
Bankguthaben	379	1122	3324	4130	4326	8442	8422	10141	12455	11763
Kapitalflucht I	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kapitalflucht II	0	0	0	0	0	0	2637	3184	2759	2619
Chile										
Bankguthaben	119	353	1045	1299	1577	2210	2005	2315	2495	2534
Kapitalflucht I	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kapitalflucht II	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Costa Rica										
Bankguthaben	48	141	422	525	546	564	703	699	592	676
Kapitalflucht I	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kapitalflucht II	5	118	606	734	866	891	1038	1134	1164	1166
Ecuador										
Bankguthaben	196	344	603	675	914	1065	1271	1520	1434	1447
Kapitalflucht I	0	0	31	0	302	484	558	481	659	687
Kapitalflucht II	0	84	357	844	652	872	985	820	998	1026
Elfenbeinküste										
Bankguthaben	69	155	347	407	424	335	341	562	532	727
Kapitalflucht I	0	0	195	294	329	298	428	307	773	n.v.
Kapitalflucht II	1	103	442	549	579	568	720	603	1019	n.v.
Jamaika										
Bankguthaben	11	33	96	120	147	147	146	194	372	274
Kapitalflucht I	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kapitalflucht II	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Jugoslawien										
Bankguthaben	100	170	290	320	340	270	280	420	440	610
Kapitalflucht I	301	1604	2395	2473	2394	2697	2487	2405	2056	2993
Kapitalflucht II	301	1604	2395	2473	2394	2697	2487	2405	2056	2993
Kolumbien										
Bankguthaben	238	707	2090	2597	2670	2746	2500	2745	3049	3071
Kapitalflucht I	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kapitalflucht II	121	339	607	700	925	1134	1532	1886	2097	2158
Marokko										
Bankguthaben	112	249	557	654	454	495	576	706	786	883
Kapitalflucht I	16	27	42	0	0	0	0	0	0	0
Kapitalflucht II	18	109	172	106	55	143	246	187	376	460
Mexiko										
Bankguthaben	919	2723	8065	10022	11026	13246	14753	16744	16894	20389
Kapitalflucht I	0	299	2785	11801	18592	19517	20490	22255	21797	20879
Kapitalflucht II	71	792	8122	20253	29432	32829	35496	38122	36360	38739
Nigeria										
Bankguthaben	506	887	1556	1741	1559	1553	1314	1655	1856	2525
Kapitalflucht I	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kapitalflucht II	0	0	246	85	122	192	789	5004	6272	7680
Peru										
Bankguthaben	54	161	475	591	1080	1250	1460	1649	1830	2027
Kapitalflucht I	59	438	298	0	118	0	564	862	817	1020
Kapitalflucht II	59	438	298	0	118	0	564	862	817	1020
Philippinen										
Bankguthaben	64	174	474	580	633	1015	1329	1266	1519	1658
Kapitalflucht I	708	1224	530	1016	1381	1745	1721	1104	1148	1284
Kapitalflucht II	708	1224	2487	2675	4401	4665	4542	4336	4834	5328
Uruguay										
Bankguthaben	86	254	753	936	1178	1574	1791	2016	2302	2421
Kapitalflucht I	108	373	105	266	1531	1821	1966	1702	1493	1567
Kapitalflucht II	108	373	105	266	1531	1821	1966	1767	1644	1798
Venezuela										
Bankguthaben	4840	8489	14890	16661	10520	11345	12331	14511	13344	13481
Kapitalflucht I	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kapitalflucht II	66	516	4089	6707	11659	12381	13379	14278	15054	15920
Insgesamt										
Bankguthaben	8438	18030	41104	48859	45186	54913	57444	66375	68943	74928
Kapitalflucht I	1249	4357	7416	17072	25835	28018	29737	30981	30170	30064
Kapitalflucht II	1612	6092	20961	36614	54358	59895	67961	76487	76786	82451

(a) Jeweils Bestand am Jahresende; n.v. = nicht verfügbar.

Quelle: Ländertafeln in Sinn [in Vorbereitung].

wird damit, daß ein wichtiger Teil der Auslandsaktiva der Bürger hochverschuldeter Länder auf offiziell erfaßten Kapitalexporten beruht und nicht nur auf statistisch nicht erfaßten Kapitalströmen.

Die so errechneten Bestände stellen eine Bandbreite von Schätzungen über das Ausmaß der von privaten Haushalten und Unternehmen der hochverschuldeten Länder im Ausland gehaltenen Vermögenswerte dar. Der Bestand an Fluchtkapital aus den hochverschuldeten Ländern betrug demnach Ende 1987 zwischen ca. 30 Mrd. US-Dollar und ca. 82 Mrd. US-Dollar, wobei die Ergebnisse von zwei der drei Schätzungen am oberen Ende dieses Schätzbereichs lagen (Tabelle 6). Die Bestände sind in der Zeit von 1980 bis 1983 stark, danach schwächer gestiegen; nach einer der drei Schätzmethoden (Kapitalflucht I) ist der Bestand an Fluchtkapital ab 1985 sogar absolut gesunken.

Die geschätzten Bestände können zur Berechnung des Kapitalabflusses aus den hier betrachteten Ländern in verschiedenen Perioden verwendet werden. Im Zeitraum 1980-1983 ist zwischen 14 Mrd. US-Dollar (Bankguthaben) und 39 Mrd. US-Dollar (Kapitalflucht II) an Fluchtkapital aus diesen Ländern ins Ausland geflossen, im Zeitraum 1983-1987 zwischen 2 Mrd. US-Dollar (Kapitalflucht I) und 22,5 Mrd. US-Dollar (Kapitalflucht II).

IV. Verschuldungsprobleme in der Vergangenheit - Welche Parallelen gibt es?

Während es in den vorangegangenen beiden Kapiteln um das Konzept und die Interpretation der Auslandsvermögenspositionen ging, werden nun die Verschuldungsprobleme behandelt, die immer wieder angeführt werden, wenn im Zusammenhang mit Auslandsvermögenspositionen und Leistungsbilanzen wirtschaftspolitische Maßnahmen - meist kontrovers - diskutiert werden. Dazu ist zunächst zu analysieren, worin das Problem bei der Auslandsverschuldung bestehen kann. Bevor dann Lösungsmöglichkeiten für heutzutage hochverschuldete Länder diskutiert werden, werden historische Parallelen untersucht.

1. Zur Rolle des Staates und der internationalen Organisationen

Kredite werden vergeben, wenn erwartet wird, daß damit Investitionen finanziert werden, die später eine für den Schuldendienst ausreichende Rendite abwerfen. Kreditnehmer und -geber stellen Kalkulationen darüber an, wie stark die Einnahmen in der Zukunft die heutigen und die zukünftigen Ausgaben übersteigen müssen. Solche Kalkulationen sind naturgemäß mit Unsicherheit behaftet. Dies betrifft gleichermaßen die Einzelprojekte eines privaten Unternehmens wie auch die Projekte, die eine Regierung unternimmt. Schätzen die Marktteilnehmer die Risiken hoch ein, müssen für einen Kredit höhere Zinsen gezahlt werden. Das Scheitern eines Investitionsprojektes führt zu Verlusten beim Kreditgeber, ist aber ein ganz normaler Vorgang im marktwirtschaftlichen Prozeß und bietet keinen Anlaß für wirtschaftspolitische Maßnahmen.

Gegenwärtig entwickeln sich bei einigen hochverschuldeten Ländern die Einnahmen nicht entsprechend den Erwartungen. Dort sind die Schuldner nicht in der Lage oder nicht willens, auf einen größeren Teil des laufenden Einkommens zu verzichten, um ihn für den vereinbarten Schuldendienst aufzuwenden. Sie haben deshalb Zinszahlungen verringert oder eingestellt; ferner haben sie sich um Umschuldungen oder um einen Schuldenerlaß bemüht.

Staatliche Instanzen sind neben internationalen Organisationen bei dieser Problematik in mehrfacher Weise involviert. So haben Regierungen

vieler Entwicklungsländer selbst in hohem Maße im Ausland Kredite aufgenommen. Darüber hinaus haben sie, ebenso wie Regierungen in Gläubigerländern, durch Garantien für Kredite dazu beigetragen, daß die üblicherweise vom Markt verlangten Risikoprämien nicht gezahlt zu werden brauchten. Wesentliches Kennzeichen der Kreditvergabe durch den Internationalen Währungsfonds und die Weltbank ist, daß sie zu subventionierten Konditionen erfolgt. Die staatliche Politik hat auch auf anderem Wege zu den jetzigen Problemen beigetragen. Durch eine Politik, die zu hohen Haushaltsdefiziten und extrem hohen Inflationsraten führte, sowie durch Lohn- und Preiskontrollen, tarifäre und nicht-tarifäre protektionistische Maßnahmen und Wechselkursmanipulationen haben die wirtschaftspolitischen Instanzen die Wachstumschancen ihrer Länder beeinträchtigt und damit die Aussichten dafür verschlechtert, daß die Kredite in der Zukunft bedient werden (vgl. dazu Kapitel V).

Im Unterschied zu ähnlichen Situationen in der Vergangenheit wird heute über die Bedienung und die Umschuldung von Krediten nicht zwischen den direkt beteiligten Gläubigern und Schuldnern verhandelt, sondern es nehmen in viel stärkerem Maße auch Regierungen der Gläubigerländer und internationale Organisationen, wie der Internationale Währungsfonds, teil. Dieser war ursprünglich dazu geschaffen worden, bei kurzfristigen Zahlungsbilanzschwierigkeiten zu helfen. Seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems existiert diese Aufgabe nicht mehr [Schwartz, 1989]. Heute übernimmt der Internationale Währungsfonds mehr und mehr das mittelfristige Management, wenn die Auslandsverschuldung zu einem Problem geworden ist. Diese Tatsache verändert das Verhalten der Marktteilnehmer in mehrfacher Weise. So ist es im Zuge der verschiedenen Pläne zur Überwindung der Schuldenkrise - beim Baker-Plan wie beim Brady-Plan - dazu gekommen, daß Geschäftsbanken gedrängt oder gar gezwungen wurden (und auch noch werden), den Schuldnern neue Kredite einzuräumen; es kam zu einem "involuntary lending". Die Banken hätten solche Kredite normalerweise nicht vergeben, weil in vielen Fällen kaum Aussichten bestanden, daß Fehler der Wirtschaftspolitik, die die Auslandsverschuldung zum Problem werden ließen, behoben werden würden. Sie haben dem Arrangement dennoch zugestimmt, weil Regierungen erneut Garantien für Kredite gegeben hatten und die Banken zudem erwarteten, daß die bestehenden Schulden möglicherweise doch noch - wenigstens zum Teil - bedient werden wür-

den. Regierungen der Schuldnerländer wiederum hatten einen Anreiz, ihren Gläubigern mit Zahlungseinstellung zu drohen. Sie konnten hoffen, daß ihnen Schulden erlassen oder neue Kredite zu günstigeren - weil subventionierten - Konditionen gewährt werden würden.

Wesentliches Merkmal einer solchen Situation ist, daß Schuldner, Gläubiger und internationale Organisationen Vereinbarungen zu Lasten von Wirtschaftssubjekten treffen können, die nicht am Verhandlungstisch sitzen: Letztlich müssen nämlich die Steuerzahler in den Gläubigerländern für die Spanne zwischen den marktmäßigen und den subventionierten Krediten aufkommen [Feldstein, 1989] und damit für Verluste einstehen, zu denen die Kreditvergabe an manche Länder führt.

2. Zur Verschuldungskrise der dreißiger Jahre

Verschuldungskrisen sind kein neues Phänomen der Weltwirtschaft. Die Krisen der siebziger und der neunziger Jahre des vorigen Jahrhunderts und nicht zuletzt die Verschuldungskrise in den dreißiger Jahren dieses Jahrhunderts im Zuge der weltwirtschaftlichen Depression sind wichtige Beispiele. Der historische Vergleich zeigt, daß alle Verschuldungskrisen ein ähnliches Grundmuster aufweisen. [1]

Zunächst sorgt eine generell optimistische Einschätzung der wirtschaftlichen Entwicklung für eine rasche Zunahme der internationalen Kreditvergabe. Eine plötzliche Änderung dieser Einschätzung - Rezessionserwartungen oder Veränderungen der Terms of trade sind meist der Anlaß dafür - hat dann in der Regel eine abrupte Beendigung der internationalen Kreditvergabe zur Folge. Daraufhin können viele Schuldner den vereinbarten Schuldendienst nicht mehr leisten und erklären schließlich ihre Zahlungsunfähigkeit.

Die wirtschaftliche Lage vieler Länder im Vorfeld der Weltwirtschaftskrise weist Parallelen zur derzeitigen Situation vieler hochverschuldeter Entwicklungsländer auf. Damals wie heute fiel die Entstehung

---

[1] Vgl. für einen generellen Überblick Kindleberger [1978]; vgl. zur Baring-Krise des Jahres 1890 Bernholz [1984]; vgl. zu Staatsbankrotten im 19. Jahrhundert Manes [1919].

einer krisenhaften Situation mit einer weltweiten Rezession, einem starken Anstieg der Realzinsen, drastischen Terms-of-trade-Veränderungen und einem Wiederaufleben des Protektionismus in den Gläubigerländern zusammen. Parallelen bestehen aber nicht nur hinsichtlich der Entwicklung einiger makroökonomischer Indikatoren. Auch die verschiedenen Vorschläge zur Überwindung der derzeitigen Verschuldungskrise sind nicht neu. Globale Rezepte, wie etwa eine konzertierte Kreditvergabe der Gläubigerbanken, spezielle neue Kreditfazilitäten, eine Bedienung der Auslandsschulden in heimischer Währung, eine Koppelung des Schuldendienstes an die Exporterlöse oder gar ein genereller Schuldenerlaß, haben allesamt Vorläufer in den dreißiger Jahren.[1] Damals wurde allerdings keiner dieser globalen Ansätze umgesetzt. Die Verschuldungskrise der dreißiger Jahre wurde vielmehr durch einzelne bilaterale Verhandlungen überwunden.

Die vielfältigen Parallelen der damaligen Verschuldungskrise zur gegenwärtigen Situation legen es nahe, deren Ausmaß und deren Wirkungen näher zu beleuchten, um mögliche Konsequenzen für die heutige Wirtschaftspolitik aufzeigen zu können. Natürlich können aus einem historischen Vergleich keine einfachen Schlußfolgerungen für die Gegenwart gezogen werden, weil viele institutionelle Gegebenheiten, die für die gegenwärtigen internationalen Kreditbeziehungen von Bedeutung sind, heute ein ganz anderes Gewicht haben als damals. So spielen die supranationalen Organisationen Internationaler Währungsfonds und Weltbank sowie die Gläubiger- und Schuldnerregierungen bei Umschuldungsverhandlungen heute eine viel wichtigere Rolle. Ein anderer wichtiger Unterschied ist, daß die Kreditbeziehungen in den dreißiger Jahren im wesentlichen von der Anleihefinanzierung geprägt wurden, während heute die Kreditvergabe der Geschäftsbanken dominiert. Hinzu kommt, daß früher Zahlungsunfähigkeitserklärungen einzelner Schuldnerländer üblich waren, heute aber durch immer neue Umschuldungsabkommen bisher zumeist vermieden worden sind. Zu bedenken ist aber, daß eine Analyse der Verschuldungskrisen der Vergangenheit viel empirische Evidenz bietet, die für eine Bewertung der Erfolgsaussichten der heute diskutierten Vor-

[1] Vgl. zu den aktuellen Lösungsvorschlägen Fischer [1989] und zu ihren historischen Vorläufern Eichengreen [1988].

schläge zur Neuorganisation der internationalen Kreditbeziehungen herangezogen werden kann.[1]

a. Das Ausmaß der Verschuldung

Die Verschuldungskrise der dreißiger Jahre vollzog sich in drei Etappen. Im Verlauf des Jahres 1931 erklärten mit Ausnahme von Argentinien nahezu alle südamerikanischen Länder ihre Zahlungsunfähigkeit und stellten die Zins- und Tilgungszahlungen auf ihre Auslandsschulden ein. Von 1932 bis 1933 schlossen sich verschiedene süd- und osteuropäische Länder an. Schließlich erklärte im Jahr 1933 Deutschland, der größte Einzelschuldner, seine Zahlungsunfähigkeit.

Schaubild 14 zeigt die staatliche Auslandsverschuldung in vH der Exporte für die Gruppe der gegenwärtig hoch verschuldeten Entwicklungsländer (HICs) und für Ländergruppen, die in den dreißiger Jahren die Bedienung ihrer Auslandsschulden teilweise oder vollständig einstellten.[2] Die Werte für die dreißiger Jahre können dabei nur als grobe Vergleichsgrößen dienen; sie sollen lediglich eine Vorstellung vom Ausmaß der damaligen Verschuldungssituation vermitteln.[3] Das Schaubild ver-

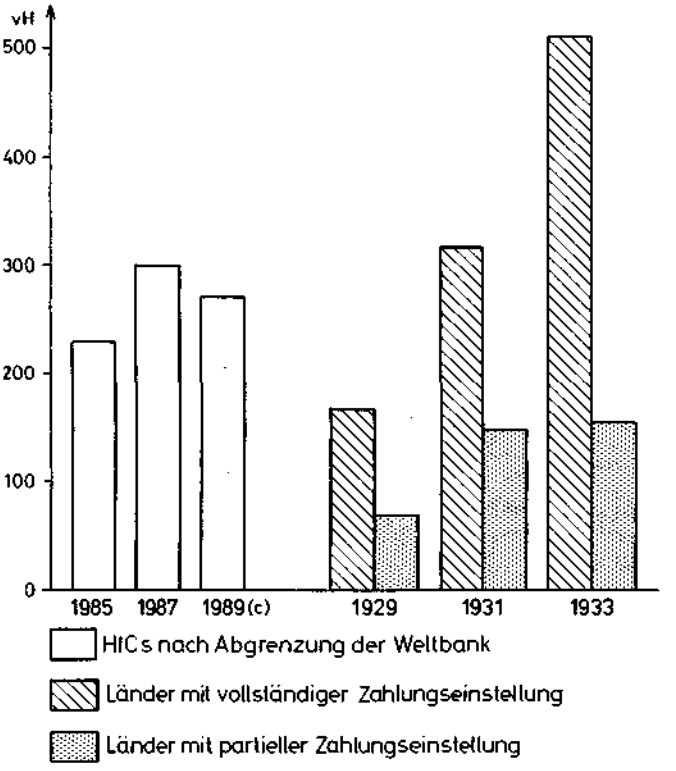
---

[1] Vgl. zu den im folgenden diskutierten Aspekten der Verschuldungskrise der dreißiger Jahre insbesondere Eichengreen und Portes [1987; 1989a] und Webb [1988].

[2] Zur Gruppe der 17 HICs gehören nach der Abgrenzung der Weltbank: Argentinien, Bolivien, Brasilien, Chile, Costa Rica, Ecuador, Elfenbeinküste, Jamaika, Jugoslawien, Kolumbien, Marokko, Mexiko, Nigeria, Peru, Philippinen, Uruguay und Venezuela. Nach Eichengreen und Portes [1989b] gehörten in den dreißiger Jahren zur Gruppe der 12 Länder, die ihre Zins- und Tilgunszahlungen vollständig einstellten: Brasilien, Bulgarien, Chile, Costa Rica, El Salvador, Deutschland, Griechenland, Guatemala, Kolumbien, Polen, Ungarn sowie Uruguay; und zur Gruppe der 16 Länder, die die Zahlungen partiell einstellten, gehörten: Argentinien, Australien, Belgien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, Neuseeland, Nicaragua, Norwegen, Österreich, Spanien, Tschechoslowakei sowie Venezuela.

[3] In den zur Berechnung der Werte herangezogenen Statistiken [League of Nations, lfd. Jgg.] fehlen für einzelne Länder Daten; ferner stimmen die Stichtage der Erfassung sowie die Definition der Auslandsschulden - insbesondere im Hinblick auf die Kriegsschulden und die Reparationen - nicht immer überein, und schließlich sind für manche Länder die Exporte und die Auslandsschulden in unterschiedlichen

Schaubild 14 - Staatliche Auslandsverschuldung (a) 1985-1989 und 1929-1933 (vH) (b)



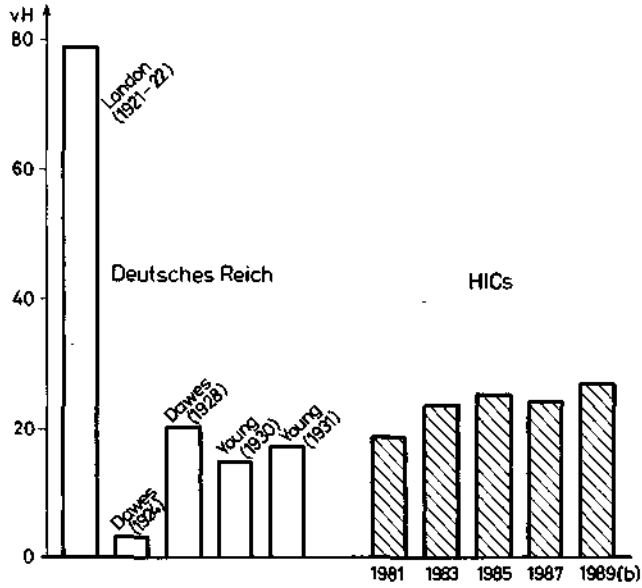
(a) In vH der Exporte; in der Regel einschließlich Kriegsschulden, ohne Reparationen. - (b) Ungewichtete Durchschnitte. - (c) Geschätzt.

Quelle: Eichengreen, Portes [1989b]; League of Nations [lfd. Jgg.]; World Bank [a]; eigene Berechnungen.

deutlicht, daß die Verschuldung der Problemschuldnerländer zu Beginn der dreißiger und gegen Ende der achtziger Jahre ähnlich hoch war. Dabei wiesen damals die Länder, die ihre Zahlungen vollkommen einstellten, eine mehr als doppelt so hohe Verschuldungsquote auf wie Länder mit partieller Zahlungseinstellung.

Währungseinheiten angegeben. Die hier dargestellten Ergebnisse weichen in der Summe nur geringfügig von denen in Eichengreen und Portes [1989b] ab; lediglich für das Jahr 1933 wird hier für die Gruppe der Länder mit vollständiger Zahlungseinstellung ein deutlich höheres Verhältnis von Auslandsschulden zu Exporten ausgewiesen.

Schaubild 15 - Schuldendienst Deutsches Reich und HICs (vH) (a)



(a) In vH der Exporte; Deutsches Reich: nach dem jeweiligen Abkommen vorgesehene Reparationszahlungen; HICs: Schuldendienst für langfristige staatliche und staatlich garantierte Auslandsschulden. - (b) Geschätzt.

Quelle: Webb [1988]; World Bank [a; c]; eigene Berechnungen.

Ein Indikator, der mehr über tatsächliche Aufbringungsprobleme einer Volkswirtschaft aussagt, ist das Verhältnis von Schuldendienst zu Exporten. Für die dreißiger Jahre stehen allerdings keine vergleichbaren Statistiken über den Schuldendienst für die Auslandsschulden zur Verfügung; es kann hier nur ein einziges Land, nämlich Deutschland, der Gruppe der HICs gegenübergestellt werden (Schaubild 15). Danach war, abgesehen vom Londoner Abkommen von 1921, der nach dem Dawes- und nach dem Young-Plan für die Weimarer Republik vorgesehene Schuldendienst niedriger als der durchschnittliche Schuldendienst, der heute für die HICs gilt. Einzelne Problemschuldner, wie etwa Argentinien oder Mexiko, müssen sogar eine deutlich höhere Belastung tragen [World Bank, b]: Im Jahr 1987 verwendeten diese beiden Länder 43,5 bzw. 30,1 vH ihrer Exporterlöse für Zins- und Tilgungszahlungen auf staatliche und staatlich garantierte Auslandskredite. Eine mit der Weimarer Republik vergleichbare Belastungsquote weisen dagegen heute zum Beispiel

Südkorea und Thailand mit etwa 20 bzw. 14 vH auf; beide Länder haben zwar eine hohe Auslandsverschuldung, verzeichnen aber gleichzeitig ein hohes Wachstum und haben keine Zahlungsprobleme. Das Niveau der Schuldendienstquote - in diesen Fällen etwa 20 vH - kann somit für sich genommen nicht erklären, weshalb es in der Weimarer Republik und in einigen der heutigen Problemschuldnerländer nicht gelungen ist, einen Schuldendienst aufrechtzuerhalten, ohne ständig in die Gefahr eines wirtschaftlichen Rückschlags zu geraten.

b. Ursachen und Konsequenzen der Verschuldungskrise

Wenn Schlußfolgerungen aus dem Vergleich mit den dreißiger Jahren gezogen werden sollen, müssen die Ursachen der damaligen und der heutigen Verschuldungskrise identifiziert werden. Es geht dabei nicht nur um die auslösenden Faktoren, sondern auch um Reaktionen, die die eigentliche Krise bewirkt haben mögen, wie die teilweise oder vollständige Zahlungseinstellung einzelner Länder und die damit verbundene Auswirkung auf die Renditen der Auslandsanleihen, sowie um die Frage des späteren Kapitalmarktzugangs für Länder, die ihre Auslandsschulden nur noch teilweise oder gar nicht mehr bedient haben.

Das Volumen der staatlichen und privaten Auslandsverschuldung hatte in den zwanziger Jahren stark zugenommen. Ein rasches Wachstum der Schuldnerländer war die Voraussetzung dafür, daß der vereinbarte Schuldendienst fristgemäß geleistet werden konnte, entweder über den Zufluß neuen Kapitals oder durch Exportüberschüsse. Doch kam es in den dreißiger Jahren zu einer Vielzahl von nicht vorhergesehenen weltwirtschaftlichen Störungen, die es vielen Ländern erschwerten, diese Voraussetzungen zu erfüllen.

Die Terms of trade der Länder, die Primärgüter exportierten, verschlechterten sich bereits in den zwanziger Jahren und wurden durch die Depression in den Jahren 1929 und 1930 in den USA, dem insbesondere für die südamerikanischen Exporteure wichtigsten Absatzmarkt, weiter gedrückt.[1] Verstärkt wurden diese Probleme durch eine weltweite

[1] Vgl. zur Abhängigkeit einzelner Länder von der Terms-of-trade-Entwicklung (commodity lottery) Diaz-Alejandro [1983]. Die Terms-of-

Deflation, die den Realwert der überwiegend in US-Dollar denominierten Auslandsschulden ansteigen ließ. Viele Länder mußten deshalb immer höhere Exporterlöse erwirtschaften, was aber aufgrund des weitgehenden Zusammenbruchs des amerikanischen Marktes so gut wie unmöglich war. Darüber hinaus nahmen die protektionistischen Maßnahmen in den Gläubigerländern zu. Vor diesem Hintergrund führte das abrupte Versiegen des Kapitalzuflusses gegen Ende der zwanziger Jahre dazu, daß einzelne Länder sich für zahlungsunfähig erklärten.

Eine andere Ursache für die Verschuldungskrise muß im Verhalten der Regierung der USA gesehen werden. Wichtige Bestandteile der internationalen Verschuldung waren die Schulden der europäischen Siegermächte aus dem Ersten Weltkrieg und die Reparationsverpflichtungen des Deutschen Reiches. Es war damals außerordentlich schwer, nur über bestimmte Formen der jeweiligen Auslandsschulden neu zu verhandeln, ohne gleichzeitig auch die Frage der Kriegsschulden und der Reparationen neu zu regeln, weil Gläubiger und Schuldner in sehr komplexer Beziehung zueinander standen. Die USA befanden sich als Nettogläubiger am Ende der Verschuldungskette. Großbritannien und Frankreich zum Beispiel hatten zum einen Kriegsschulden gegenüber den USA zu bedienen, besaßen zum anderen aber Reparationsforderungen gegenüber dem Deutschen Reich. Diese wiederum finanzierte Teile der Reparationsverpflichtungen mit Hilfe von Auslandsanleihen, die im Rahmen des Dawes- und des Young-Plans aufgelegt worden waren und von amerikanischen Gläubigern gehalten wurden. Deshalb beeinflußte das Verhalten der amerikanischen Regierung, gerade gegenüber Großbritannien und Frankreich in der Frage der Behandlung der Kriegsschulden, letztlich mehr oder minder auch alle anderen Umschuldungsverhandlungen. Die Regierungen der europäischen Siegermächte machten zum Beispiel eine Verringerung ihrer Reparationsforderungen gegenüber dem Deutschen Reich davon abhängig, daß im Gegenzug auch von den USA ein partieller Erlaß der Kriegsschulden gewährt wurde; denn es war für die europäischen Siegermächte politisch nicht durchsetzbar, Deutschland weniger an Reparationen zahlen zu lassen als sie selbst an Kriegsschulden zu tilgen hatten.

---

trade-Verschlechterungen waren nicht für alle Länder gleich: Weizenexporteure, wie etwa Argentinien und Australien, waren davon z. B. weniger stark betroffen als Kaffee- oder Zinnexporteure wie Brasilien und Bolivien.

Eine drohende Zahlungsunfähigkeitserklärung der Weimarer Republik konnte somit leicht eine internationale Finanzkrise auslösen. Den USA kam bei dieser Konstellation die Aufgabe zu, im Falle einer Zuspitzung der Krise die weltweite Nachfrage nach Liquidität zu befriedigen (lender of last resort). Jedoch waren die USA nicht bereit, diese Rolle zu übernehmen [vgl. Kindleberger, 1978], und zwar nicht zuletzt deshalb, weil die kontraktiven Effekte lange Zeit unterschätzt wurden, die eine gleichzeitige Zahlungseinstellung vieler Länder auf die Weltwirtschaft haben mußte. Vor allem das Beharren der amerikanischen Regierung auf einer vollständigen vereinbarungsgemäßen Bedienung der Kriegsschulden und ihre hartnäckige Weigerung, einen direkten Zusammenhang zwischen diesen Kriegsschulden und der Bedienung der Reparationsverpflichtungen des Deutschen Reichs anzuerkennen, verhinderte eine mögliche Entschärfung der Verschuldungskrise auf der Londoner Weltwirtschaftskonferenz im Jahr 1933 [vgl. Eichengreen, 1988].

Die Wahrscheinlichkeit, daß ein Land letztendlich seine Zahlungsunfähigkeit erklärte, hing von verschiedenen Faktoren ab, die insbesondere die wirtschaftspolitischen Reaktionen betreffen [vgl. Eichengreen, Portes, 1986]. Bei Ländern mit einem hohen Verschuldungsgrad und fehlender fiskalischer Disziplin war eine Zahlungseinstellung wahrscheinlicher als bei Ländern, die von Beginn an versuchten, ein hohes Budgetdefizit über eine Erhöhung der Steuern bzw. über Ausgabenkürzungen zu vermindern. Darüber hinaus reduzierten aber offensichtlich auch enge politische Beziehungen zwischen Gläubigern und Schuldnern - wie etwa zwischen Großbritannien und den Mitgliedern des Commonwealth - das Ausmaß einer Zahlungsunfähigkeitserklärung und auch ihre Wahrscheinlichkeit.

Als Folge der Zahlungseinstellungen vieler Schuldner seit Beginn der dreißiger Jahre nahm die Bereitschaft, Anleihen zu zeichnen, ab. Die internationale Anleihefinanzierung blieb deshalb in den folgenden 30 Jahren praktisch ohne größere Bedeutung. Die meisten europäischen und amerikanischen Investoren zogen aus der Weltwirtschaftskrise offensichtlich die Schlußfolgerung, daß ausländische Direktinvestitionen einem Engagement in ausländischen Anleihen vorzuziehen seien. Dies wirft die Frage auf, ob in den zwanziger Jahren an den internationalen Anleihemärkten das Risiko einer Kreditvergabe systematisch unterschätzt worden war: Waren die ex post realisierten Renditen hoch genug, um die Risiken

der internationalen Kreditvergabe zu kompensieren, oder anders gewendet, war der Anleihemarkt in den zwanziger Jahren in der Lage, die Risikoprämien richtig zu bemessen?

Verschiedene Berechnungen zeigen, daß die durchschnittlich realisierten nominalen Ex-post-Renditen der im Zeitraum 1920-1929 emittierten auf US-Dollar lautenden Anleihen bei etwa 4 vH und der auf Pfund-Sterling lautenden bei etwa 5 vH lagen [vgl. Eichengreen, Portes 1988b; 1989a]. Die ex post berechneten Renditen auf Auslandsanleihen verdeutlichen, daß Gläubiger mit einem international breit gestreuten Portfolio, die bereit waren, ihre Wertpapiere bis zu einer abschließenden Regelung des Schuldendienstes zu halten, durch Zahlungseinstellungen einzelner Länder keineswegs Verluste erleiden mußten. Im Durchschnitt erzielten amerikanische Besitzer von Auslandsanleihen eine nur etwas geringere Rendite, als wenn sie im gleichen Zeitraum amerikanische Staatspapiere gehalten hätten; die britischen Besitzer von Auslandsanleihen erzielten sogar im Vergleich zu einem damaligen Engagement in britischen Staatspapieren eine etwas höhere Rendite. Im Durchschnitt waren also die ex ante verteilten Risikoprämien nahezu ausreichend, um die Gläubiger von amerikanischen Anleihen für die Risiken der Auslandsverschuldung zu kompensieren, während sie für die Gläubiger von britischen Anleihen sogar mehr als ausreichten.

Die Risikoprämien der in den zwanziger Jahren zirkulierenden Anleihen wurden in der Regel ganz ähnlich wie in den siebziger Jahren, als die internationale Kreditvergabe vorwiegend über nicht handelbare Bankenkredite abgewickelt wurde, von der Zahlungsfähigkeit des Schuldners in der Vergangenheit, von der im Schuldnerland herrschenden politischen Situation sowie von seiner aktuellen Wirtschaftspolitik bestimmt. Aus der Rückschau erscheint nur die geringe Risikoprämie für Deutschland als anomal. Sie war im Durchschnitt nicht nur geringer als für südamerikanische oder osteuropäische Anleihen, die die höchsten Risikoprämien tragen mußten, sondern auch niedriger als für US-amerikanische und für japanische. Der Umstand, daß es heute, wo Bankenkredite dominieren, im Gegensatz zu damals, als die Anleihefinanzierung überwog, noch nicht zu Zahlungseinstellungen auf breiter Front gekommen ist, kann nicht als ein Indiz für die verbesserte Leistungsfähigkeit der heutigen Kapitalmärkte und für Vorzüge der Bankenkredite angesehen werden. Die Risiken der internationalen Kreditvergabe können offenbar, ge-

messen an den ex post realisierten Renditen, über den Anleihemarkt ebenso angemessen berücksichtigt werden wie über Bankenkredite. Es ist auch nicht zu erkennen, daß die Geschäftsbanken in den siebziger Jahren, zum Beispiel aufgrund einer überlegenen Informationsverarbeitung, Länderrisiken zutreffender einschätzen konnten als der Anleihemarkt in den zwanziger Jahren. Allerdings bleibt festzuhalten, daß auf dem internationalen Anleihemarkt nicht in jedem Einzelfall die für schlechte und gute Schuldner jeweils angemessene Risikoprämie gefunden werden konnte.

Für einen Vergleich der Verschuldungskrise der dreißiger Jahre mit der heutigen Situation ist auch von Bedeutung, ob Länder, die die Bedienung ihrer Auslandsschulden ganz oder teilweise einstellten, daraufhin vom internationalen Kapitalmarkt ausgeschlossen wurden bzw. für einen erneuten Zugang wesentlich ungünstigere Konditionen in Kauf nehmen mußten. Abgesehen von sonst drohenden politischen und wirtschaftlichen Sanktionen besteht für die säumigen Auslandsschuldner nur dann ein Anreiz, ihren Schuldendienst vereinbarungsgemäß zu leisten, wenn ihre Gläubiger im Falle von Zahlungseinstellungen dafür sorgen können, daß sie künftig kein Auslandskapital mehr bekommen. Die Anleihefinanzierung spielte praktisch bis zum Ende der sechziger Jahre bei den Kapitalzuflüssen keine nennenswerte Rolle mehr, so daß für diese Zeit keine Aussage über eine Diskriminierung möglich ist. Auch für die Zeit danach gibt es keine Evidenz dafür, daß Länder, die damals die Bedienung ihrer Auslandsschulden einstellten, den Zufluß von ausländischem Kapital nach dem Zweiten Weltkrieg mit höheren Risikoprämien bezahlen mußten als Länder, die die Bedienung ihrer Auslandsschulden vereinbarungsgemäß geleistet hatten [vgl. Eichengreen, 1989; Jorgensen, Sachs, 1988].

Zu bedenken ist dabei, daß Zins- und Tilgungszahlungen auf Auslandsschulden in vielen Fällen nicht endgültig eingestellt, sondern nur sporadisch unterbrochen und nach immer neuen Umschuldungsrunden, die häufig sehr lange Zeiträume umfaßten, geregelt wurden. Dabei ergab sich für viele Schuldner am Ende meistens eine deutlich niedrigere Belastung, als ursprünglich vereinbart worden war. Die letztlich realisierten durchschnittlichen Renditen der Auslandsanleihen erreichten aber trotz eines solchen selektiven Schuldenerlasses, wie die genannten empirischen Untersuchungen belegen, immer noch ein mit alternativen Anlagen vergleichbares Niveau. Dies mag ein Grund dafür sein, daß Länder,

deren Zahlungseinstellung zu erfolgreichen Neuverhandlungen mit einer abschließenden Übereinkunft führte, in späteren Perioden am internationalen Kapitalmarkt keine höheren Risikoprämien zu zahlen hatten als andere. Individuell unterschiedliche, auf die jeweilige wirtschaftliche Situation des Schuldnerlandes zugeschnittene Umschuldungsvereinbarungen haben sich in den dreißiger Jahren offensichtlich als ein brauchbares Instrument erwiesen, um Wege aus der damaligen Verschuldungskrise zu finden. Das bedeutet natürlich nicht, daß Zahlungseinstellungen keinen Einfluß auf die Kosten des Zugangs zum internationalen Kapitalmarkt gehabt haben. Allerdings scheint zumindest ein Teil dieser Kosten nicht selektiv denjenigen Ländern auferlegt worden zu sein, die die Bedienung ihrer Auslandsschulden einstellten, sondern generell allen kapitalnachfragenden Ländern.

c. Zur Bedeutung von Umschuldungsverhandlungen

Umschuldungsverhandlungen beginnen in der Regel erst dann, wenn ein Land im Verlauf einer wirtschaftlichen Krise in einen Zahlungsrückstand größeren Ausmaßes gerät, und sie beinhalten meistens den erneuten Zufluß ausländischen Kapitals. Während die Gläubiger häufig in einer abwartenden Position verharren, solange der Schuldendienst, zumindest in gewissem Umfang, noch aufrechterhalten wird, besteht für die Regierungen der Schuldnerländer wenig Anreiz, ihre Wirtschaftspolitik zu ändern. Sie nehmen häufig sogar eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage hin, um Umschuldungsverhandlungen herbeizuführen, die dann, wie die historische Erfahrung zeigt, meistens zu einer Reduzierung des Gegenwartswertes der Auslandsverschuldung führen.

Frühzeitige Übereinkünfte zwischen Gläubigern und Schuldnern, etwa partielle Forderungsverzichte und Überbrückungskredite im Gegenzug für eine stabilitätskonforme, wachstumsorientierte Wirtschaftspolitik in den Schuldnerländern, könnten somit helfen, Wachstumsverluste zu vermeiden. Dies scheint um so mehr eine realistische Möglichkeit zu sein, als der Weg eines Landes in eine Verschuldungskrise und aus ihr heraus in den dreißiger Jahren offenbar einem ganz typischen Muster folgte.

In der Regel beginnt der Weg in die Zahlungsunfähigkeit, wenn die Steuereinnahmen des Schuldnerlands, aus welchen Gründen auch immer,

nicht mehr ausreichen oder als ausreichend angesehen werden, um den internationalen Zahlungsverpflichtungen vollständig nachzukommen: Das Land gerät in einen Zahlungsrückstand. Wenn die Regierung in einer solchen Situation aus politischen Gründen die reale Absorption nicht zurückführt und stattdessen das entstandene Budgetdefizit kontinuierlich über die Notenpresse finanziert, dann ist eine Inflation die unausweichliche Folge eines solchen Verhaltens, ohne daß sich am Zahlungsrückstand etwas änderte. Im Extremfall kann eine solche Inflation, wie in mehreren europäischen Ländern in den zwanziger Jahren und in einigen südamerikanischen Ländern heutzutage, das Ausmaß einer Hyperinflation erreichen. Dadurch kann die wirtschaftliche Aktivität letztlich so stark beeinträchtigt werden (vgl. dazu auch Abschnitt V.1), daß es zum wirtschaftlichen Zusammenbruch kommt und die Unfähigkeit des Schuldnerlands, seinen internationalen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, für jedermann offensichtlich wird.

Die Gläubiger erklären sich deshalb schließlich bereit, Zahlungsaufschub oder einen partiellen Schuldenerlaß zu gewähren, wenn das Schuldnerland sich verpflichtet, seine Wirtschaftspolitik so zu reformieren, daß mehr Preisniveaustabilität erreicht und ein stärkeres Exportwachstum ermöglicht wird. Externe Kapitalgeber sind dann häufig bereit, gegen das Versprechen von Wirtschaftsreformen zusätzliche Kredite zu gewähren, weil sie hoffen, auf diese Weise zumindest einen Teil ihrer alten Kredite zu retten. Während heute IWF-Programme und die Umschuldungsrunden der Geschäftsbanken die Kanäle sind, über die den Schuldnerländern neues Kapital zufließt, waren der Dawes- und der Young-Plan Beispiele für eine solche Vorgehensweise bei der Abwicklung der deutschen Reparationszahlungen in den zwanziger Jahren.

Nach dem Ersten Weltkrieg konnten sich die alliierten Siegermächte zunächst nicht darauf verständigen, in welcher Form und in welcher Höhe Deutschland Reparationen zahlen sollte. Im Londoner Abkommen von 1921 einigten sie sich schließlich darauf, daß die Reparationen so wie die heutigen Auslandsschulden der Entwicklungsländer in Form einer internationalen Zahlungsverpflichtung zu leisten seien. Diese Zahlungsverpflichtung war in Gold definiert, was bis zum Jahr 1933 einer Definition in US-Dollar entsprach. Daraus ergaben sich zwei schwerwiegende Konsequenzen. Erstens erhöhte der in US-Dollar gerechnete Preisverfall bei den Exportgütern in den zwanziger und dreißiger Jahren den Realwert

der deutschen Reparationsschulden, weil bei sinkenden Dollar-Preisen mehr Güter exportiert werden mußten, um einen gleich hohen nominalen Dollar-Erlös zu erzielen. Zweitens war mit der Definition der deutschen Reparationen in US-Dollar die Möglichkeit verbaut, ihren Umfang direkt über eine heimische Inflation zu reduzieren. Allerdings hat die Regierung der Weimarer Republik über die Hyperinflation Anfang der zwanziger Jahre, wenn vermutlich auch nicht ausdrücklich mit dieser Zielsetzung, einen wirtschaftlichen Zusammenbruch bewirkt, der letztlich im Zuge von Neuverhandlungen zu einer Verringerung der Reparationslasten führte (zur deutschen Hyperinflation vgl. Holtfrerich [1980]).

Als in der Weimarer Republik im Jahr 1923 die Hyperinflation den Höhepunkt erreicht hatte, wurde der Dawes-Plan initiiert. Dieser Plan war von vornherein nur als eine Zwischenlösung konzipiert, um nach dem Ende der Hyperinflation überhaupt eine Wiederaufnahme der Reparationszahlungen in Gang zu bringen. Vereinbart wurden unter anderem eine schuldendienstfreie Periode und ein erheblicher prozentualer Abschlag gegenüber den im Londoner Abkommen festgelegten Reparationsverpflichtungen. Um die graduelle Wiederaufnahme des Schuldendienstes zu erleichtern, wurde der Weimarer Republik darüber hinaus eine Art Überbrückungskredit in Form einer von den USA garantierten, privat finanzierten Auslandsanleihe gewährt, die in New York emittiert wurde. Nicht zuletzt aufgrund des Dollar-Preisverfalls bei den Exportgütern und den daraus resultierenden Zahlungsschwierigkeiten sah der Young-Plan von 1929 schließlich neben einer weiteren Verringerung der deutschen Reparationsleistungen die Vergabe eines zusätzlichen langfristigen internationalen Kredits vor. Der Young-Plan erwies sich allerdings als recht kurzlebig, weil im Jahr 1931 mit der Verkündung des Hoover-Moratoriums alle zwischenstaatlichen Kreditbeziehungen zunächst für ein Jahr ausgesetzt wurden und Deutschland im Jahr 1933 die vollständige Einstellung seiner Reparationszahlungen erklärte.

Daß sich heute, sieben Jahre nach Ausbruch der Verschuldungskrise der achtziger Jahre, noch keine endgültige Lösung abzeichnet, braucht nach den Erfahrungen der dreißiger Jahre nicht besonders zu überraschen. Auch damals zogen sich Umschuldungsverhandlungen oftmals über sehr lange Zeiträume hin. Die Zahlungsverpflichtungen Boliviens, das als erstes Land im Jahr 1931 seine Zahlungsunfähigkeit

erklärt hatte, wurden beispielsweise erst im Jahr 1955 endgültig geregelt.

d. Die Praxis der Schuldenrückkäufe

Die Verschuldungskrise der dreißiger Jahre wurde letztlich mit zum Teil ganz unterschiedlichen Übereinkünften zwischen Gläubigern und Schuldnern überwunden. Dabei erwiesen sich zum Beispiel Rückkäufe (buy-backs) von Teilen der Auslandsschulden über den Sekundärmarkt als ein erfolgreiches Instrument, um einen Schuldenüberhang zu beseitigen und damit einen erneuten Kapitalmarktzugang für das Schuldnerland zu ermöglichen.

Wenn die Auslandsschulden am Sekundärmarkt mit deutlichen Abschlägen notieren, erwartet der Markt nicht mehr, daß sie vollständig bedient werden. Denkbar ist in einem solchen Fall, daß sich sowohl die Gläubiger als auch die Schuldner bei einem Rückkauf eines Teils der Auslandsschulden besserstellen. So könnte eine Verringerung der Auslandsschulden gleichzeitig das Wachstum wieder anregen und damit zu einem erhöhten Zins- und Tilgungsaufkommen führen. Zur Stützung dieser These wird häufig angeführt, daß das schwache Wachstum in vielen Problemschuldnerländern seit Beginn der derzeitigen Verschuldungskrise im wesentlichen auf den starken Rückgang der Investitionen zurückzuführen sei, was wiederum Folge der zu hohen Auslandsverschuldung sei: Für Investitionen bliebe wegen der hohen Belastung für Tilgung und Zinsen nichts übrig.

Gegen die Effizienz der Schuldenrückkäufe wird von einigen Autoren vorgebracht, daß ein Schuldnerland sich nicht in jedem Fall besserstellen würde, weil der Marktpreis der verbleibenden Auslandsschulden in einem solchen Fall aufgrund der erhöhten Nachfrage steigen und sich damit die Wahrscheinlichkeit einer vollständigen Bedienung der Restschulden aufgrund der unveränderten potentiellen Zahlungsfähigkeit des Schuldnerlands erhöhen würde [vgl. Bulow, Rogoff, 1988]. Das Schuldnerland hätte somit bei einem Schuldenrückkauf Devisen verloren, ohne den Marktwert seiner ausstehenden Auslandsschulden in gleichem Umfang verringert zu haben. Der Schuldenüberhang bliebe damit bestehen.

Die jüngsten Erfahrungen Boliviens mit einem Schuldenrückkauf sind ein in dieser Hinsicht extremes Beispiel. Zu Beginn des Jahres 1987 trat Bolivien in Verhandlungen mit seinen Gläubigern ein und erwarb im März 1988 von den gesamten Auslandsschulden in Höhe von 670 Mill. US-Dollar fast die Hälfte (308 Mill. US-Dollar) zurück, und zwar zum Preis von 34 Mill. US-Dollar. Die Mittel dazu kamen von einer anonymen Gruppe reicher Länder, die auf diese Weise Bolivien helfen wollten, seine Wirtschaftskrise zu überwinden. Im September 1986, also bevor ein Rückkauf überhaupt zur Debatte stand, notierten die bolivianischen Auslandsschulden am Sekundärmarkt mit 6 Cent pro Dollar. Zu diesem Kurs gerechnet waren die nominal 670 Mill. US-Dollar Gesamtschulden also nur noch 40,2 Mill. US-Dollar wert. Während die Notierung aller anderen Schuldnerländer am Sekundärmarkt zwischen September 1986 und April 1988 sank, stieg nach dem Rückkauf der Kurs der bolivianischen Auslandsschulden auf 11 Cent pro Dollar. Der Wert der verbleibenden Auslandsschuld Boliviens in Höhe von nominal 362 Mill. US-Dollar blieb somit mit 39,8 Mill. US-Dollar praktisch unverändert. Eine alternative Verwendung der 34 Mill. US-Dollar, zum Beispiel für produktive Investitionen im Inland, hätte Bolivien deshalb vermutlich mehr geholfen, seine wirtschaftliche Situation zu verbessern, als ein Schuldenrückkauf, der offenbar im wesentlichen den Gläubigerbanken zugute gekommen ist.

Aber auch aus der Sicht der Gläubiger gibt es ein Argument gegen den Schuldenrückkauf. Ein Schuldner könnte nämlich durch eine bewußte Inkaufnahme einer weiteren Verschlechterung seiner internationalen Zahlungsfähigkeit selbst für einen niedrigeren Ankaufkurs seiner Auslandsschulden sorgen. Das Zugeständnis von Schuldenrückkäufen könnte die Schuldner somit zu einem aus Sicht der Gläubiger kontraproduktiven Verhalten anreizen. Die Erfahrungen der dreißiger Jahre sprechen allerdings eher für einen positiven Beitrag von Schuldenrückkäufen bei der schrittweisen Bereinigung von Verschuldungskrisen.

Zum einen wurde diese Möglichkeit von vielen Schuldnerländern intensiv genutzt. Das Foreign Bondholders Protective Committee (FBPC) schätzte im Jahr 1939, daß insgesamt etwa ein Dutzend zahlungsunfähige Länder zwischen 15 und 50 vH ihrer Auslandsschulden repatriiert hatten. Nach neueren Schätzungen kaufte damals zum Beispiel Bolivien 5 vH seiner ausstehenden Auslandsschulden zu einem Preis von 16 vH des Nennwerts zurück; Chile erwarb 18 vH seiner Auslandsschulden für

59 vH des Nennwerts, Kolumbien 22 vH für 22 vH und Peru 31 vH für 21 vH [vgl. Jorgensen, Sachs, 1988]. Die Vielzahl der Fälle deutet darauf hin, daß die Schuldnerländer sich von Rückkäufen ihrer Auslandsschulden offenkundig einen Vorteil versprochen haben.

Zum anderen gibt es keine eindeutige empirische Evidenz dafür, daß Schuldenrückkäufe größeren Umfangs damals einen systematischen Einfluß auf die Preistrends der Auslandsschulden gehabt hätten [vgl. Eichengreen, Portes, 1988a]. Ebenso gibt es keine Belege dafür, daß Schuldner über eine destabilisierende Wirtschaftspolitik versucht hätten, vor einem Rückkauf den Kurs ihrer Auslandsschulden zu drücken. Die Gläubiger haben ihrerseits in der Regel Schuldenrückkäufen zu deutlich unter pari liegenden Kursen zugestimmt, wenn die Schuldner sich zu einer Wiederaufnahme des Schuldendienstes verpflichteten. Insgesamt betrachtet scheint somit die Marktlösung, Auslandsschulden handelbar zu machen, ein gangbarer Weg zu sein, um zumindest den derzeit äußerst geringen Kapitalzufluß in viele Entwicklungsländer wieder in Gang zu bringen, auch wenn die bei einer solchen Vorgehensweise möglicherweise entstehenden Renten nicht den Schuldnerländern, sondern den Gläubigerbanken zufließen.

V. Zu den Ursachen der Verschuldungskrise der achtziger Jahre und Ansätze zu ihrer Überwindung

Zu den Ursachen der Verschuldungsprobleme der Entwicklungsländer gehören sowohl Fehler in der internen Wirtschaftspolitik als auch externe Störungen. Seit Ausbruch der Krise im Jahr 1982 haben sich die externen Einflüsse im großen und ganzen günstig entwickelt. So hat es einen Aufschwung in den Industrieländern gegeben, der nun bereits sieben Jahre dauert; dies war von vielen Beobachtern stets als eine Voraussetzung dafür angesehen worden, daß sich die Verschuldungskrise entspannt.[1] Die Zinsen sind - auch real gerechnet - gesunken, so daß die Länder beim Schuldendienst von dieser Seite her entlastet wurden. Günstig für diejenigen Entwicklungsländer, die Erdöl importieren, wirkt auch, daß die Ölpreise deutlich zurückgegangen sind und derzeit real gerechnet nur etwa halb so hoch sind wie noch zu Beginn der achtziger Jahre. Wichtiger Nachteil für einige rohstoffexportierende Länder ist indes, daß die Rohstoffpreise lange Zeit rückläufig waren; verstärkt wurde die Abnahme bei den Exporterlösen zeitweise noch dadurch, daß der US-Dollar an Wert verlor. Erst 1987 stiegen die Rohstoffpreise wieder an.

Je länger sich die Weltwirtschaft insgesamt günstig entwickelt, desto mehr deutet ein Fortbestehen der Verschuldungsprobleme auf Fehlentwicklungen bei der Wirtschaftspolitik der Länder selbst hin. In den meisten hochverschuldeten Ländern hat es in den vergangenen Jahren eine erhebliche Verlangsamung des Wachstumstempos gegeben; in der Mehrzahl der Länder ist das Pro-Kopf-Einkommen sogar absolut niedriger als vor zehn Jahren. Das ist vermutlich der wichtigste Aspekt des internationalen Verschuldungsproblems; Länder, die eigentlich ein großes Wachstumspotential haben, holen im internationalen Entwicklungsprozeß - wie normalerweise zu erwarten - nicht auf, sondern fallen sogar weiter zurück. So war das Wachstum in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre kaum höher als in den reichen Industrieländern; zu Beginn der achtziger Jahre schrumpfte das reale Sozialprodukt deutlich und hat erst nach 1983

---

[1] Vgl. z.B. Cline [1984] sowie die Veröffentlichungen der Weltbank und des Internationalen Währungsfonds. In der Regel wurde ein Wachstum des realen Bruttosozialprodukts von etwa 3 vH als ausreichend angesehen.

wieder etwas zugenommen. Der Rückgang in der Wachstumsrate war eng korreliert mit einem Rückgang der Investitionstätigkeit. In einer Reihe von Ländern war die Investitionsquote beispielsweise 1988 um mehr als zehn Prozentpunkte niedriger als zu Beginn der achtziger Jahre. Die Schwäche der Investitionstätigkeit ist ein Symptom für die wirtschaftlichen Schwierigkeiten der hochverschuldeten Länder.

Das Wachstum ist oftmals gedämpft worden durch eine Inflationspolitik, die zu Verzerrungen der relativen Preise führte. Eine solche Politik entmutigt die Sparer, wenn es - wie es für die hochverschuldeten Länder im großen und ganzen zutrifft - keine vollkommene Indexierung bei den Verträgen gibt, die Inflation sich aber häufig unerwartet ändert. Auf diese Weise entsteht ein Mangel an Kapital für investive Zwecke. Andere Eingriffe auf mikroökonomischer Ebene - wie Preiskontrollen für Güter und Dienstleistungen, Lohnkontrollen, Subventionen, protektionistische Maßnahmen und Wechselkursmanipulationen - dürften zu einer Fehlallokation der Ressourcen geführt haben, weil sie stets die Signalfunktion der relativen Preise schwächen und den Strukturwandel behindern.

1. Zu den Wirkungen der Inflation auf das Wirtschaftswachstum

Die Inflation dämpft das Wachstum, weil sie zu einer Verschwendung von Ressourcen führt. So sind Veränderungen relativer Preise für Investoren und Konsumenten schwerer auszumachen. Diese müssen erhebliche Mittel aufwenden, um erstens den Inflationstrend abzuschätzen und um sich zweitens vor der Inflation zu schützen. Insbesondere in den hochverschuldeten Entwicklungsländern gibt es keine völlige Indexierung, die erforderlich wäre, um Verteilungswirkungen und andere Effekte der Inflation zu mildern. Sparer werden höhere Zinsen verlangen, um sich gegen die Entwertung ihres Vermögens abzusichern, und häufig werden zusätzlich Prämien für das Risiko einer Inflationsbeschleunigung gefordert. Die hohen Zinsbelastungen auf Staatsschuldtitel veranlassen Regierungen oft zu einer Begrenzung der Zinsen, was das Angebot an Sparkapital und mithin das Investieren beeinträchtigt.

Die hohe Inflation und die staatlichen Eingriffe bewirken, daß das Risiko, Kapital langfristig zu binden, für die Anleger zu groß wird. Eine Entwertung der Ersparnisse, zu der es kommt, wenn die Sparer sich

beispielsweise infolge von Höchstzinsen nicht gegen die Inflation schützen können, veranlaßt sie dazu, das Kapital - sofern es möglich ist - im Ausland anzulegen, das mehr Preisstabilität oder einen größeren Schutz gegen Inflation bietet. So ist nicht überraschend, daß Problemschuldner mit hohen Inflationsraten - nämlich Mexiko, Brasilien und Argentinien - hinsichtlich des Umfangs der Kapitalflucht[1] mit an der Spitze unter den Entwicklungsländern liegen (vgl. Abschnitt III. 4. b) und daß die Investitionstätigkeit in diesen Ländern besonders stark zurückgegangen ist.

Die siebziger Jahre brachten weltweit einen großen Schub bei den Inflationsraten. In den Industrieländern wurde er ausgelöst durch die Inflationspolitik der USA, der sich die anderen Länder zunächst, im System der festen Wechselkurse, nicht entziehen konnten. Später, als die Wechselkurse flexibel waren, gab es zwar noch eine weitgehende Parallelität in der Richtung der Inflationsentwicklung. Das Wechselkurssystem erlaubte es den stärker stabilitätsorientierten Ländern aber, sich vom internationalen Preisauftrieb abzukoppeln. Die Divergenzen zwischen den Inflationsraten vergrößerten sich erheblich [vgl. Scheide, 1988]. Die Nachteile einer Inflationspolitik wurden nach und nach sichtbar. Verschiedene empirische Untersuchungen zeigen, daß das Wachstum in den Industrieländern durch die monetäre Instabilität erheblich behindert wurde [vgl. Heitger, 1985; Kormendi, Meguire, 1985].

Ergeben sich solche Beeinträchtigungen schon bei vergleichsweise niedrigen Inflationsraten - in den Industrieländern gingen sie nur in wenigen Fällen und auch nur vorübergehend über 20 vH hinaus -, sind die schädlichen Wirkungen vermutlich erheblich größer, wenn die Kaufkraft des Geldes sich so rasch vermindert wie in vielen Entwicklungsländern.

---

[1] Die Kapitalflucht kann auch als eine Art von Währungssubstitution verstanden werden. Aus Erfahrungen mit der Substitution zwischen Währungen verschiedener Industrieländer, die durch Änderungen der Wirtschaftspolitik oder speziell der Geldpolitik in Gang gesetzt werden kann [vgl. Scheide, 1987], läßt sich ableiten, daß eine Inflationspolitik zu einer erheblichen realen Abwertung der heimischen Währung führen kann; dies ist letztlich auch das Spiegelbild der Flucht des Kapitals in eine andere Währung. Wird die Abwertung durch die staatlichen Instanzen verhindert, äußert sich die Substitution in der Kapitalflucht, die letztlich nur eine normale Reaktion der Investoren ist.

In den hochverschuldeten 15 Baker-Ländern[1] war die Inflationsentwicklung dramatisch, weil die Geldpolitik im Trend sehr expansiv war.[2] Dies wird belegt, wenn man für einen längeren Zeitraum die Veränderung der Geldmenge je Produkteinheit - also die Geldmengenexpansion, die über den Anstieg des Produktionspotentials hinausgeht - mit dem Preisanstieg vergleicht (Schaubild 16). In den Baker-Ländern war die Inflation teilweise deutlich höher als in den Industrieländern.[3] Rund die Hälfte der Länder wies auch eine höhere Inflationsrate auf als die Entwicklungsländer insgesamt, darunter im Zeitraum 1975-1985 die drei größten Schuldner unter den Entwicklungsländern, nämlich Argentinien, Brasilien und Mexiko. In einigen Ländern, so in Brasilien, Peru, Jugoslawien, Venezuela und Ecuador, hat sich die Geldentwertung in jüngster Zeit nochmals verstärkt.

Die Ursachen für die Inflation liegen also weitgehend bei der internen Wirtschaftspolitik, insbesondere bei der Geldpolitik. Es gab im Verlauf der achtziger Jahre keine weltweiten Schocks - ähnlich wie die Ölpreiserhöhungen in den siebziger Jahren -, die den Preisauftrieb über längere Zeit hätten verstärken können. Im Gegenteil, die Inflationstendenzen waren in den Industrieländern bis zur Mitte der achtziger Jahre nach unten gerichtet.

Wenn somit die Geldpolitik für die Inflation verantwortlich ist, muß untersucht werden, warum die Notenbanken oder Regierungen eine so rasche Geldmengenausweitung betrieben. Vielfach wird die Tendenz zu

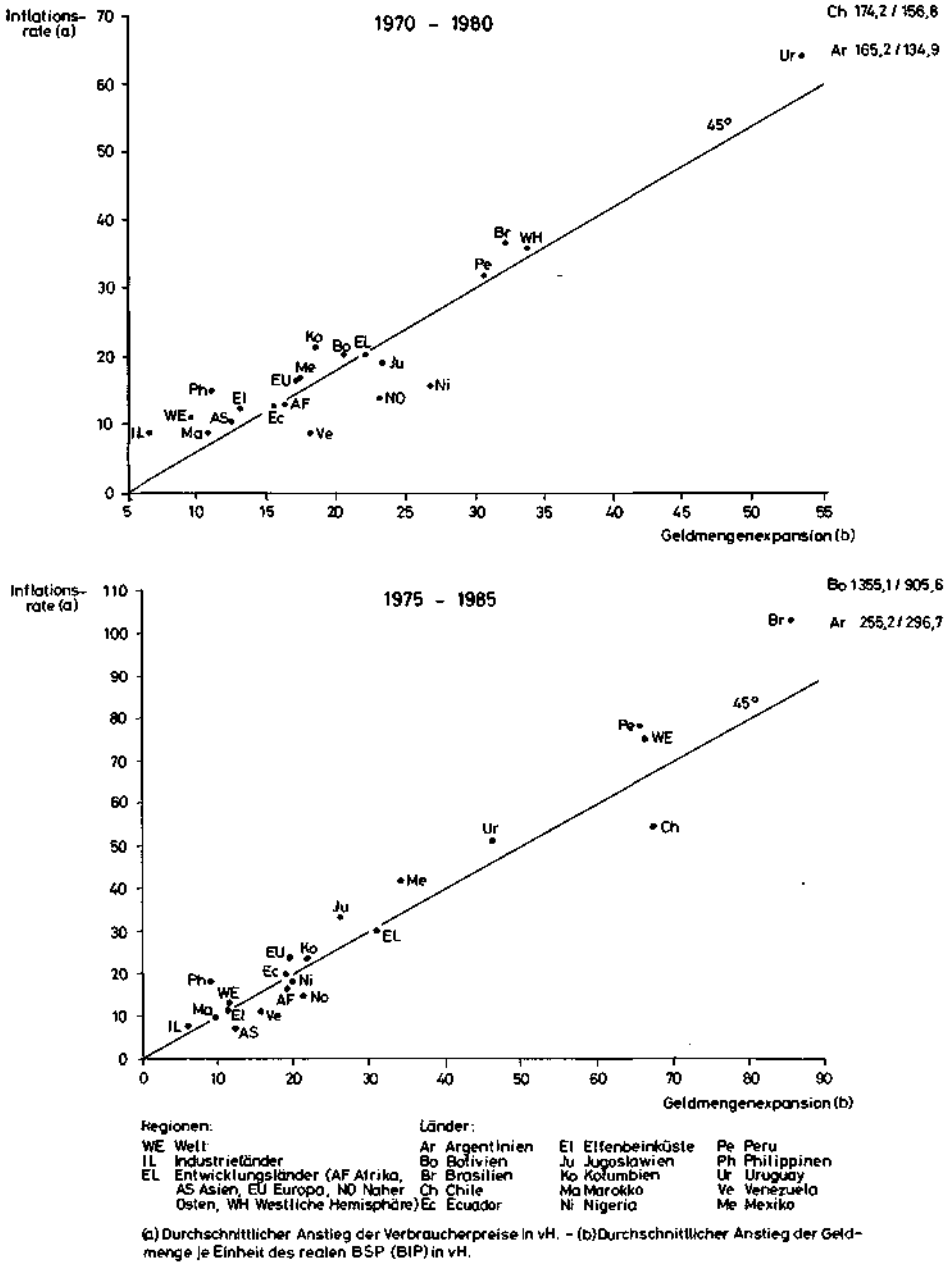
---

[1] Die 15 Länder, für die der Baker-Plan von 1985 gilt, sind Argentinien, Bolivien, Brasilien, Chile, Ecuador, Elfenbeinküste, Jugoslawien, Kolumbien, Marokko, Mexiko, Nigeria, Peru, Philippinen, Uruguay und Venezuela.

[2] Wie auch in den Industrieländern hat hier die Entwicklung der Importpreise (Öl und andere Rohstoffe) vorübergehend einen Einfluß auf das Preisniveau in der Gesamtwirtschaft gehabt, jedoch nicht den Trend der Inflation bestimmt.

[3] Eine Ausnahme für den Zeitraum 1970-1980 ist Marokko. Für jeweils zwei Länder sind die Inflationsraten so hoch, daß sie weit außerhalb des hier dargestellten Bereichs liegen. So betrug die Rate im Zeitraum 1970-1980 in Chile 174 vH, in Argentinien 165 vH. In der Zeit 1975-1985 stieg das Preisniveau in Bolivien um durchschnittlich 1355 vH pro Jahr, in Argentinien um 255 vH.

Schaubild 16 - Geldpolitik und Inflation in ausgewählten Ländern und Ländergruppen 1970-1980 und 1975-1985



(a) Durchschnittlicher Anstieg der Verbraucherpreise in vH. - (b) Durchschnittlicher Anstieg der Geldmenge je Einheit des realen BSP (BIP) in vH.

Quelle: IMF [c]; eigene Berechnungen.

einer expansiven Geldpolitik in Verbindung gebracht mit einem zunehmenden Defizit im Staatshaushalt, das durch die Geldpolitik finanziert wird. Theoretisch ist dies indes nicht zwingend; eine hohe Inflation kann mit einem ausgeglichenen Budget ebenso einhergehen wie eine niedrige Inflation auch bei hohen Defiziten erreicht werden kann. Empirische Untersuchungen bestätigen denn auch, daß ein solcher Zusammenhang keineswegs die Regel ist. Für die Industrieländer gilt er im großen und ganzen nicht [vgl. King, Plosser, 1985]. So ist zum Beispiel der kräftige Anstieg des Defizits im amerikanischen Bundeshaushalt in den achtziger Jahren sogar mit einem trendmäßigen Rückgang der Inflationsraten einhergegangen. Umgekehrt gibt es Beispiele dafür, daß die Inflation anstieg, obwohl das Haushaltsdefizit sich kaum änderte.

Auch bei den hochverschuldeten Entwicklungsländern gibt es - im Querschnittsvergleich - keine enge Korrelation zwischen Defiziten im Staatshaushalt und Inflationsraten. In einigen Ländern blieben seit Beginn der siebziger Jahre der Staatsanteil (Staatsausgaben in vH des BSP) und die Defizitquoten (Defizite in vH des BSP) nahezu konstant; dazu gehören unter anderem Jugoslawien, Nigeria und die Philippinen. Doch gibt es auch Länder, in denen sich das Verhalten der staatlichen Instanzen erheblich geändert hat. So läßt sich für die drei größten Schuldner (Argentinien, Brasilien, Mexiko) feststellen, daß sich der Staatsanteil zwischen Anfang der siebziger Jahre und Mitte der achtziger Jahre in etwa verdoppelt hat. Damit verbunden war ein Anstieg der Haushaltsdefizite, die nicht selten 10 vH des Bruttosozialprodukts ausmachten.[1] Gleichwohl können auch diese Beobachtungen die Entwicklung der Inflation in diesen Ländern im Trend - oder gar die Schwankungen von Jahr zu Jahr - wohl nicht vollständig erklären. Insbesondere das Erreichen von Raten, die schon denen in einer Hyperinflation entsprechen, war nicht immer mit einem extremen Anstieg der Defizite verbunden. Aber es gibt auch Beispiele, in denen der Zusammenhang vergleichsweise eng ist. In einer Studie über Argentinien wird gezeigt, daß die Inflation in der Vergangenheit immer dann zunahm, wenn sich die Geldmengenexpansion, bedingt durch die Ausweitung des Haushaltsdefi-

[1] Zu den Staatsausgaben und Haushaltsdefiziten, jeweils im Vergleich zum Bruttosozialprodukt, vgl. IMF [c]. Die Datenbasis ist allerdings nicht vollständig.

zits, beschleunigte [vgl. Fischer et al., 1985]. So läßt sich insgesamt sagen, daß in manchen Ländern die Inflation auch das Resultat einer Politik ist, bei der die staatlichen Ausgaben in großem Umfang über die Notenpresse finanziert wurden.

Die Inflation kann darüber hinaus aber auch Mittel einer Politik sein, die strukturelle Anpassungsprobleme überdecken soll. Zwar ist weithin akzeptiert, daß Inflation schädlich für das Wachstum einer Volkswirtschaft ist; doch bestehen Anreize für die wirtschaftspolitischen Instanzen, die Inflation als Mittel der Politik einzusetzen.[1] Denn eine kräftige Geldmengenexpansion führt, wenn sie überraschend kommt, zu kurzfristig stimulierenden Effekten auf die Produktion. Ist das Reallohnniveau zu hoch, so kann auf diese Weise ein drohender Beschäftigungsrückgang kurzfristig verhindert werden. Da dies auf lange Sicht aber nicht gelingt, stellt sich nach und nach doch eine höhere Inflationsrate ein, ohne daß bei dem Beschäftigungsziel ein Fortschritt erreicht wird. So standen auch zahlreiche Regierungen und Notenbanken vor allem in Lateinamerika vor dem Problem, daß bei schon hoher Arbeitslosigkeit die Lohnforderungen die zu erwartende Inflation vorweggenommen haben.[2] Wurden die Löhne zugestanden, so konnte ein Anstieg der Arbeitslosigkeit nur dadurch verhindert werden, daß der tatsächliche Preisanstieg die Inflationserwartungen noch übertraf. Geht es im Anfangsstadium des Populismus noch darum, die reale Nachfrage anzukurbeln - was eine Zeitlang auch gelingen kann -, so dient die Fortsetzung des Expansionskurses danach lediglich dazu, den wirtschaftlichen Rückschlag aufzuschieben [vgl. Dornbusch, Edwards, 1989]. Ein Ergebnis dieser Politik ist in vielen Ländern eine sehr hohe Inflation, während das Realeinkommen auf oder unter das Niveau sinkt, das bei Beginn des Experiments bestand. Letztlich ist somit auch für die Reallöhne nichts gewonnen.

---

[1] Ein solches Verhalten läßt sich mit spieltheoretischen Argumenten erklären, die in der "rules versus discretion"-Debatte hervorgehoben werden. Vgl. dazu die Analyse bei Kydland und Prescott [1977]. Für Länder Lateinamerikas haben Dornbusch und Edwards [1989] die Politik als Populismus bezeichnet, bei der die Regierungen typischerweise auf die kurzfristig positiven Produktionseffekte der expansiven Geldpolitik setzen.

[2] Abgesehen davon gab es in vielen Ländern Lateinamerikas Bestrebungen, die Einkommensverteilung zu ändern. So wurden die Reallöhne zu Beginn eines Wirtschaftsprogramms oft sehr kräftig angehoben [vgl. Dornbusch, Edwards, 1989].

2. Zur Bedeutung des Strukturwandels für Auslandsverschuldung und Wirtschaftswachstum

Der Kern der Verschuldungsproblematik liegt darin, daß Entwicklungsländer aufgrund hoher Auslandsschulden und deren mangelhafter Bedienung von der freiwilligen Zufuhr von Kapital abgeschnitten sind, das ihnen eine rasche wirtschaftliche Fortentwicklung erleichtern würde. Die Lösung des Verschuldungsproblems verlangt nichts anderes von ihnen als das, was für ein Wachstum aus eigener Kraft auch erforderlich wäre, nämlich Anreize für Sparer und Investoren zu schaffen. Dazu gehören unter anderem möglichst unverzerrte Preis- und Kostenstrukturen sowie eine marktmäßige Bewertung ihrer Währungen.

Im Zentrum der Lösung steht deshalb nicht, in der Vergangenheit angehäufte Schulden abzulösen. Es geht vielmehr darum, im In- und im Ausland Vertrauen in die künftige Entwicklung zu wecken, also für in- und ausländische Investoren attraktiv zu werden. Dagegen müßte eine Strategie, die lediglich auf die unmittelbare Rückführung der Auslandsschulden setzt, vor allem die inländische Absorption dämpfen, damit die Exporte relativ zu den Importen zunehmen könnten. Eine solche Lösung mag Altgläubiger befriedigen, ist aber ansonsten für das Wachstum nicht förderlich. Denn das Land wird für neue Investitionen aus dem Ausland nicht attraktiver, weil sich an den eigentlichen Ursachen der Verschuldungsproblematik - der mangelnden Flexibilität der internen Preisrelationen - nichts geändert hätte. Bei der alternativen Strategie, bei der die Bereinigung der Preis- und Kostenstrukturen im Mittelpunkt wirtschaftspolitischer Maßnahmen steht, ergäbe sich die bessere Bedienung der historischen Auslandsschulden praktisch als Nebenprodukt, ohne daß dafür in jedem Fall die heimische Absorption so stark zurückgedrängt werden müßte, daß ein hoher Handelsbilanzüberschuß entstünde. Hinzu käme noch die allerdings nicht zu unterschätzende Signalfunktion für die ausländischen Investoren, vor allem auch, weil relativ mehr Güter aus der steigenden Produktion auf den Weltmarkt umgelenkt werden würden, wenn die Profitabilität der Produktion von Außenhandelsgütern relativ zu der der Binnengüter gestiegen wäre.[1]

---

[1] Außenhandelsgüter sind solche Güter, die exportiert und importiert werden können (bzw. deren enge Substitute). Ein kleines Land hat mit seinen geringen Produktionsmengen so gut wie keinen Einfluß auf die

In einem System fester Wechselkurse, wie es für die meisten Entwicklungsländer typisch ist, stellt die Abwertung der heimischen Währung einen Mechanismus dar, über den eine relative Preisänderung im Inland zustande kommen kann, die eine solche Umlenkung der Ressourcen bewirkt. Für ein kleines Land mit gegebenen Terms of trade - und das sind die hier zunächst interessierenden hochverschuldeten Entwicklungsländer - steigen bei einer Abwertung der Währung die heimischen Preise der Importgüter, und die Preise der heimischen Exportgüter in ausländischer Währung sinken; die Wettbewerbsfähigkeit von Importsubstitutions- und von Exportindustrien verbesserte sich also. Damit wird es lohnender, im Inland relativ mehr Außenhandelsgüter (Exportgüter und Importsubstitutionsgüter) und relativ weniger Binnengüter zu produzieren. Die verbesserte Rentabilität der Produktion im Außenhandelsgüter-Sektor und die relative Verschlechterung der Rentabilität der Produktion im Binnengüter-Sektor bewirken eine Änderung der inländischen Preisstruktur und ermöglichen damit die erforderliche Reallokation der Ressourcen: im Abwertungsland verteuern sich die Außenhandelsgüter relativ gegenüber den Binnengütern.

Wichtig ist, daß die betroffenen hochverschuldeten Länder diese Änderung der relativen Preise auch zulassen. Eine Politik, die eine reale Abwertung verhindert, erschwert den notwendigen Anpassungsprozeß und schafft keine Erleichterung bei dem Verschuldungsproblem, weil die Exporte nicht kräftig genug zunehmen können. Auch kann eine restriktive Wirschaftspolitik, die allein auf einen Schuldenabbau setzt, Arbeitslosigkeit verursachen. Ob es dazu kommt, hängt entscheidend von den Bedingungen auf dem Arbeitsmarkt ab. Dabei sind zwei Fälle von "nach unten" nicht variablen Löhnen zu unterscheiden, nämlich "nach unten" fixe Nominallöhne und "nach unten" fixe Reallöhne.

Weltmarktpreise dieser Güter, seine Terms of trade können deshalb als vom Weltmarkt vorgegeben angesehen werden. Binnengüter sind in der Hauptsache Dienstleistungen, die international nur in sehr geringem Umfang gehandelt werden (können), unter anderem, weil sie nicht lagerfähig sind. Ihre Preise werden deshalb vom inländischen Angebot und der inländischen Nachfrage bestimmt. Vgl. zu den theoretischen Grundlagen des Zwei-Sektoren-Modells Bruno [1976], Corden [1985] und, für einen empirischen Test, Heitger [1983]. Vgl. dazu auch die Zusammenfassung in dem sich an diesen Abschnitt anschließenden Exkurs.

Eine Abwertung der heimischen Währung ist in einer Überschuldungssituation immer dann erforderlich, wenn die Nominallöhne nach unten fix sind, wenn also Nominallohnsenkungen von den Arbeitnehmern nicht akzeptiert werden.[1] Eine Abwertung der heimischen Währung ist dann als Substitut für die fehlende Nominallohnflexibilität (nach unten) zu betrachten: Sie führt über eine Verschlechterung der Terms of trade zu einem sinkenden inländischen Realeinkommen. Die Inländer können für jede geleistete Arbeitsstunde weniger Güter erwerben als vor der Abwertung, und umgekehrt betrachtet sind die Produktionskosten einer Gütereinheit je geleisteter Arbeitseinheit im Inland gesunken.

Wenn die Nominallöhne nach einer Abwertung der heimischen Währung sogar steigen, um einen Rückgang der Realeinkommen infolge der Terms-of-trade-Verluste zu verhindern, ist eine Änderung der internen Preisstruktur als Politikalternative nicht möglich. Es verbleibt dann als wirtschaftspolitische Möglichkeit nur, die heimischen Ausgaben auf ein Niveau zu kürzen, das - unter Inkaufnahme von Arbeitslosigkeit - letztlich die Leistungsbilanz aktiviert und damit die Auslandsschulden verringert. Bei einer ungenügenden Flexibilität der Reallöhne ist es deshalb auch nicht möglich, aus den Auslandsschulden zu wachsen. Der folgende Exkurs faßt die dieser Argumentation zugrundeliegenden theoretischen Überlegungen zusammen.

Exkurs: Ausgabenkürzung und Abwertung im Zwei-Sektoren-Modell

Anders als in einer geschlossenen kann in einer offenen Volkswirtschaft die Absorption (Konsum und Investitionen) von Gütern und

---

[1] Falls die Nominallöhne ohnehin stark genug sinken, wenn im Zuge einer restriktiven Fiskalpolitik Arbeitslosigkeit entsteht, ist eine Abwertung der heimischen Währung dagegen nicht erforderlich, um die Handelsbilanz zu aktivieren. Eine restriktive Fiskalpolitik könnte die notwendige Ausgabenkürzung bewirken, ohne daß dabei Wachstum und Beschäftigung in Gefahr gerieten. Die Nominallohnsenkung entspräche dann der erforderlichen realen Abwertung gegenüber dem Ausland. Analog dazu gilt, daß ein flexibler Wechselkurs stets für eine außenwirtschaftliche Absicherung des Beschäftigungsniveaus sorgen könnte. Der Wechselkurs könnte aber nicht Verzerrungen der Faktorpreisrelation zwischen Kapital und Arbeit ausgleichen, die für viele Entwicklungsländer kennzeichnend sind.

Dienstleistungen vom Wert der heimischen Produktion abweichen. Ist die Absorption höher als die Produktion, erhält die Volkswirtschaft einen Realtransfer aus dem Ausland. Es kommt zu einem Handelsbilanzdefizit, das einem Netto-Kapitalimport entspricht: Die Auslandsschulden nehmen zu.

Wenn die wirtschaftspolitischen Instanzen einen Anstieg der Auslandsschuld verhindern wollen, müssen sie die heimische Absorption verringern. Wenn dabei die Unterbeschäftigung von Produktionsfaktoren, also auch die des international weitgehend immobilen Faktors Arbeit, vermieden werden soll, muß die heimische Preisstruktur sich zugunsten des Sektors ändern, der international handelbare Güter produziert: Dazu ist eine reale Abwertung der heimischen Ressourcen erforderlich, die die Wettbewerbsfähigkeit des internationalen Sektors der Volkswirtschaft erhöht.

In Schaubild 17 ist eine Volkswirtschaft dargestellt, die mit den beiden Faktoren Arbeit und Kapital zwei Güter - Außenhandelsgüter und Binnengüter - herstellt.[1] Da die Binnengüter annahmegemäß international nicht gehandelt werden, müssen sich Angebot und Nachfrage in diesem Bereich stets ausgleichen. Besteht zum Beispiel eine Überschußnachfrage nach Binnengütern, so steigt ihr relativer Preis und damit die Rentabilität ihrer Produktion; entsprechend führt ein Überschußangebot zu einem Rückgang des Preises und der Produktion.

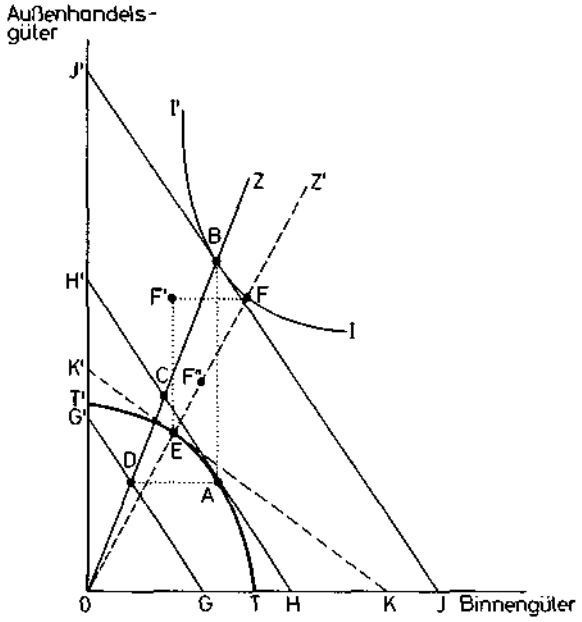
Bei den international gehandelten Gütern (Außenhandelsgütern) kann dagegen eine Überschußproduktion ins Ausland exportiert und eine Überschußnachfrage durch Importe befriedigt werden. Der Preis für Außenhandelsgüter wird von Angebot und Nachfrage auf dem Weltmarkt bestimmt und ist deshalb für die betrachtete Volkswirtschaft als exogene Größe vorgegeben (Annahme des kleinen Landes). Das interne Preisverhältnis zwischen Außenhandels- und Binnengütern kann dann als realer Wechselkurs interpretiert werden [Bruno, 1976].

In der Volkswirtschaft wird der Produktionspunkt A realisiert, in dem die Kurve der Produktionsmöglichkeiten (Transformationskurve) TT' von der Preisgeraden HH' berührt wird. Das Einkommen des Landes aus

---

[1] Die Darstellung folgt Corden [1985].

Schaubild 17 - Ausgabenkürzung und Abwertung im Zwei-Sektoren-Modell



der heimischen Produktion beträgt OH, gemessen in Binnengüter-Einheiten.

Die Kurve der Präferenzen der Nachfrager ("Indifferenzkurve") II' repräsentiere ein vorgegebenes reales Ausgabenniveau. Sie tangiert die (in bezug auf die Preisgerade HH') parallel verschobene Preisgerade JJ' in B, dem Absorptionspunkt. Die Ausgaben unserer Modellökonomie betragen somit OJ, wiederum gemessen in Binnengüter-Einheiten. Sie übersteigen das Einkommen um den Betrag HJ.

Die Produktion und die Ausgaben für Binnengüter stimmen in unserer Darstellung überein, weil sie annahmegemäß international nicht gehandelt werden können. Der gesamtwirtschaftliche Ausgabenüberschuß in Höhe von HJ reflektiert somit allein eine Überschußnachfrage nach Außenhandelsgütern, das heißt ein Handelsbilanzdefizit in Höhe von AB.

Betrachten wir zur Verdeutlichung der Anpassungsprozesse zunächst den Fall, daß die gesamtwirtschaftlichen Ausgaben gekürzt werden, um das Handelsbilanzdefizit zu verringern, gleichzeitig aber eine Änderung der relativen Preise nicht zugelassen wird. Der Absorptionspunkt wandert dann entlang der Einkommen-Ausgaben-Linie OZ (Engel-

Kurve[1]) in Richtung Ursprung. Bei einer Ausgabenkürzung von OJ auf OH zum Beispiel wäre C der neue Absorptionspunkt. In diesem Fall wäre das Defizit zwar kleiner geworden, aber nicht verschwunden; darüber hinaus entstünde jetzt ein Überschußangebot an Binnengütern, weil der Produktionspunkt aufgrund der unveränderten relativen Preise nach wie vor im Punkt A läge. Erst wenn die Ausgaben noch weiter auf OG reduziert werden, erreicht die Volkswirtschaft schließlich eine ausgeglichene Handelsbilanz, denn im Absorptionspunkt D entspricht das heimische Produktionsniveau für Außenhandelsgüter ihrem Ausgabenniveau. Gleichzeitig hätte sich aber das Überschußangebot an Binnengütern noch weiter - nämlich auf DA - vergrößert. Ohne eine Änderung der Preisrelation zwischen Außenhandels- und Binnengütern würde sich die gesamtwirtschaftliche Produktion also verringern, und Arbeitslosigkeit wäre die Folge, denn der neue Produktionspunkt D läge unterhalb der ursprünglichen Transformationskurve.

Betrachten wir nun den Fall einer isolierten Preisänderung zugunsten der Außenhandelsgüter, ausgelöst zum Beispiel durch eine reale Abwertung der heimischen Währung. Die neue Preisgerade KK' verläuft dann flacher als die alte (HH'), und die Produktionsstruktur ändert sich zugunsten des Außenhandelsgüter-Sektors (Produktionspunkt E). Wenn das ursprüngliche reale Ausgabenniveau in Höhe von 0J erhalten bleibt, bewegt sich der Absorptionspunkt auf der Indifferenzkurve II' von B nach F.[2] Dabei tritt eine Überschußnachfrage nach Binnengütern in Höhe von FF' auf, die diese relativ verteuert und somit wieder die ursprüngliche Preisrelation und damit auch den ursprünglichen Produktionspunkt (A) etabliert. Der Absorptionspunkt wandert dann zurück nach B, und das Handelsbilanzdefizit erreicht bei unverändertem Ausgabenniveau wieder seinen alten Stand (AB).

Insgesamt zeigt die theoretische Analyse somit, daß die Beseitigung eines Handelsbilanzdefizits durch die Verringerung der gesamtwirtschaftlichen Absorption ohne eine Änderung der Preisrelation eine binnenwirt-

---

[1] Die Annahme homothetischer Präferenzen (lineare Engel-Kurve, d.h. Einkommenselastizitäten der Nachfrage gleich eins) dient lediglich der Vereinfachung. Sie hat keinen Einfluß auf die qualitativen Modellergebnisse.

[2] Man erhält F durch eine Parallelverschiebung der neuen Preisgeraden (KK').

schaftliche Störung auslöst, nämlich Produktionsverluste und Arbeitslosigkeit, und daß eine reale Abwertung ohne eine Ausgabenkürzung das Defizit nicht abbaut.

Internes und externes Gleichgewicht wären dagegen in Punkt E gegeben, in dem eine (nicht eingezeichnete) Indifferenzkurve und die Preisgerade KK' die Transformationskurve TT' tangieren: Produktionspunkt und Absorptionspunkt sind hier identisch. Um dieses Gleichgewicht zu erreichen, muß eine Kürzung der realen Ausgaben mit einer Änderung des relativen Preises kombiniert werden.

Wenn wir jetzt zusätzlich noch berücksichtigen, daß Preissteigerungen für Außenhandelsgüter in heimischer Währung infolge einer Abwertung ein geringeres Niveau der realen Ausgaben implizieren, dann führt eine Abwertung für sich genommen bereits zu einem gewissen Disabsorptionseffekt. Der Absorptionspunkt unserer Modellökonomie wird sich also nach einer realen Abwertung - bei einer entsprechend restriktiven Politik - entlang einer neuen Engel-Kurve OZ' in Richtung auf den Ursprung bewegen, etwa auf F''. Eine Ausgabenkürzung von OJ auf OK würde unter diesen Annahmen internes und externes Gleichgewicht in Punkt E garantieren.[1]

3. Anpassungsstrategien der hochverschuldeten Länder

Kennzeichnend für die gegenwärtige Verschuldungskrise ist, daß nicht alle hochverschuldeten Länder Probleme haben, ihre Auslandsschulden zu bedienen. Allein mit externen Faktoren, die für alle Länder tendenziell die gleiche Bedeutung haben, wie etwa weltweit steigende Realzinsen oder eine ungünstige Entwicklung der Exportnachfrage, können diese Unterschiede nicht erklärt werden. Entscheidend scheint vielmehr

---

[1] Umgekehrt wäre es auch möglich, mit einer Ausgabenkürzung zu beginnen, z.B. mit einer Kürzung auf das Vollbeschäftigungseinkommen OH. Der Absorptionspunkt fiele dann von B zunächst auf C. Eine reale Abwertung könnte die Preisrelation zwischen Außenhandels- und Binnengütern anschließend so verändern, daß in Punkt E wiederum internes und externes Gleichgewicht gewährleistet wären. Auch in diesem Fall hätte die Abwertung einen realen Disabsorptionseffekt, der daran abzulesen ist, daß eine Indifferenzkurve, die den Punkt E tangiert, auf einem niedrigeren Niveau liegen muß als eine Indifferenzkurve, die den Punkt C tangiert.

zu sein, daß die im Ausland aufgenommenen Mittel in vielen Ländern in gesamtwirtschaftlich wenig produktive Investitionen geflossen sind und die erwirtschaftete Rendite deshalb nicht hoch genug gewesen ist, um den Schuldendienst vereinbarungsgemäß leisten zu können [vgl. Schwartz, 1989].

Fehlinvestitionen in der Vergangenheit sind aber noch kein hinreichender Grund dafür, daß viele Schuldnerländer derzeit keinen Zugang zum internationalen Kapitalmarkt finden. Denn letztlich haben sie es selbst in der Hand, mit Hilfe eigener wirtschaftspolitischer Maßnahmen die Voraussetzungen für einen erneuten Zufluß von Auslandskapital zu schaffen. In der Tat lassen sich wirtschaftspolitische Strategien aufzeigen, die für die Überwindung von Verschuldungsproblemen hilfreich sind. Im Mittelpunkt steht dabei die Frage, ob die wirtschaftlich erfolgreichen Schuldnerländer im Gegensatz zu den weniger erfolgreichen Schuldnerländern von für sie besonders günstigen Weltmarktbedingungen profitiert haben oder ob sie sich von jenen durch eine anders konzipierte Wirtschaftspolitik unterscheiden.

a. Länderbeispiele

Als Beispiele für die ausgeprägten Unterschiede in der wirtschaftlichen Entwicklung innerhalb der Gruppe der hochverschuldeten Entwicklungsländer sollen Argentinien, Mexiko und Südkorea dienen.[1] Vor Beginn der Verschuldungskrise im Jahr 1980 wiesen Argentinien und Südkorea etwa den gleichen Verschuldungsgrad auf; Mexiko hatte, bei einem deutlich niedrigeren Verschuldungsgrad, den relativ höchsten Schuldendienst zu leisten, Südkorea den niedrigsten (Tabelle 7). Daß der Verschuldungsgrad und die Schuldendienstquote sich in Mexiko und in Argentinien im Vergleich zum Jahr 1986 inzwischen leicht verringert haben, ist im wesentlichen auf verschiedene Umschuldungsvereinbarungen und die dort gewährten partiellen Schuldenerlasse zurückzuführen; vor allem

---

[1] Vgl. für eine umfassende Analyse der wirtschaftlichen Anpassungsmaßnahmen in den hochverschuldeten mittel- und südamerikanischen Ländern Edwards [1989]; vgl. zur wirtschaftlichen Entwicklung in Südkorea Collins [1988] und Schweickert [1989].

Tabelle 7 - Auslandsverschuldung ausgewählter Schuldnerländer 1980-1988 (vH)

	Argentinien		Mexiko		Südkorea	
	Verschuldungsgrad(a)	Schuldendienstquote(b)	Verschuldungsgrad(a)	Schuldendienstquote(b)	Verschuldungsgrad(a)	Schuldendienstquote(b)
1980	48,4	34,9	30,4	44,6	48,8	19,7
1981	63,8	38,0	32,5	50,5	49,8	20,5
1982	83,8	48,5	52,6	56,7	53,8	22,4
1983	77,3	49,0	66,4	54,5	53,2	21,8
1984	67,5	50,3	57,2	52,3	51,1	21,3
1985	81,5	58,0	54,9	51,6	56,3	27,2
1986	66,8	74,3	82,5	55,5	49,1	27,0
1987	73,9	64,0	77,5	41,7	34,3	31,0
1988(c)	76,1	56,2	77,0	50,0	29,0	17,0

(a) Auslandsverschuldung in vH des BSP. - (b) Schuldendienst in vH der Exporte. - (c) Eigene Schätzungen nach Angaben der Weltbank.

Quelle: World Bank [a]; eigene Berechnungen.

ihr Verschuldungsgrad liegt aber immer noch weit über dem Stand von 1980. In Südkorea ist der Verschuldungsgrad dagegen seit dem Jahr 1986 deutlich unter das Niveau von 1980 gesunken.

Tabelle 8 zeigt die deutlichen Unterschiede in der wirtschaftlichen Entwicklung der drei Schuldnerländer im Zeitraum 1980-1988. Südkorea hat im Lebensstandard im Vergleich zu den reichen Industrieländern nahezu ununterbrochen aufgeholt, während Argentinien und Mexiko merklich zurückgefallen sind: Gemessen an der Entwicklung in den USA haben Argentinien und Mexiko im Zeitraum 1980-1988 mehr als 10 Prozentpunkte im Pro-Kopf-Einkommen verloren, Südkorea dagegen fast 10 Prozentpunkte gewonnen. In absoluter Betrachtung ist das Pro-Kopf-Einkommen in Argentinien und in Mexiko praktisch auf den Stand von vor 20 bzw. von vor 10 Jahren zurückgefallen, in Südkorea hat es sich in den letzten 15 Jahren dagegen mehr als verdoppelt [vgl. Summers, Heston, 1988]. Damit hat Südkorea Argentinien und Mexiko im Lebensstandard inzwischen überholt.

Die Investitionsquoten der drei Länder lassen für die Zukunft eher ein weiteres Auseinanderdriften des Lebensstandards vermuten. In Südkorea ist die Investitionsquote in den achtziger Jahren auf einem hohen

Tabelle 8 - Indikatoren zur wirtschaftlichen Entwicklung ausgewählter Schuldnerländer 1980-1988

	Pro-Kopf-Einkommen(a)	Investitionsquote(b)	Handelsbilanzsaldo(c)	Terms of trade(d)	Realer Wechselkurs(e)	Budgetsaldo(c)
			Argentinien			
1980	38,1	29,7	-2,5	100	116,4	- 3,5
1981	33,8	24,4	-0,4	113,8	107,7	- 8,2
1982	30,6	22,7	3,3	98,5	77,0	- 7,2
1983	29,3	19,1	3,9	94,1	71,6	-12,7
1984	29,2	15,2	4,2	101,7	80,2	- 5,1
1985	25,9	12,5	6,2	88,4	71,2	- 7,4
1986	26,5	15,0	1,9	78,4	61,3	- 2,6
1987	26,0	17,0	.	73,5	53,9	- 9,0
1988(f)	25,3	15,8	.	75,5	59,7	- 7,4
			Mexiko			
1980	38,0	25,0	-0,9	100	104,0	- 3,1
1981	39,0	26,3	-1,6	106,5	114,1	- 6,7
1982	38,0	19,0	5,0	103,2	82,7	-14,8
1983	33,0	14,6	9,6	96,5	79,0	- 7,6
1984	30,7	16,0	7,8	97,2	91,9	- 7,1
1985	29,5	16,5	5,1	96,3	90,5	- 8,4
1986	27,2	13,5	4,6	63,8	65,3	-13,1
1987	26,4	14,0	7,2	59,5	67,1	- 9,4
1988(f)	25,1	12,0	4,0	51,5	80,0	.
			Südkorea			
1980	20,8	28,9	-7,8	100	95,9	- 2,2
1981	20,9	28,3	-5,4	100,9	101,2	- 3,4
1982	22,2	26,6	-2,6	103,6	101,9	- 3,1
1983	23,5	28,3	-1,3	103,4	97,6	- 1,1
1984	23,6	29,4	-0,3	105,7	96,6	- 1,2
1985	23,3	27,3	0,5	105,7	89,3	- 1,2
1986	25,2	27,0	5,7	111,4	76,3	- 0,1
1987	27,0	29,0	8,5	115,5	75,6	0,5
1988(f)	28,4	30,5	8,5	112,5	82,3	.

(a) Reales Pro-Kopf-Einkommen in vH des Wertes für die USA auf Basis von Kaufkraftparitäten. - (b) Investitionen in konstanten Preisen auf Basis von Kaufkraftparitäten in vH des BIP. - (c) In vH des BIP. - (d) Index, 1980 = 100. - (e) Index, 1980-1982 = 100. - (f) Eigene Schätzungen nach Angaben der Weltbank.

Quelle: Dornbusch, Pablo [1989]; IMF [b; c]; Morgan Guaranty [lfd. Jgg.]; Summers, Heston [1988]; World Bank [a; c]; eigene Berechnungen.

Niveau geblieben, in Argentinien und in Mexiko hat sie sich dagegen halbiert. Die Investitionsquote ist in Südkorea inzwischen doppelt so hoch wie in Argentinien und in Mexiko, während sie Anfang der achtziger Jahre, als Südkorea erst die Hälfte des Pro-Kopf-Einkommens von Argentinien und von Mexiko erreicht hatte, in diesen drei Ländern noch ungefähr gleich hoch gewesen ist.

In diesem Zusammenhang zeigt sich auch, daß ein positiver Handelsbilanzsaldo für sich genommen noch nicht garantiert, daß die Wirtschaft eines Landes wächst und das Pro-Kopf-Einkommen seiner Bürger besonders stark zunimmt. Argentinien und Mexiko gaben - bei absolut sinkendem Lebensstandard - mehr reale Ressourcen an das Ausland ab, als sie von dort zurückbekamen; dennoch hat sich ihr Verschuldungsgrad dadurch nicht verringert. Dagegen konnte Südkorea auch nach Ausbruch der Verschuldungskrise bei einer hohen (und zunächst noch steigenden) Auslandsverschuldung mehr Güter importieren als exportieren.

Die Ursachen für diese unterschiedliche ökonomische Entwicklung können nicht allein in weltwirtschaftlichen Faktoren wie den Realzinsen, den Ölpreisen und dem konjunkturellen Verlauf in den Industrieländern liegen, auch wenn sie für einzelne Länder von großer Bedeutung gewesen sein mögen. Tabelle 8 zeigt die unterschiedliche Entwicklung der Terms of trade in den achtziger Jahren für die drei hier betrachteten Länder. Mit dem Rückgang des Ölpreises nach 1981 erfuhr Mexiko eine deutliche und Argentinien eine leichte Verschlechterung der Terms of trade; in Südkorea dagegen verbesserten sich die Terms of trade. Eine solche Entwicklung hätte in Argentinien und Mexiko eine reale Abwertung der heimischen Ressourcen erfordert, denn nur so wäre die Wettbewerbsfähigkeit und damit die Chance, im Lebensstandard nicht weiter zurückzufallen, erhalten worden.

An der Entwicklung der realen Wechselkurse und der Budgetdefizite, die mehr oder weniger direkt den Einfluß der heimischen Wirtschaftspolitik widerspiegeln, läßt sich ablesen, welche wirtschaftspolitischen Strategien als Antwort auf die Verschuldungskrise verfolgt wurden. In Südkorea konnte das Budgetdefizit, das ohnehin nicht solche Ausmaße wie in den anderen beiden Ländern erreicht hatte, deutlich verringert werden; inzwischen gibt es sogar einen Überschuß. Der reale Wechselkurs änderte sich zunächst nur sehr wenig. Seit dem Jahr 1983 ist eine reale Abwertung zu beobachten, in deren Folge sich die Handelsbilanz

aktivierte und der Verschuldungsgrad zurückgeführt wurde. Insgesamt ist also eine offensive Strategie auszumachen, wie sie die theoretischen Überlegungen nahegelegt haben.

Argentinien hat seit dem Jahr 1981 eine starke reale Abwertung zu verzeichnen, auch hat sich seine Handelsbilanz aktiviert. Es ist hier aber nicht gelungen, die Budgetdefizite entscheidend zu verringern. Dies deutet darauf hin, daß die aus dem Budgetdefizit resultierende Inflation die relativen Preise in Argentinien so stark verzerrt hat, daß der Handelsbilanzüberschuß mit Wachstumsverlusten erkauft werden mußte. Dafür spricht auch, daß die Verbesserung der Handelsbilanz hauptsächlich über eine Reduzierung der Importe und nicht über eine Steigerung der Exporte erreicht wurde. Für Mexiko ist eine ganz ähnliche wirtschaftliche Entwicklung zu konstatieren. Obwohl Mexiko seit dem Jahr 1982 substantielle Handelsbilanzüberschüsse aufweist, ist der Verschuldungsgrad weiter gestiegen; es ist ebenfalls nicht gelungen, das Budgetdefizit einzudämmen. Der reale Wechselkurs stieg in den Jahren 1984 und 1985 vorübergehend sogar wieder an, was als ein Anzeichen dafür gelten kann, daß die Abwertungen der mexikanischen Währung in diesem Zeitraum nicht ausgereicht haben, um die internationale Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Ressourcen nach den Terms-of-trade-Verlusten im Zuge des Ölpreisverfalls und dem damit verbundenen Rückgang des Lebensstandards zu erhalten.

Nicht zuletzt die fehlende fiskalische Diziplin in Mexiko und in Argentinien ist ein Grund dafür, daß diese Länder für ausländische Investoren so wenig attraktiv sind. In Südkorea scheint dagegen eine Politik der Inflationsbekämpfung in Verbindung mit einer realen Abwertung und einer strengen fiskalischen Disziplin dazu geführt zu haben, daß dieses Land nach einem kurzen Anpassungsprozeß zu Beginn der achtziger Jahre auf einen Wachstumskurs eingeschwenkt ist, der das Vertrauen der ausländischen Kapitalgeber in die dortige wirtschaftliche Entwicklung gestärkt hat.

b. Ursachen für unterschiedliche Anpassungserfolge

Ob die unterschiedliche wirtschaftliche Entwicklung in den Schuldnerländern überwiegend auf weitgehend exogene außenwirtschaftliche

Störungen oder eher auf eigene wirtschaftspolitische Maßnahmen zurückgeführt werden kann, ist eine Frage, die derzeit kontrovers diskutiert wird. Sie soll im folgenden anhand einer größeren Stichprobe von hochverschuldeten Entwicklungsländern, die sich hinsichtlich ihres Zugangs zum internationalen Kapitalmarkt unterscheiden, analysiert werden. Die Eingruppierung dieser Länder nach Kategorien des Kapitalmarktzugangs erfolgte dabei anhand von Kriterien wie der Höhe der Devisenreserven, dem Anteil ungenutzter Kreditlinien und dem Ausmaß der bisherigen Umschuldung der Auslandsverbindlichkeiten [vgl. Nunnenkamp, Schweickert, 1989]. Von den insgesamt betrachteten 24 Entwicklungsländern unterliegen sieben (das sind die wirtschaftlich erfolgreichen Schuldnerländer) keinerlei Kreditbeschränkungen. Für sechs Länder gibt es am Kapitalmarkt Rationierungen, doch haben sie Kredite erhalten, und elf Ländern wurde lediglich auf unfreiwilliger Basis im Rahmen der sogenannten konzertierten Kreditvergabe der Geschäftsbanken[1] ausländisches Kapital zugeführt. Für diese 24 Länder wurde für die Zeit nach Beginn der Verschuldungskrise untersucht, ob der Einfluß der heimischen Wirtschaftspolitik oder der Einfluß externer Faktoren für die Entwicklung der Auslandsverschuldung ausschlaggebend war.

Sicherlich ist es schwierig, die Effekte der Wirtschaftspolitik auf die Auslandsverschuldung zu messen, weil hier eine Vielzahl von ganz unterschiedlichen Variablen einen Erklärungsgehalt besitzen mag; hinzu kommt, daß die Stichprobe dafür zu klein ist. Deshalb wurde, gestützt auf andere empirische Studien [vgl. Kormendi, Meguire, 1985; Heitger, 1987], die Veränderungsrate des Pro-Kopf-Einkommens als eine umfassende Kennziffer für den Einfluß der heimischen (Wirtschafts-)Politik herangezogen.[2] Danach können überwiegend solche Faktoren, die mehr oder

---

[1] Dabei handelte es sich um eine Aufstockung des Kreditengagements aller beteiligten Banken gemäß ihrem Anteil an den ausstehenden Altkrediten, die von öffentlichen Stellen wie dem Internationalen Währungsfonds durchgeführt und von den Bankenkonsortien koordiniert wurde [vgl. Nunnenkamp, Schweickert, 1989].

[2] Grundlegende Annahme dafür ist, daß die üblicherweise verwendeten Variablen zur Erklärung des Wirtschaftswachstums bei einer effizienten Wirtschaftspolitik in allen Ländern die gleichen Wachstumswirkungen hervorbringen. Die marginale Produktivität des volkswirtschaftlichen Kapitalstocks ist dann in allen Ländern gleich, und sie entspricht der Wachstumsrate. Je weniger effizient die Politik ist, desto niedriger ist demnach die Verzinsung des volkswirtschaftlichen Kapitals und desto

weniger von der heimischen Wirtschaftspolitik beeinflußt werden, wie etwa die Investitionsquote, die außenwirtschaftliche Protektion, die Inflationsrate, die Variabilität der Geldmengenexpansion sowie der Grad der Rechtsstaatlichkeit und der Schutz des privaten Eigentums, das Wachstum des Landes bzw. sein Pro-Kopf-Wachstum im statistischen Sinn erklären. Wenn die wirtschaftspolitischen Instanzen beispielsweise das Risiko von Enteignungen verringern - oder besser noch völlig ausschalten - und darüber hinaus eine im internationalen Vergleich niedrige Kapitalbesteuerung durchsetzen, dann gewinnt ein solches Land an Attraktivität für den Zufluß von anlagesuchenden ausländischen Mitteln. Hinzu kommen müssen aber auch eine möglichst geringe außenwirtschaftliche Protektion, damit die internen Preisrelationen nicht verzerrt werden und das Kapital nicht in ineffiziente Verwendungen gelangt, und ein Wechselkurs, der die inländischen Ressourcen am Weltmarkt wettbewerbsfähig erhält.

Den erwähnten empirischen Analysen zufolge wirkt sich also eine Politik, die auf die Offenheit der Märkte, auf eine stetige Geld- und Fiskalpolitik und auf angemessene Rahmenbedingungen des Wirtschaftens setzt, positiv auf das Wachstum aus. Hohe Wachstumsraten erleichtern wiederum die Anpassung an (außenwirtschaftliche) Störungen, wie sie in allen Ländern auftraten. Prinzipiell besteht für die Problemschuldnerländer zumindest die Möglichkeit, mit Hilfe einer an die Weltmarktbedingungen angepaßten internen Ressourcenallokation aus ihren Schulden zu wachsen (vgl. Exkurs). Deshalb wurde für die 24 Länder in einem ersten Schritt untersucht, welche empirischen Beziehungen im internationalen Querschnitt zwischen der Veränderung des Verschuldungsgrads eines Landes (DEX) auf der einen und der Veränderung der Terms of trade (TOT) sowie der Pro-Kopf-Wachstumsrate (PRO) auf der anderen Seite für den Zeitraum 1983-1988 besteht. Tabelle 9 enthält die Regressionsergebnisse in zusammengefaßter Form

Die Koeffizienten für die Variable Pro-Kopf-Wachstum (b) genügen in der Regel mindestens dem üblichen statistischen Signifikanzniveau

---

niedriger ist die Rate des wirtschaftlichen Wachstums. Die Streuung der nationalen Wachstumsraten kann unter diesen Bedingungen der Streuung in der Qualität der nationalen Wirtschaftspolitiken entsprechen. Hinzu kommen muß auch, daß einzelne Politikmaßnahmen, wie etwa die außenwirtschaftliche Protektion, nicht systematisch zwischen den in die Untersuchung einbezogenen Ländern diskriminieren.

Tabelle 9 - Einflußfaktoren der Auslandsverschuldung 1983-1988 (a)

	n	c	a	b	$\bar{R}^2$	F	BP
[1] Stichprobe insgesamt	24	16,79** (2,23)	-0,83** (-2,50)	-7,88** (-3,25)	0,54	14,34	6,48
[2] HICs (ohne Jugoslawien)	16	9,72 (1,34)	-0,38 (-1,11)	-12,76** (-3,28)	0,60	12,07	4,04
[3] Kreditrationierte Länder	17	9,99 (1,48)	-0,36 (-1,18)	-13,06** (-4,02)	0,62	14,29	3,62
[4] Länder mit freiwilligem Kreditzufluß	13	21,82 (1,86)	-0,95 (-2,03)	-8,02** (-2,55)	0,57	9,07	2,84
[5] Länder mit unfreiwilligem Kreditzufluß	11	11,11 (1,05)	-0,48 (-0,94)	-11,17 (-2,23)	0,46	5,32	3,52

HICs = Highly Indebted Countries nach Abgrenzung der Weltbank
DEX = Veränderung des Verschuldungsgrads, gemessen als das Verhältnis von Auslandsschulden zu Exporten
TOT = Veränderung der Terms of trade, gemessen als Verhältnis des Exportpreisindex zum Importpreisindex (Warenhandel)
PRO = Veränderung des BIP (in konstanten Preisen) pro Kopf der Bevölkerung
$\underline{n}$ = Anzahl der Beobachtungen
$\bar{R}^2$ = bereinigtes Bestimmtheitsmaß
F = F-Test auf statistische Signifikanz der Schätzgleichung
BP = Breusch-Pagan-Test auf Homoskedastizität

(a) Schätzgleichung: DEX = c + aTOT + bPRO. Internationale Querschnittsanalyse; Werte für 1988 nach Angaben der Weltbank geschätzt; t-Werte in Klammern; ** signifikant bei einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 5 vH.

Quelle: World Bank [a; c]; eigene Berechnungen.

einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 5 vH; bei den Koeffizienten für die Terms of trade (a) ist dies nur für die Gleichung [1] in Tabelle 9 der Fall. [1]

[1] Die F-Werte zeigen an, daß die statistische Signifikanz der jeweiligen Schätzgleichung insgesamt ebenfalls einer Irrtumswahrscheinlichkeit von weniger als 5 vH unterliegt. Die anhand des Breusch-Pagan-Tests überprüfte Null-Hypothese, daß die Varianz der Residuen konstant ist (Test auf Homoskedastizität), konnte nur für Gleichung [1] nicht ver-

Nach diesen Ergebnissen bleibt zunächst festzuhalten, daß die Veränderung des Verschuldungsgrads negativ mit dem Pro-Kopf-Wachstum korreliert ist. Demnach kann eine adäquate Wirtschaftspolitik, deren Ergebnis wir hier an der Pro-Kopf-Wachstumsrate messen, dazu beitragen, daß sich der Verschuldungsgrad eines Landes verringert. Behindert wird eine solche Entwicklung aber von einer Verschlechterung der Terms of trade. Um das relative Gewicht dieser beiden Komponenten beurteilen zu können, wurden die standardisierten Regressionskoeffizienten berechnet (Beta-Koeffizienten), die der unterschiedlichen Varianz der verwendeten Variablen Rechnung tragen (Tabelle 10). Dabei wird deutlich, daß Terms-of-trade-Veränderungen im Vergleich zum Pro-Kopf-Wachstum in der Regel nicht nur eine geringere statistische Signifikanz aufweisen, sondern auch einen deutlich geringeren Einfluß auf die Veränderung des Verschuldungsgrads ausüben. Der Erfolg der heimischen Wirtschaftspolitik scheint somit besser als (weitgehend exogene) Einflüsse von der außenwirtschaftlichen Seite erklären zu können, weshalb manche Länder die Schuldenkrise überwunden haben. Wenn daher viele Problemschuldner nach wie vor nicht erkennen lassen, daß sich ihre Wirtschaft nachhaltig erholt, muß dies zu einem großen Teil ihrer verfehlten Wirtschaftspolitik angelastet werden.

Tabelle 10 - Beta-Koeffizienten für Einflußfaktoren der Auslandsverschuldung

Gleichung	TOT	PRO
[1]	-0,39	-0,51
[2]	-0,22	-0,66
[3]	-0,21	-0,70
[4]	-0,42	-0,53
[5]	-0,25	-0,60

Quelle: Tabelle 9.

Bemerkenswert ist auch, daß die Terms-of-trade-Entwicklung für verschiedene Gruppen von Problemschuldnerländern - für die HICs ins-

worfen werden, so daß die ausgewiesenen t-Werte mit eben dieser Ausnahme als verzerrt gelten müssen.

gesamt, für die kreditrationierten und für die Länder mit unfreiwilligen Kapitalzuflüssen (Gleichungen [2], [3], [5]) - offenbar eine geringere Bedeutung hatte als für erfolgreiche Schuldnerländer. Das Gewicht der Variablen, mit der wir die Qualität der heimischen Wirtschaftspolitik messen, scheint dagegen im Durchschnitt gerade für diejenigen Länder unserer Stichprobe eine besondere Bedeutung gehabt zu haben, die bisher die größten Schwierigkeiten bei der Bewältigung der Schuldenprobleme hatten. Dieser Befund deutet darauf hin, daß die Schuldenprobleme vieler Länder eher interne als externe Ursachen haben.

Man könnte einwenden, daß in vielen Problemschuldnerländern nicht die Qualität der Wirtschaftspolitik, gemessen an dem Pro-Kopf-Wachstum, die Entwicklung des Verschuldungsgrades bestimmt, sondern daß umgekehrt die Entwicklung des Verschuldungsgrads bestimmt, ob ein Land besondere wirtschaftspolitische Maßnahmen ergreift.[1] Dies mag insbesondere für Länder gelten, deren Auslandsschulden am Markt nur noch zu einem geringen Teil ihres Nennwerts gehandelt werden. Die Marktteilnehmer erwarten in einem solchen Fall also nicht mehr, daß der Schuldner seine bestehenden Zahlungsverpflichtungen gegenüber dem Ausland jemals erfüllt. Deshalb wird ein solcher Schuldenüberhang in der Regel auch den Zufluß ausländischen Kapitals ins Stocken bringen und sich somit negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirken. Bezogen auf unsere Fragestellung hieße dies, daß die heimische Wirtschaftspolitik aufgrund der Anreizmechanismen, die von einem Schuldenüberhang ausgehen, nicht dafür sorgt, daß es zu einem raschen Wirtschaftswachstum kommt, weil praktisch alle Erträge einer erfolgreichen strukturellen Anpassung zur Bedienung der Auslandsschulden an die externen Gläubiger transferiert werden würden.[2] Sollte sich diese Hypothese empirisch bestätigen, müßte man für einen zumindest partiellen und möglicherweise auch konditionierten Schuldenerlaß plädieren, weil sonst so gut wie keine Möglichkeit bestünde, den Lebensstandard in den Problemschuldnerländern zu steigern bzw. ein weiteres Absinken zu verhindern.[3]

---

[1] Vgl. zu einer solchen Argumentation z.B. IMF [d, 1989].

[2] Vgl. zur theoretischen Analyse der aus einem Schuldenüberhang resultierenden Anreizeffekte Corden [1988] und Krugman [1988].

[3] Vgl. dazu z.B. Sachs [1986] sowie Sachs und Huizinga [1987].

Selbstverständlich ist die negative Korrelation zwischen der Veränderung des Verschuldungsgrads und dem Pro-Kopf-Wachstum, was für alle Korrelationen zwischen "exogenen" und "endogenen" Variablen stets gilt, für sich genommen kein Beleg für die Richtung der Kausalität. Um das möglicherweise bestehende Kausalitätsproblem eines solchen Ansatzes zu umgehen, könnte man statt dieser einen umfassenden Kennziffer spezielle Variablen verwenden, wie sie in der wissenschaftlichen Literatur genannt werden, um unterschiedliche wirtschaftspolitische Strategien zu identifizieren. Daher wurde hier in einer alternativen Analyse eine Indexziffer benutzt, die das Ausmaß der Verzerrung der relativen Preise in den einzelnen Ländern wiedergibt (DIS). Sie enthält Verzerrungen des Wechselkurses ebenso wie Preisverzerrungen auf den Güter- und auf den Faktormärkten. Von großer Bedeutung für die inländische Preisstruktur sind dabei insbesondere die tarifären und die nicht-tarifären Protektionsmaßnahmen eines Landes.[1] An anderer Stelle ist gezeigt worden, daß mit dieser Indexziffer etwa ein Drittel der Unterschiede in den Wachstumsraten der Entwicklungsländer erklärt werden kann [Agarwala, 1983]. Das heißt, die Verzerrung der relativen Preise ist ein wichtiger Erklärungsfaktor für den unterschiedlichen wirtschaftlichen Erfolg vieler Entwicklungsländer.

In der Schätzgleichung [1] wurde DIS anstelle der Variablen Pro-Kopf-Wachstum (PRO) verwendet. Ein ähnliches Kausalitätsproblem wie das zwischen dem Verschuldungsgrad und der Wachstumsrate gibt es bei dieser Spezifikation nicht, weil die wirtschaftspolitischen Instanzen eines jeden Landes das Ausmaß der Verzerrung der relativen Preise unabhängig vom Verschuldungsgrad beeinflussen können.

Die alternative Schätzung ergab (t-Werte in Klammern):[2]

$$DEX = \underset{(-2,27)}{-89,67} + \underset{(2,41)}{47,68}\ DIS - \underset{(-3,15)}{1,21}\ TOT \qquad [1]$$

$n = 18;\ \bar{R}^2 = 0,51;$ F-Wert = 9,75; BP-Wert = 0,85

[1] Eine zusammenfassende Bewertung der empirischen Analysen zur Bedeutung der Außenhandelspolitik für das Wachstum in den Entwicklungsländern geben Lal und Rajapatirana [1987].

[2] DIS = Indexziffer zur Erfassung der Verzerrung der relativen Preise [Agarwala, 1983]; zur Definition der übrigen Variablen vgl. Tabelle 9.

Alle Koeffizienten sind statistisch signifikant mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit von weniger als 5 vH, was auch für die gesamte Schätzgleichung (F-Wert) gilt.[1] Nach diesen Ergebnissen ist eine Veränderung des Verschuldungsgrads positiv mit dem Ausmaß der Verzerrung der relativen Preise und negativ mit der Veränderung der Terms of trade korreliert. Im Durchschnitt der Länder unserer Stichprobe war also ein Anstieg des Verschuldungsgrads insbesondere dort zu verzeichnen, wo die Wirtschaftspolitik es versäumt hat, die Verzerrung der relativen Preise abzubauen, die die effiziente Allokation der Ressourcen behindert und das Wachstum dämpft. Im Gegensatz zu den vorhergehenden Schätzungen besitzt hier dem Betrag nach, gemessen wiederum an den standardisierten Regressionskoeffizienten, die Terms-of-trade-Entwicklung mit 0,55 gegenüber dem Verzerrungsindex mit 0,42 das größere Gewicht. Zu bedenken ist dabei, daß das Ausmaß der Verzerrung der relativen Preise nicht der einzige Faktor ist, über den die Wirtschaftspolitik das Wachstum beeinflussen kann. Auch wenn die hier benutzte Indexziffer als relativ umfassend gelten muß, mögen andere Faktoren, wie etwa eine unstetige Geld- und Finanzpolitik, ebenfalls einen wichtigen Einfluß auf die Wachstumsrate haben. Festzuhalten bleibt, daß die Hypothese eines gewichtigen Einflusses der heimischen Wirtschaftspolitik auf die Entwicklung der Auslandsverschuldung durch diesen empirischen Befund zusätzlich gestützt wird.

Wenn man außerdem berücksichtigt, daß einige Länder, die in der Stichprobe einen relativ hohen Wert für das Ausmaß der Verzerrung der relativen Preise aufweisen, inzwischen - wenn auch mit unterschiedlichem Erfolg - wirtschaftspolitische Reformen auf den Weg gebracht haben, dann könnte der Einfluß dieser Variablen im Vergleich zur Terms-of-trade-Entwicklung unterschätzt worden sein. Deshalb wurde in einer zusätzlichen Schätzung Chile aus der Stichprobe herausgenommen, weil dort in jüngster Zeit recht erfolgreiche Liberalisierungsmaßnahmen durchgeführt wurden [vgl. Corbo, de Melo, 1987], die es wenig wahrscheinlich machen, daß Chile immer noch, wie von Agarwala [1983] ausgewiesen, zu der Ländergruppe mit den stärksten Verzerrungen der re-

[1] Der sehr geringe BP-Wert zeigt an, daß die Null-Hypothese der Homoskedastizität nicht verworfen werden kann und die t-Werte der Koeffizienten somit nicht überschätzt sind.

lativen Preise gehört. Das Ergebnis dieser Schätzung lautet (t-Werte in Klammern):

$$DEX = \underset{(-2,88)}{-108,21} + \underset{(3,10)}{59,38}\ DIS - \underset{(-2,99)}{1,08}\ TOT \qquad [2]$$

$n = 17$; $\bar{R}^2 = 0,58$; F-Wert = 12,27; BP-Wert = 2,77

Alle Koeffizienten wie auch die gesamte Schätzgleichung sind mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit von weniger als 5 vH signifikant (vgl. t-Werte und F-Wert).[1] Der Erklärungsgehalt der exogenen Variablen hat sich gegenüber der vorhergehenden Schätzung verbessert (vgl. $\bar{R}^2$); allerdings zeigt sich kein statistisch gesicherter Unterschied für die Koeffizienten der Variablen DIS.[2] Insgesamt betrachtet bedeuten diese Ergebnisse, daß die Qualität der heimischen Wirtschaftspolitik eine entscheidende Rolle dabei spielt, ob es den hochverschuldeten Ländern gelingt, die Krise zu überwinden. Eine konsistente Wirtschaftspolitik ist die Voraussetzung dafür, daß sie ihre Kreditwürdigkeit wiedererlangen.

---

[1] Die Hypothese der Homoskedastizität kann wiederum nicht abgelehnt werden (vgl. BP-Wert).

[2] Nicht geklärt werden kann an dieser Stelle, ob nicht auch andere Länder der Stichprobe inzwischen das Ausmaß ihrer internen Preisverzerrungen verringert haben; möglicherweise gibt es auch Länder, für die eher das Gegenteil zutrifft. Solange wie kein neues empirisches Material dazu vorliegt, erscheint es müßig, hierüber Spekulationen anzustellen. Sicher ist, daß z.B. die Liberalisierungsmaßnahmen in den südamerikanischen Ländern häufig weit hinter dem zurückgeblieben sind, was zunächst angekündigt war. Die von Agarwala [1983] berechneten Indexziffern für interne Preisverzerrungen scheinen deshalb nach wie vor eine hohe Plausibilität zu besitzen.

VI. Grenzen der Verschuldung - Möglichkeiten und Implikationen einer Schuldenverringerung

1. Grenzen für die Verschuldung

Jede Kreditbeziehung, ob zwischen Banken, Unternehmen und Haushalten oder zwischen privaten Wirtschaftssubjekten und dem Staat, ist mit einem Risiko behaftet. Ob dieses Risiko von den Partnern bei Vertragsabschluß nach Ansicht Dritter falsch eingeschätzt wird, ist unerheblich. Denn es ist anzunehmen, daß diejenigen, die Teile ihres Vermögens einsetzen, die vorhandenen Informationen bestmöglich nutzen, um die Risiken abzuschätzen und die ihnen entsprechende Prämie zu ermitteln. Gehen die Kreditgeber die Kreditbeziehung freiwillig ein, so akzeptieren sie also auch das Risiko, daß eine Schuld möglicherweise später nicht bedient werden kann. Aus diesem Grunde stellt sich die Frage nach den Grenzen für die Verschuldung so lange nicht, wie die Kapitalgeber freiwillig Geld zur Verfügung stellen. Dies gilt auch für die Auslandsverschuldung der USA, für die viele annehmen, sie könne auf die Dauer nicht aufrechterhalten werden. Tatsächlich verlangen die ausländischen Kapitalgeber bei der Anlage in den USA keine Konditionen, die von denen für andere Industrieländer abweichen. Sie erwarten daher kein besonderes Anlagerisiko und nehmen an, daß die Schuldner, seien es Unternehmen, Haushalte oder auch der Staat, in der Zukunft in der Lage sein werden, eine ausreichend hohe Rendite zu erwirtschaften und damit den Schuldendienst zu leisten [vgl. Kauffmann, Scheide, 1989]. [1]

Werden Prämien für Risiken vereinbart, so wird aus der Sicht der Kapitalgeber der Erwartungswert der Anlage, also der unter Berücksichtigung der Ausfallwahrscheinlichkeit abdiskontierte künftige Zahlungsstrom, mit dem Wert alternativer Anlagen verglichen. Der Investor ist also von daher indifferent gegenüber Anlagen in Ländern mit verschieden hohem Verschuldungsgrad. Freilich gibt es neben Risiken, die sich aufgrund von Erfahrungswerten und von Informationen abschätzen lassen, auch Unsicherheiten, die zum Beispiel durch gänzlich neue Ereignisse

---

[1] Eine wichtige generelle Bedingung dafür ist, daß die Preise nicht durch unerwartete staatliche Eingriffe verzerrt werden, etwa durch Wechselkursmanipulationen der Notenbanken, weil dann das Entscheidungskalkül der Marktteilnehmer beeinflußt würde.

bedingt sein mögen. Solche Unsicherheiten, die der Anleger ebenfalls in das Kalkül einbezieht, lassen erwarten, daß er sein Depot diversifiziert. Es kann sein, daß es aus seiner Sicht Grenzen für die Verschuldung gibt, insbesondere auch, weil zum Beispiel völlig veränderte Verhaltensweisen und politische Reaktionen im Inland und im Ausland nicht auszuschließen sind, wenn die Verschuldung eines Landes sehr hoch wird. Es ist aber nicht möglich, ein objektives Kriterium dafür festzulegen.[1] In der Literatur und in der Praxis wird dennoch von Verschuldungsgrenzen und von einer Überschuldung von Ländern gesprochen; es geht darum, ob die Kapitalnehmer in der Lage sind, einen Schuldendienst zu erbringen, der die für das Risiko und die Unsicherheiten zu leistende Prämie enthält, mit der eine Anlage bei ihnen verbunden ist. Angeführt werden Erfahrungsregeln. So nennt zum Beispiel Williamson [1985] eine Verschuldungsquote (Verschuldung in vH der Exporte) von 200 Prozent als eine Grenze, die nicht überschritten werden sollte, weil es bei höheren Quoten in der Vergangenheit häufig Aufbringungsschwierigkeiten gegeben hätte. Theoretisch begründen läßt sich diese Grenze ebenso wenig wie bei anders definierten Quoten; eine Verschuldung, die für ein Land völlig unproblematisch sein mag, kann für ein anderes möglicherweise große Schwierigkeiten bedeuten.

Dennoch ist die Frage nach Grenzen für die Verschuldung nicht bedeutungslos. So kann man sinnvollerweise in bezug auf die Staatsverschuldung Bedingungen nennen, die erfüllt sein müssen, damit in der Zukunft keine Zielkonflikte auftreten. Zum Beispiel läßt sich ein bestimmtes Staatsdefizit (in Relation zum Sozialprodukt) auf Dauer nicht mit einer auf Preisniveaustabilität ausgerichteten Geldpolitik vereinbaren, wenn in der betrachteten Volkswirtschaft der Realzins höher ist als die Wachstumsrate des realen Bruttosozialprodukts. Unter diesen Bedingungen würde die Staatsverschuldung nämlich unbegrenzt zunehmen [Sargent, Wallace, 1981]. Um den Anstieg aufzuhalten, muß deshalb entweder die Finanzpolitik nachgeben und - beispielsweise durch eine Kürzung der Staatsausgaben - das Haushaltsdefizit verringern, oder die Geldpolitik muß von ihrem Stabilitätskurs abrücken und das Haushaltsdefizit mitfinanzieren. Die Frage, ob eine bestimmte Staatsverschuldung

[1] Tatsächlich gibt es in der Literatur kein allgemein akzeptiertes Kriterium für die Tragbarkeit einer Verschuldungssituation eines Landes.

durchzuhalten ist, gilt hier also der Konsistenz von Geld- und Finanzpolitik sowie möglichen Zielkonflikten und Korrekturerfordernissen; allerdings ist es nicht ohne weiteres möglich zu sagen, wann Korrekturen vollzogen werden müßten.

Wie für die Staatsverschuldung lassen sich auch bei der Auslandsverschuldung Bedingungen nennen, unter denen in der Zukunft Änderungen bei der Wirtschaftspolitik erforderlich oder Reaktionen der Wirtschaftssubjekte zu erwarten sind. Für die Entwicklung der Auslandsverschuldung sind folgende Variablen maßgeblich:

- die Veränderungsrate der nominalen Exporte und Importe des verschuldeten Landes;
- der aktuelle Stand der Verschuldung;
- der Zinssatz auf die ausstehenden Schulden.

Von ihnen hängt es ab, ob die Verschuldung unbegrenzt zunimmt, sich einem Grenzwert nähert oder abnimmt. Wie sie sich tatsächlich entwickeln könnte, wird im nächsten Abschnitt für einige Länder analysiert. Rein definitorisch gilt,[1] daß sich die Nettoverschuldung D_t gegenüber der Vorperiode t-1 um das Niveau des Leistungsbilanzsaldos LBS der Periode t verändert:[2]

$$D_t = D_{t-1} - LBS_t. \qquad [1]$$

Alternativ dazu läßt sich beschreiben, wie die Verschuldung vom relevanten Zinssatz und vom Saldo in der Handelsbilanz $(X_t - M_t)$ abhängt:

$$D_t = (1 + i_t)\, D_{t-1} + M_t - X_t. \qquad [2]$$

Die übliche Verschuldungsquote - Verschuldung im Verhältnis zu den Exporten - erhält man nach Division von Gleichung [2] durch X_t. Wenn die Veränderungsraten der Exporte und der Importe mit gx und gm

---

[1] Vgl. auch die Darstellung bei Piniés [1989].

[2] Hier ist abstrahiert von Änderungen der Währungsreserven. Die Nettoposition eines Landes ändert sich nicht, wenn die Zunahme der Bruttoauslandsverschuldung finanziert wird durch eine Zunahme der Währungsreserven.

bezeichnet werden (so daß $X_t = (1 + gx_t)\, X_{t-1}$ bzw. $M_t = (1 + gm_t)\, M_{t-1}$), erhält man:

$$\frac{D_t}{X_t} = \frac{(1 + i)}{(1 + gx_t)} \frac{D_{t-1}}{X_{t-1}} + \frac{(1 + gm)}{(1 + gx_t)} \frac{M_{t-1}}{X_{t-1}} - 1. \qquad [3]$$

Weil D_{t-1}/X_{t-1} und M_{t-1}/X_{t-1} gegebene Größen der Vergangenheit sind, können sie der Einfachheit halber durch Konstante ($\bar{a}$ bzw. $\bar{b}$) ersetzt werden:

$$\frac{D_t}{X_t} = \frac{(1 + i_t)}{(1 + gx_t)} \bar{a} + \frac{(1 + gm_t)}{(1 + gx_t)} \bar{b} - 1. \qquad [4]$$

Aus dieser Gleichung läßt sich erkennen, daß der Verschuldungsgrad bei ursprünglich ausgeglichener Handelsbilanz ($\bar{b} = 1$) zunimmt, wenn der Zinssatz höher ist als die Veränderungsrate der Exporte oder wenn die Importe rascher steigen als die Exporte. Je nach Ausgangssituation, Zinssatz sowie Veränderungsraten der Importe und der Exporte lassen sich verschiedene Pfade für die Verschuldung berechnen.

Dabei kommt den Exporten eines verschuldeten Landes eine große Bedeutung zu (Gleichung [4]). So wäre es für die hochverschuldeten Entwicklungsländer wichtig, daß die Industrieländer ihre Märkte weiter öffnen, wie es zum Beispiel in Kommuniqués von Wirtschaftsgipfeln immer wieder in Aussicht gestellt wird. Bedeutsam ist aber auch, daß die Industrieländer ein rasches und stetiges Wachstum ihrer Wirtschaft anstreben. Voraussetzung dafür ist eine am Anstieg des Produktionspotentials ausgerichtete Geldpolitik.[1] Denn die heftigen konjunkturellen Ausschläge der siebziger und achtziger Jahre waren vor allem eine Folge der geldpolitischen Stimulierungsversuche, denen Inflation und monetäre Bremsmanöver folgten. Weil die Inflationserwartungen durch eine potentialorientierte Geldpolitik niedrig gehalten werden können, trägt dies auch zu einem geringeren Zinsniveau bei: ist der geldpolitische Kurs verläß-

[1] Das Konzept der geldmengenorientierten Politik ist in letzter Zeit zunehmend kritisiert worden, und zwar insbesondere deshalb, weil sich die Indikatorfunktion der Geldmengenaggregate in einigen Ländern verschlechtert hat. Dies ist jedoch kein Grund, von der Politik der Geldmengenziele abzuweichen, wie z. B. Langfeldt et al. [1989] zeigen.

lich, kann die Risikoprämie entfallen, die die Sparer verlangen, wenn sie unsicher über die künftige Inflationsrate und deren Variabilität sind.[1] Auch die Finanzpolitik sollte insgesamt stetigen Kurs halten und dabei auf der Ausgabenseite durch die Bereitstellung öffentlicher Güter, auf der Einnahmenseite durch den Abbau staatlicher Leistungs- und Investitionshemmnisse, das wirtschaftliche Wachstum fördern.[2]

2. Szenarien für die Entwicklung der Verschuldung der Baker-Länder

Im folgenden soll anhand verschiedener Annahmen dargestellt werden, welche Szenarien für die Verschuldungsquote der 15 Baker-Länder, gemessen als Schulden im Verhältnis zu den Exporten, denkbar sind. Betrachtet wird der Zeitraum bis 1994. Für das Basisszenario werden die Prognosen des Internationalen Währungsfonds (IWF) herangezogen [IMF, d, 1989], die hinsichtlich der Annahmen bezüglich des Wachstums und der Inflation in den Industrieländern im großen und ganzen plausibel sind. Die Verschuldungsquote ist berechnet auf Basis der in der Studie berechneten Nettoauslandsvermögenspositionen der 15 Länder. Die Prognose der Exporte und Importe sowie der Zinszahlungen, jeweils in US-Dollar, wurde vom IWF übernommen.[3] Mit diesen Angaben kann der vom IWF unterstellte effektive Zinssatz bei den Nettoauslandsschulden berechnet werden. Im Zeitraum 1988-1990 beträgt er etwas mehr als 9 %; es wird hier angenommen, daß dieser Zins im Zeitraum 1991-1994 in etwa unverändert bleibt und bei 9 % liegt. Für den Leistungsbilanzsaldo wird - der Einfachheit halber - angenommen, daß er der Summe aus dem Handelsbilanzsaldo und den Nettozinszahlungen entspricht. Alle anderen

---

[1] Vgl. die Diskussion bei Brunner [1986].

[2] Auf eine detaillierte Beschreibung soll hier verzichtet werden. Eine theoretische Grundlage liefert z.B. Lucas [1986]. Konkrete Analysen für die Bundesrepublik finden sich bei Boss [1986] und Vaubel [1983]. Für die USA sei stellvertretend Niskanen [1988] genannt.

[3] Vgl. IMF [d, 1989]: Dort sind bis zum Jahr 1990 Jahreswerte angegeben (Tabelle A39). Für die Jahre 1991-1994 wird eine durchschnittliche Veränderungsrate für die realen Ex- und Importe ausgewiesen (Tabelle 12), wobei der IWF im Durchschnitt unveränderte Terms of trade zugrunde gelegt hat. Die Zahlen wurden für die hier vorgenommenen Berechnungen gerundet.

Größen ergeben sich entsprechend den Gleichungen [1]-[4] aus Abschnitt VI. 1.

Ausgangspunkt für die Szenarien ist das Jahr 1987. Bei einer Nettoverschuldung von insgesamt 407,1 Mrd. US-Dollar betrug die Verschuldungsquote im Durchschnitt für die 15 Baker-Länder 360,9 vH. Dabei gibt es eine erhebliche Schwankungsbreite: Die höchsten Quoten weisen Argentinien und Bolivien mit rund 800 vH auf; unterdurchschnittlich hoch ist die Quote für Nigeria, Jugoslawien, Kolumbien, Mexiko und Venezuela.[1] Insgesamt ist die Verschuldungsquote nur geringfügig niedriger als im Jahr mit dem bisherigen Höchststand (1986 mit rund 380 vH).

In dem Basisszenario ergibt sich im Zeitablauf eine weitere Abnahme der Verschuldungsquote. Im Jahr 1994 beträgt sie, wenn die Annahmen zutreffen, 243,9 vH; sie wäre somit um mehr als ein Drittel niedriger als 1986, als der Höchststand erreicht war (Tabelle 11). Auch die Schuldendienstquote, also die Nettozinszahlungen in vH der Exporte, geht zurück. Entscheidend für die Abnahme der Quote ist in erster Linie die zügige Ausweitung der Exporte, die ausreicht, um den Handelsbilanzüberschuß in etwa aufrechtzuerhalten. Wegen der fast unverändert hohen Zinszahlungen bleibt es allerdings in diesem Szenario bei dem - wenn auch geringen - Defizit in der Leistungsbilanz; folglich nimmt die Nettoauslandsverschuldung absolut betrachtet noch leicht zu.

Insofern gibt es also eine leichte Entspannung bei der Verschuldungssituation, wenn diese auch für die einzelnen Länder unterschiedlich ausgeprägt sein dürfte. Da die wirtschaftliche Lage sich gegenwärtig sogar etwas besser darstellt als zu der Zeit, aus der die Prognosen stammen, könnte das Basisszenario möglicherweise sogar noch etwas günstiger ausfallen.[2] Jedoch wird vom IWF auch angenommen, daß es keine größeren Störungen gibt, etwa in Form einer Inflationsbeschleunigung und damit auch höheren Zinsen, die zu einem schlechteren Szenario führen könnten.

---

[1] Uruguay hat als Problemschuldner eine positive Auslandsvermögensposition [vgl. Sinn, in Vorbereitung].

[2] Zudem berücksichtigt der IWF bei seinen Prognosen keine Schuldenerlasse. Weil keine konkreten Maßnahmen bekannt sind, werden vom IWF keine Änderungen bei den Prognosen vorgenommen, obwohl es in Einzelfällen zu Schuldenerlassen kommen wird.

Bibliothek des Instituts
für Weltwirtschaft Kiel

Tabelle 11 - Basisszenario für die 15 Baker-Länder 1986-1994

	Exporte		Importe		Handelsbilanzsaldo	Zinssatz
	Wert	Veränderungsrate	Wert	Veränderungsrate		
	Mrd. US-$	vH	Mrd. US-$	vH	Mrd. US-$	vH
1986	99,4	-16,3	79,0	1,2	20,4	10,3
1987	112,8	13,5	86,5	9,5	26,3	8,9
1988	127,1	12,7	96,6	11,7	30,5	9,3
1989	134,5	5,8	101,4	5,0	33,1	9,1
1990	143,7	6,8	114,0	12,4	29,7	9,4
1991	153,8	7,0	123,1	8,0	30,6	9,0
1992	164,5	7,0	133,0	8,0	31,6	9,0
1993	176,0	7,0	143,6	8,0	32,4	9,0
1994	188,4	7,0	155,1	8,0	33,3	9,0

	Saldo der Kapitalerträge	Leistungsbilanzsaldo	Verschuldung	Verschuldungsquote (a)	Schuldendienstquote(b)
	Mrd. US-$			vH	
1986	-33,8	-13,4	379,4	381,7	34,0
1987	-33,6	- 7,3	407,1	360,9	29,8
1988	-37,7	- 7,2	414,3	326,0	29,7
1989	-37,8	- 4,7	419,0	311,5	28,1
1990	-39,4	- 9,7	428,7	298,3	27,4
1991	-38,6	- 7,9	436,6	284,0	25,1
1992	-39,3	- 7,7	444,4	270,1	23,9
1993	-40,0	- 7,6	452,0	256,7	22,7
1994	-40,7	- 7,4	459,4	243,9	21,6

(a) Nettoverschuldung in vH der Exporte. - (b) Zinszahlungen in vH der Exporte.

Quelle: IMF [d, 1989]; eigene Berechnungen.

Im folgenden werden nun nach und nach einige Annahmen geändert, um zu zeigen, welchen Effekt wirtschaftspolitische Maßnahmen haben könnten. [1] Zunächst wird angenommen, daß die verschuldeten Länder den Anstieg der Inlandsnachfrage dämpfen; zusammen mit einer ebenfalls an-

[1] Ziel ist es nicht, exakte Prognosen zu machen, sondern die Größenordnung der Effekte bestimmter Parameteränderungen zu skizzieren.

Tabelle 12 - Szenario mit größerem Handelsbilanzüberschuß 1986-1994

	Exporte		Importe		Handelsbilanzsaldo	Zinssatz
	Wert	Veränderungsrate	Wert	Veränderungsrate		
	Mrd. US-$	vH	Mrd. US-$	vH	Mrd. US-$	vH
1986	99,4	-16,3	79,0	1,2	20,4	10,3
1987	112,8	13,5	86,5	9,5	26,3	8,9
1988	127,1	12,7	96,6	11,7	30,5	9,3
1989	138,5	9,0	103,4	7,0	35,2	9,0
1990	151,0	9,0	110,6	7,0	40,4	9,0
1991	164,6	9,0	118,3	7,0	46,3	9,0
1992	179,4	9,0	126,6	7,0	52,8	9,0
1993	195,6	9,0	135,5	7,0	60,1	9,0
1994	213,2	9,0	145,0	7,0	68,2	9,0

	Saldo der Kapitalerträge	Leistungsbilanzsaldo	Verschuldung	Verschuldungsquote (a)	Schuldendienstquote(b)
	Mrd. US-$			vH	
1986	-33,8	-13,4	379,4	381,7	34,0
1987	-33,6	- 7,3	407,1	360,9	29,8
1988	-37,7	- 7,2	414,3	326,0	29,7
1989	-37,3	- 2,1	416,4	300,6	26,9
1990	-37,5	2,9	413,5	273,8	24,8
1991	-37,2	9,0	404,4	245,7	22,6
1992	-36,4	16,4	388,0	216,3	20,3
1993	-34,9	25,1	362,9	185,6	17,9
1994	-32,7	35,5	327,4	153,6	15,3

(a) Nettoverschuldung in vH der Exporte. - (b) Zinszahlungen in vH der Exporte.

Quelle: IMF [d, 1989]; eigene Berechnungen.

genommenen Abwertung der Währung[1] würde dies dazu führen, daß die Importe langsamer und die Exporte rascher zunehmen. Der Effekt auf die Exporte könnte noch gefördert werden, wenn die Industrieländer ihre Märkte für Exporte aus den Entwicklungsländern öffneten.

[1] Dies entspricht einer Politik, wie sie in Abschnitt V.2 beschrieben wurde.

Steigen die Exporte der Baker-Länder rascher als die Importe (9 vH gegenüber 7 vH),[1] nimmt der Handelsbilanzüberschuß so kräftig zu, daß es sogar schon 1990 zu einem Überschuß in der Leistungsbilanz kommt, der sich danach weiter erhöht. Folglich nimmt die Nettoverschuldung absolut ab, und die Verschuldungsquote würde im Jahre 1994 nur noch 153,6 vH betragen (Tabelle 12). Die Schuldendienstquote wäre dann nur etwa halb so hoch wie im Anfangsjahr 1986. Dies zeigt, daß diese Politik recht erfolgreich sein kann, wenn sie die hier angenommenen, keineswegs unrealistisch großen Änderungen der Dynamik der Exporte und Importe erreicht.

In einem weiteren Beispiel ist der Zinssatz gegenüber dem Basisszenario um einen Prozentpunkt geringer und beträgt ab 1989: 8 %. Dies ist zwar eine im Vergleich zu den Zinssenkungen auf den Weltkapitalmärkten im Verlauf der achtziger Jahre nur leichte Abnahme. Doch ist zu bedenken, daß die Abnahme um einen Prozentpunkt den durchschnittlichen Zins betrifft, der auf die Nettoauslandsverschuldung zu zahlen ist; das bedeutet, daß der Weltmarktzins um mehr als nur einen Prozentpunkt sinken müßte, damit der Zins auf die Gesamtverschuldung um einen Prozentpunkt niedriger ausfällt. In der Folge würde die Zinslast für die 15 Länder zurückgehen. Doch reicht diese Abnahme nicht aus, um das Defizit in der Leistungsbilanz zu beseitigen (Tabelle 13). Daher sinkt die Verschuldungsquote auch nur relativ langsam. Im Jahr 1994 beträgt sie 225,4 vH und ist um nur knapp 20 Prozentpunkte niedriger als im Basisszenario.

Schließlich wurde analysiert, welche Wirkung ein einmaliger Schuldenerlaß haben könnte.[2] Unter der Annahme, daß die Nettoverschuldung Ende 1989 um 10 vH niedriger ist als im Vorjahr, verringert sich die Verschuldungsquote sofort um fast 50 Prozentpunkte (Tabelle 14). Da-

---

[1] Gegenüber dem Basisszenario hat sich die Veränderungsrate der Exporte also um zwei Prozentpunkte erhöht, die der Importe ist um einen Prozentpunkt niedriger.

[2] Auch untersucht wurde der nach Gleichung [4] interessante Fall, daß die Veränderungsraten der Ex- und Importe gleich dem Zins sind. Da im Ausgangspunkt ein Überschuß in der Handelsbilanz besteht, ergibt sich hier ein Rückgang der Verschuldungsquote auf 182 vH im Jahr 1994, und zwar unabhängig davon, wie hoch der Wert für die drei Raten ist.

Tabelle 13 - Szenario mit Zinssenkung 1986-1994

	Exporte		Importe		Handelsbilanzsaldo	Zinssatz
	Wert	Veränderungsrate	Wert	Veränderungsrate		
	Mrd. US-$	vH	Mrd. US-$	vH	Mrd. US-$	vH
1986	99,4	-16,3	79,0	1,2	20,4	10,3
1987	112,8	13,5	86,5	9,5	26,3	8,9
1988	127,1	12,7	96,6	11,7	30,5	9,3
1989	134,5	5,8	101,4	5,0	33,1	8,0
1990	143,7	6,8	114,0	12,4	29,7	8,0
1991	153,8	7,0	123,1	8,0	30,7	8,0
1992	164,5	7,0	133,0	8,0	31,5	8,0
1993	176,0	7,0	143,6	8,0	32,4	8,0
1994	188,4	7,0	155,1	8,0	33,3	8,0

	Saldo der Kapitalerträge	Leistungsbilanzsaldo	Verschuldung	Verschuldungsquote (a)	Schuldendienstquote(b)
	Mrd. US-$			vH	
1986	-33,8	-13,4	379,4	381,7	34,0
1987	-33,6	- 7,3	407,1	360,9	29,8
1988	-37,7	- 7,2	414,3	326,0	29,7
1989	-33,1	- 0,0	414,3	308,1	24,6
1990	-33,1	- 3,4	417,8	290,7	23,1
1991	-33,4	- 2,7	420,5	273,4	21,7
1992	-33,6	- 2,1	422,7	256,9	20,5
1993	-33,8	- 1,4	424,1	240,9	19,2
1994	-33,9	- 0,6	424,7	225,4	18,0

(a) Nettoverschuldung in vH der Exporte. - (b) Zinszahlungen in vH der Exporte.

Quelle: IMF [d, 1989]; eigene Berechnungen.

nach nimmt die Quote - wegen der nun niedrigeren Zinszahlungen - etwas rascher ab als im Basisszenario. Im Jahr 1994 würde sie auf 206,1 vH sinken.

Die Berechnungen zeigen, daß eine merkliche Entspannung der Verschuldungssituation möglich ist. Ob sie ausreicht, um die Probleme einzelner Entwicklungsländer spürbar zu verringern, hängt nicht zuletzt

Tabelle 14 - Szenario mit Schuldenerlaß 1986-1994

	Exporte		Importe		Handelsbilanzsaldo	Zinssatz
	Wert	Veränderungsrate	Wert	Veränderungsrate		
	Mrd. US-$	vH	Mrd. US-$	vH	Mrd. US-$	vH
1986	99,4	-16,3	79,0	1,2	20,4	10,3
1987	112,8	13,5	86,5	9,5	26,3	8,9
1988	127,1	12,7	96,6	11,7	30,5	9,3
1989	134,5	5,8	101,4	5,0	33,1	9,1
1990	143,7	6,8	114,0	12,4	29,7	9,4
1991	153,8	7,0	123,1	8,0	30,6	9,0
1992	164,5	7,0	133,0	8,0	31,6	9,0
1993	176,0	7,0	143,6	8,0	32,4	9,0
1994	188,4	7,0	155,1	8,0	33,3	9,0
	Saldo der Kapitalerträge	Leistungsbilanzsaldo	Verschuldung	Verschuldungsquote (a)	Schuldendienstquote(b)	
	Mrd. US-$			vH		
1986	-33,8	-13,4	379,4	381,7	34,0	
1987	-33,6	- 7,3	407,1	360,9	29,8	
1988	-37,7	- 7,2	414,3	326,0	29,7	
1989	-37,7	- 4,6	372,9	277,2	28,0	
1990	-35,1	- 5,4	378,3	263,2	24,4	
1991	-34,0	- 3,4	381,7	248,2	22,1	
1992	-34,3	- 2,8	384,5	233,7	20,9	
1993	-34,6	- 2,2	386,6	219,6	19,7	
1994	-34,8	- 1,5	388,2	206,1	18,5	

(a) Nettoverschuldung in vH der Exporte. - (b) Zinszahlungen in vH der Exporte.

Quelle: IMF [d, 1989]; eigene Berechnungen.

von der Politik in diesen Ländern ab. Die Erhöhung des Handelsbilanzsaldos, wie sie zum Beispiel aus einer relativen Verschiebung der Produktion zugunsten des internationalen Sektors herrühren könnte (vgl. Kapitel V), würde einen quantitativ großen Beitrag zur Verringerung der Schuldenlast leisten.

3. Zu den möglichen Auswirkungen eines Abbaus des amerikanischen Handelsbilanzdefizits

Für eine Verringerung des Defizits in der amerikanischen Handelsbilanz oder gar einen Abbau gibt es keine zwingenden Gründe; denn das Defizit signalisiert nicht - wie vielfach behauptet wird - eine unsolide Politik, eine Verschwendung von Ressourcen oder eine übermäßige Kreditaufnahme der amerikanischen Wirtschaft. Die Verschuldung im Ausland, die das Handelsbilanzdefizit auch reflektiert, hat dazu geführt, daß in den USA mehr investiert werden konnte als es sonst der Fall gewesen wäre. Insofern stellt die Auslandsverschuldung im Falle der USA keine Bürde für die Wirtschaft oder für zukünftige Generationen dar. Zwar muß der Schuldendienst geleistet werden; aber er erfolgt nicht aus einem gegebenen Einkommen, sondern aus einem Einkommen, das inzwischen durch die Kreditaufnahme im Ausland erhöht worden ist [vgl. auch Kauffmann, Scheide, 1989]. Gleichwohl scheint es interessant zu untersuchen, welche Effekte eine Verringerung des Defizits in der amerikanischen Handelsbilanz auf ausgewählte Länder haben könnte.

Die Analyse der Szenarien erfolgt in demselben Rahmen wie für die Szenarien bei den Baker-Ländern. Untersucht wird zunächst, welchen Verlauf die Handelsströme und die Auslandsverschuldung der USA unter verschiedenen Annahmen nehmen werden. Das Basisszenario für Ex- und Importe für die Zeit bis 1994 wurde in Anlehnung an vorhandene Prognosen [Data Resources, 1989][1] berechnet. Die übrigen Kenngrößen ergeben sich aus Gleichung [4] (S. 111), wobei die Auslandsverschuldung, wie in Kapitel III beschrieben, berechnet wurde. Ein Problem ergibt sich bei der Berechnung der Zinserträge bzw. Zinszahlungen. Wie in Kapitel III beschrieben, weist die Tatsache, daß die Netto-Zinseinkünfte trotz hoher Nettoverschuldung auch 1987 und 1988 noch positiv sind, auf Unzulänglichkeiten der Messung bzw. Bewertung hin. Für die Prognose wurde ein Zins von 5 % auf die Auslandsverschuldung unterstellt. Für die Lei-

---

[1] Diese Institution erwartet für die USA eine leichte konjunkturelle Abschwächung im Jahr 1990. Für die Zeit danach sind jährliche Prognosen bis 1992 verfügbar, ansonsten werden Durchschnitte für Fünf-Jahres-Perioden angegeben. Data Resources rechnet bei nahezu unveränderten Terms of trade mit einer etwas stärkeren Zunahme bei den Exporten als bei den Importen. Für das Szenario wurden die Veränderungsraten wiederum gerundet.

stungsbilanzentwicklung ergibt sich daraus vermutlich ein realistischeres Bild, als wenn ein negativer Zins eingesetzt würde.[1] Doch kommt es im folgenden vor allem auf die Handelsbilanz an.

Das Basisszenario ergibt, daß die USA auch 1994 noch ein Handelsbilanzdefizit von fast 100 Mrd. US-Dollar aufweisen werden (Tabelle 15); dies entspricht den gängigen Prognosen. Die Verschuldungsquote steigt auch in den nächsten Jahren noch an, obwohl die Exporte rascher zunehmen als die Importe. Der Grund ist, daß die USA im Ausgangspunkt - anders als die Baker-Länder - ein Defizit in der Handelsbilanz hatten.[2] Das Leistungsbilanzdefizit bleibt hoch, da sich das Defizit bei den Kapitalerträgen vergrößert. Der Schuldendienst würde in diesem Szenario etwa 10 vH der Exporte ausmachen. Da der Anteil der Exporte am Bruttosozialprodukt mit weniger als 8 vH sehr niedrig ist, entsprechen die Nettozinszahlungen weniger als 1 vH des BSP.

In dem alternativen Szenario ist vorgegeben, daß die Handelsbilanz bis 1994 in etwa ausgeglichen ist. Um dies zu erreichen, müssen die Exporte rascher, die Importe langsamer steigen als im Basisszenario. Hier verringert sich das Defizit in der Leistungsbilanz deutlich, und die Verschuldungsquote würde 1992/93 den Höhepunkt überschreiten (Tabelle 16).

Die beiden Szenarien für die USA dienen als Ausgangspunkt für eine Analyse der Effekte eines Abbaus des Defizits auf die Handelsströme verschiedener Regionen und Länder. Es wurde untersucht, wie sich die jeweiligen Handelsbilanzsalden ändern müßten, wenn das Handelsbilanzdefizit der USA bis 1994 völlig abgebaut würde. Unterstellt ist dabei, daß die Marktanteile der Abnehmer bzw. Lieferanten in etwa konstant bleiben.[3] Wegen der großen Bedeutung der Industrieländer für den Außenhandel der USA wäre die Änderung hier besonders ausgeprägt (Tabelle 17). Die Zunahme der Salden gegenüber Westeuropa, Kanada und Japan

---

[1] Andererseits ist der Zins hier niedriger als für die Entwicklungsländer (Tabelle 11); damit wird dem Bewertungsproblem Rechnung getragen.

[2] Aus Gleichung [4] (S. 111) ergibt sich, daß der Anstieg der Exporte um so mehr über dem der Importe liegen muß, je größer das Handelsbilanzdefizit ist, damit die Verschuldungsquote unverändert bleibt.

[3] Dies mag eine unrealistische Annahme sein, doch für den Vergleich spielt sie keine große Rolle, sofern sich in beiden Szenarien die Marktanteile im Zeitablauf gleich entwickeln.

Tabelle 15 - Basisszenario für die USA 1986-1994

	Exporte		Importe		Handelsbilanzsaldo	Zinssatz
	Wert	Veränderungsrate	Wert	Veränderungsrate		
	Mrd. US-$	vH	Mrd. US-$	vH	Mrd. US-$	vH
1986	223,4	3,5	368,4	9,0	-145,0	x
1987	250,3	12,0	409,8	11,2	-159,5	x
1988	319,3	27,6	446,5	9,0	-127,2	x
1989	367,2	15,0	477,8	7,0	-110,6	5,0
1990	400,2	9,0	516,0	8,0	-115,7	5,0
1991	465,3	14,0	552,1	7,0	- 95,8	5,0
1992	497,3	9,0	590,7	7,0	- 93,4	5,0
1993	537,1	8,0	632,1	7,0	- 95,0	5,0
1994	580,1	8,0	676,3	7,0	- 96,2	5,0

	Saldo der Kapitalerträge	Leistungsbilanzsaldo	Verschuldung	Verschuldungsquote (a)	Schuldendienstquote(b)
	Mrd. US-$			vH	
1986	21,6	-123,4	268,0	120,0	- 9,7
1987	22,3	-137,2	367,6	146,9	- 8,9
1988	2,3	-124,9	492,5	154,2	- 0,7
1989	-24,6	-135,2	627,7	170,9	6,7
1990	-31,4	-147,1	774,8	193,6	7,8
1991	-38,7	-134,6	909,4	199,3	8,5
1992	-45,5	-138,9	1048,2	210,8	9,1
1993	-52,4	-147,4	1195,6	222,6	9,8
1994	-59,8	-156,0	1351,6	233,0	10,3

(a) Nettoverschuldung in vH der Exporte. - (b) Zinszahlungen in vH der Exporte.

Quelle: Data Resources [1989]; US Department of Commerce [1989]; eigene Berechnungen.

ist dem Betrag nach (und auch relativ zu deren jeweiligen Exporten in die USA) etwa gleich. Mit den Entwicklungsländern Lateinamerikas gäbe es für die USA statt einer in etwa ausgeglichenen Handelsbilanz nun einen Überschuß von etwa 11 Mrd. US-Dollar. Die Länder Asiens und Afrikas wären - absolut gesehen - ähnlich stark betroffen wie Westeuropa; die weitaus größte Änderung müßte hier im Handel mit den erfolgreichen Ländern Südostasiens erfolgen. Alles in allem dürfte dieses Er-

Tabelle 16 - Szenario mit Abbau des US-Handelsbilanzdefizits 1986-1994

	Exporte		Importe		Handelsbilanzsaldo	Zinssatz
	Wert	Veränderungsrate	Wert	Veränderungsrate		
	Mrd. US-$	vH	Mrd. US-$	vH	Mrd. US-$	vH
1986	223,4	3,5	368,4	9,0	-145,0	x
1987	250,3	12,0	409,8	11,2	-159,5	x
1988	319,3	27,6	446,5	9,0	-127,2	x
1989	367,2	15,0	477,8	7,0	-110,6	5,0
1990	405,8	10,5	501,6	5,0	-95,9	5,0
1991	448,4	10,5	526,7	5,0	-78,4	5,0
1992	495,4	10,5	553,1	5,0	-57,6	5,0
1993	547,5	10,5	580,7	5,0	-33,3	5,0
1994	604,9	10,5	609,7	5,0	- 4,8	5,0

	Saldo der Kapitalerträge	Leistungsbilanzsaldo	Verschuldung	Verschuldungsquote (a)	Schuldendienstquote(b)
	Mrd. US-$			vH	
1986	21,6	-123,4	268,0	120,0	- 9,7
1987	22,3	-137,2	367,6	146,9	- 8,9
1988	2,3	-124,9	492,5	154,2	- 0,7
1989	-24,6	-135,2	627,7	170,9	6,7
1990	-31,4	-127,3	755,0	186,1	7,7
1991	-37,7	-116,1	871,1	194,3	8,4
1992	-43,6	-101,2	972,3	196,2	8,8
1993	-48,6	- 81,9	1054,1	192,6	8,9
1994	-52,7	- 57,5	1111,7	183,8	8,7

(a) Nettoverschuldung in vH der Exporte. - (b) Zinszahlungen in vH der Exporte.

Quelle: Data Resources [1989]; US Department of Commerce [1989]; eigene Berechnungen.

gebnis - rein statistisch betrachtet - für die 15 Baker-Länder implizieren, daß ihr Handelsbilanzüberschuß 1994 insgesamt etwa um ein Drittel niedriger wäre als im Basisszenario, das im vorangegangenen Abschnitt beschrieben wurde.

Diese Berechnungen können nur eine Vorstellung von der Größenordnung der hypothetischen Anpassung liefern. Insbesondere können wirtschaftspolitische Reaktionen nicht berücksichtigt werden. Es gibt

Tabelle 17 - Handelsbilanzsaldo der USA mit ausgewählten Ländern und Ländergruppen - Vergleich der Szenarien

	Basisszenario		Szenario Defizitabbau		
	1989	1994	1994	Veränderung	
				absolut(a)	Anteil an Exporten(b)
	Mrd. US-$				vH
Westeuropa	- 8,4	4,5	26,1	21,7	15,8
Bundesrepublik	- 7,4	- 7,7	- 3,3	4,4	14,4
Kanada	- 6,3	4,9	23,3	18,4	15,9
Japan	- 49,1	-62,3	-46,3	16,0	13,5
Lateinamerika	- 5,4	0,5	11,5	11,0	15,7
Mexiko	- 2,4	0,5	5,8	5,3	15,8
Asien/Afrika	- 40,5	-44,4	-22,4	22,0	14,4
Industrieländer	- 62,3	-49,0	9,1	58,1	15,1
Andere Länder (ohne OPEC)	- 39,1	-36,6	- 7,6	29,0	14,9
Insgesamt	-110,6	-96,2	- 4,8	91,4	15,0

(a) Absolute Änderung des Saldos im Jahr 1994 zwischen den beiden Szenarien. - (b) In vH der jeweiligen Exporte in die USA im Jahr 1994 (nach Szenario Defizitabbau).

Quelle: Data Resources [1989]; US Department of Commerce [1989]; eigene Berechnungen.

eine Reihe von Simulationen mit ökonometrischen Modellen, so zum Beispiel von Cline [1989]. Anhand eines Weltmodells hat er ermittelt, daß vor allem exportorientierte Länder bzw. Länder mit einem hohen Leistungsbilanzüberschuß von einem Abbau des amerikanischen Defizits betroffen wären, namentlich die Bundesrepublik und Japan sowie Hongkong, Singapur, Taiwan und Südkorea. Diese Länder müßten dieser ökonometrischen Analyse zufolge das interne Wachstum stimulieren; zugleich müßten sich ihre Währungen gegenüber dem US-Dollar kräftig aufwerten (zwischen 12 und 28 vH). Damit würde sich die Anpassungslast eines Abbaus des amerikanischen Handelsbilanzdefizits für die Entwicklungsländer vermindern.

VII. Auslandsvermögen und Leistungsbilanzsalden - Ist die Wirtschaftspolitik gefordert?

Die Bestände an Auslandsvermögen und die Leistungsbilanzsalden reflektieren die Entscheidungen der Wirtschaftssubjekte in verschiedenen Ländern über die Allokation von Ersparnissen und Investitionen. Zahlen über Auslandsvermögen und Leistungsbilanzen besagen nicht, daß es irgendwelche Ungleichgewichte gibt.[1] Vielmehr kennzeichnen internationale Kapitalbewegungen ein dynamisches Gleichgewicht, bei dem Änderungen der grundlegenden Daten die Investoren veranlassen, den einen Anlageort für Kapital einem anderen vorzuziehen.

In den achtziger Jahren ist ein großer Teil der Welt-Ersparnisse in die USA geflossen, die als kapitalreiches Land noch mehr Kapital anzogen, wohingegen kapitalarme Entwicklungsländer eine Kapitalflucht erlebten. Doch war dies nur scheinbar ein Widerspruch zu den theoretischen Überlegungen, nach denen Kapital dorthin fließt, wo es relativ knapp ist und mithin eine besonders hohe Verzinsung verspricht. Diese Verschiebung der internationalen Kapitalströme war in erster Linie wirtschaftspolitisch bedingt [Poole, 1989]. Vor dem Hintergrund einer relativ schwachen Erholung in Japan und in Westeuropa und der nur mäßigen Anreize für Investitionen sowie der Krise in den Entwicklungsländern waren die USA der "safe haven", zumal die Wirtschaftspolitik dort die Investitionen stark gefördert hatte und die Geldpolitik auf einen Stabilitätskurs gegangen war. Die Weltwirtschaft insgesamt hat davon profitiert, daß die Investitionen in den USA eine höhere Rendite versprachen - und wohl auch abwarfen -, als in anderen Ländern zu erwarten war.

Es kann deshalb nicht prinzipiell Ziel der Wirtschaftspolitik sein, eine Situation herzustellen, in der reiche Länder Kapital exportieren. Denn es wäre für die Weltwirtschaft von Nachteil, wenn Entwicklungsländer per saldo Kapital importierten, dieses Kapital aber nicht rentabel einsetzten. Auch wäre es nicht sinnvoll, wenn die USA Maßnahmen ergriffen, die ihre Attraktivität als Investitionsstandort minderten, wenn

---

[1] So auch Tobin [1987, S. 7]: "... current account imbalances could reflect long-lasting differences among economies in saving propensities, investment opportunities, and growth rates. In this case, there is no guarantee that they will go away, and probably no economic reason they should."

sie also zum Beispiel Steuern erhöhten,[1] über eine expansive Geldpolitik eine Abwertung herbeiführten oder mit protektionistischen Maßnahmen darauf hinwirkten, ihren Lebensstandard zu senken. Das wäre nicht im Interesse der USA, und es kann auch nicht im Interesse der Weltwirtschaft insgesamt sein, wenn ein Land seine Wachstumschancen vermindert, damit es auf Kosten eines niedrigeren Weltsozialprodukts eine andere Verteilung der Ersparnisse gibt. Erforderlich ist vielmehr, daß die Entwicklungsländer selbst ihre Attraktivität als Standort für Investitionen erhöhen. Die Verschuldungsprobleme würden sich dann verringern oder ganz verschwinden. Dies ist kein unerreichbares Ziel; insbesondere einige südostasiatische Länder haben gezeigt, daß die Weichenstellung für mehr Wachstum ein Verschuldungsproblem beseitigen kann.

Gelingt den hochverschuldeten Ländern kein grundlegender Kurswechsel, dann kann sich ihre Situation weiter verschärfen. Die Zahlungsunfähigkeit einer Reihe von Ländern wäre nicht auszuschließen. Eine krisenhafte Zuspitzung für die Weltwirtschaft insgesamt droht gleichwohl kaum. Zwar ist es möglich, daß dann einzelne Kreditketten zusammenbrechen und daß einige Kreditinstitute insolvent werden. Die Mehrheit der Geschäftsbanken hat inzwischen jedoch Vorsorge getroffen, und in vielen Fällen sind die Kredite bereits abgeschrieben, so daß dramatische Entwicklungen weit weniger wahrscheinlich sind, als sie es bei Ausbruch der Verschuldungskrise im Jahr 1982 schienen.[2] Außerdem hat sich die Weltwirtschaft in der Vergangenheit auch gegenüber kräftigen Änderungen bei Vermögenswerten recht robust gezeigt. So haben einzelne Länder, aber auch die Welt insgesamt, in den letzten Jahren starke Preisschwankungen und erhebliche Neubewertungen von Vermögensbe-

---

[1] Steuererhöhungen werden in der Tat von denen gefordert, die in den amerikanischen "Zwillingsdefiziten" die Ursache für die Probleme in der Weltwirtschaft sehen. Danach ist das Haushaltsdefizit Ursache für den Kapitalimport der USA, weil es die US-Zinsen in die Höhe getrieben habe, die die Ersparnisse in die USA lockten. Diese Argumentation ist nicht überzeugend, wie viele Autoren zeigen. Vgl. dazu z. B. Barro [1988], Meigs [1989] und Niskanen [1989].

[2] Wenn die Geschäftsbanken die Abschreibung sieben Jahre nach Ausbruch der Krise und angesichts des geringen Marktwertes der Schulden doch noch nicht vorgenommen haben sollten, dann vermutlich deshalb, weil Regierungen und internationale Organisationen sie in der Hoffnung bestärkten, daß sie mit einer Hilfe durch den Staat - also letztlich durch den Steuerzahler - rechnen können.

ständen, wie sie aus der Abwertung der Schulden der Entwicklungsländer auch resultieren würden, erlebt. Beispiele sind heftige Bewegungen der Immobilienpreise, drastische Ausschläge der Wechselkurse, erhebliche Änderungen wichtiger Rohstoffpreise sowie markante Veränderungen der Zinsen und der Aktienkurse, die allesamt erhebliche Vermögensverluste für einzelne Gruppen bzw. erhebliche Verschiebungen von Vermögenspositionen insgesamt mit sich brachten.[1] All dies hat die weltwirtschaftliche Entwicklung aber nur wenig beeinträchtigt.[2]

Die beteiligten Länder sollten durch ihre Politik zu einer stetigen Entwicklung an den Märkten beitragen. Dabei kommt es nicht darauf an, daß Regierungen Absprachen über die Wirtschaftspolitik treffen oder über gemeinsame Maßnahmen verhandeln; dies kann sogar kontraproduktiv sein [vgl. Scheide, Sinn, 1989]. Vielmehr sollte jedes Land versuchen, die eigenen mittelfristigen Ziele zu verfolgen. Für die Industrieländer kommt es darauf an, das Ziel des stetigen Wachstums, das in Kommuniqués von Wirtschaftsgipfeln immer wieder genannt wird, zu erreichen. Stetiges Wachstum verlangt eine stetige Geld- und Finanzpolitik. Bei Versuchen, die konjunkturelle Entwicklung gezielt zu fördern oder Schwankungen zu dämpfen, ist es in der Vergangenheit immer wieder zu einer Verstärkung des Konjunkturzyklus gekommen. Auch die Rezession zu Beginn der achtziger Jahre geht auf solche Fehler zurück. Das Wirtschaftswachstum kann auf mittlere Sicht nur durch solche Maßnahmen gestärkt werden, die auf der Angebotsseite ansetzen. Dazu gehört auch der Abbau von Handelshemmnissen, der es den hochverschuldeten Ländern zudem erleichtern würde, die Devisen für ihren Schuldendienst zu verdienen.

---

[1] Bemerkenswert ist beispielsweise die Erfahrung der japanischen Anleger, die in der ersten Hälfte der achtziger Jahre, als der US-Dollar stieg, in den USA investierten, dann aber erhebliche Verluste hinnehmen mußten, als der Dollar wieder fiel.

[2] Eine extreme Position hinsichtlich der Bedeutung der Problemschuldner für die Weltwirtschaft bezieht Sjaastad [1989]: "The health of the Californian economy is at least as important to the world economy as is that of Brazil, and the strength of the Japanese economy matters more than that of Latin America and Africa combined. The world economy will not suffer much if the weak sisters among major debtors continue to be weak, nor will the world economy much notice if they suddenly become strong."

Entscheidend für das kräftige Wachstum und die Kreditwürdigkeit der Entwicklungsländer ist deren eigene Politik. In vielen der hochverschuldeten Länder sind sicherlich drastische Schritte nötig, damit die Inflation eingedämmt, die Haushaltsdefizite verringert, die Regulierungen beseitigt und das Mißtrauen von Investoren in die Vermögenssicherheit abgebaut werden können, die allesamt die Wachstumschancen mindern. Richtig ist, daß es die politische Situation oft nicht erlaubt, der Bevölkerung eine Radikalkur zu verordnen. Doch muß eine Rückkehr zu niedrigen Inflationsraten und einer soliden Haushaltspolitik nicht unbedingt mit Einkommenseinbußen verbunden sein.[1] Es ist vielmehr wahrscheinlich, daß eine Beibehaltung der bisherigen Politik die Entwicklung der Realeinkommen stärker beeinträchtigt als eine Reform der Geld- und Finanzpolitik, weil die Reform die Ineffizienzen beseitigen würde, die eine hohe Inflation oder eine zu starke Ausweitung der Staatsausgaben immer mit sich bringen. Die vorübergehende Abschwächung würde gemildert oder sogar kompensiert, wenn die Angebotsseite durch eine Verringerung der Regulierungen gefördert würde.

Eine solche offensive Strategie würde vermutlich von ganz allein dazu führen, daß die hochverschuldeten Entwicklungsländer wieder kreditwürdig werden. Ein neueres Beispiel ist Chile, das die Finanzpolitik grundlegend reformiert, die Geldpolitik auf die Bekämpfung der Inflation ausgerichtet und den Außenhandel von vielen Hemmnissen befreit hat. In den letzten fünf Jahren ist das reale Sozialprodukt um etwa 5 vH pro Jahr gestiegen, getragen von einer kräftigen Investitionstätigkeit und rasch steigenden Exporten. Chile leistet in vereinbartem Umfang den Schuldendienst, und die Auslandsverschuldung nimmt ab.

Die Geschäftsbanken können nicht länger die Bedienung der Schulden zu den Buchwerten erwarten.[2] Auf den Finanzmärkten sind die Abschreibungen längst vorgenommen worden, und es ist wohl unrealistisch

---

[1] Vgl. Sargent [1983], der einige Perioden der Hyperinflation in den zwanziger Jahren untersucht und der für Phasen, in denen die wirtschaftspolitischen Instanzen einen glaubwürdigen Regimewechsel vorgenommen hatten, nur relativ milde und dazu recht kurze Schwächephasen diagnostiziert.

[2] "Retaining the loans at face value on their books has been a fiction ..." [Schwartz, 1989, S. 17].

anzunehmen, die Vorstände der Geschäftsbanken hätten dies ignoriert.[1] Im Nachhinein betrachtet war die Vergabe von Krediten an die Entwicklungsländer in vielen Fällen eine Fehlentscheidung; die Folgen müssen zu Lasten der Banken gehen. In einem marktwirtschaftlichen System kann es nicht Aufgabe der Regierungen sein, Verluste Privater, die sich anstelle erhoffter Gewinne ergeben, durch staatliche Hilfen auszugleichen. Gerade so verhalten sich Regierungen und internationale Organisationen aber, wenn sie Kredite an Schuldner vergeben, mit denen Zinsen an Banken bezahlt werden. Die Banken haben so keinen Anreiz, die fälligen Abschreibungen vorzunehmen, weil sie sich finanzielle Hilfe aus Steuermitteln erhoffen können.[2]

Eine Anpassung der Kredite an die neuen Gegebenheiten sollte zwischen Kreditnehmern und Kreditgebern allein vorgenommen werden. Dies lehrt auch die historische Erfahrung (vgl. Abschnitt IV.2). In den meisten Fällen ist damit eine Abwertung der Schulden verbunden. Solche Änderungen sind marktkonform und gehören zur täglichen Praxis der Geschäftsbanken in anderen Bereichen. Werden solche Umbewertungen vorgenommen, entsteht für zukünftige Kredite eine neue Basis. Die Entwicklungsländer sind weiterhin auf Kredite angewiesen und erhalten sie auch, wenn Projekte, die mit den Krediten finanziert werden, eine ausreichend hohe Rendite versprechen. Die Banken werden möglicherweise vorsichtiger sein als früher, aber dennoch ihre Kreditvergabe auf freiwilliger Basis wieder aufnehmen, um lohnende Projekte zu finanzieren. Solche Kredite würden eine höhere Rendite erwarten lassen als diejenigen, die derzeit nur deshalb vergeben werden, damit verschuldete Länder den Schuldendienst leisten können. Für die betroffenen Länder wäre ein solches Verhalten der Banken ebenso von Vorteil wie für die Weltwirtschaft insgesamt.

---

[1] Besonders drastisch drückt dies Sjaastad [1989] aus: "There isn't a U.S. bank that would not sell its entire Latin American portfolio for 40 cents on the dollar - were it not for the possibility that skillful political lobbying might turn up a sucker willing to pay 50 or 60 or even 90 cents on the dollar. That sucker is the U.S. taxpayer."

[2] Dazu Meltzer [1989, S. 13]: "Since the creditors continue to receive interest payments, financed partly by their own new loans, they have insufficient incentives to recognize the losses they have experienced. They wait for the miracle that does not happen."

Bei dieser Rollenverteilung ist eine internationale Koordination der Wirtschaftspolitik nicht erforderlich, es sei denn, sie erstreckt sich auf die Bereitstellung internationaler öffentlicher Güter.[1] Jedes Land kann die Ziele, die es sich selbst steckt, am besten durch eigene Maßnahmen erreichen; Ineffizienzen treten lediglich auf, wenn Länder versuchen, sich durch nicht-marktkonforme Maßnahmen auf Kosten anderer einen Vorteil zu verschaffen ("beggar-thy-neighbor-policy"). Absprachen auf internationaler Ebene sind nur dann sinnvoll, wenn die Zahl der Ziele größer ist als die der zur Verfügung stehenden Instrumente der Wirtschaftspolitik. Die theoretische Begründung für eine internationale Koordination steht und fällt mit dieser Bedingung [Oudiz, 1988]. Häufig wird behauptet, zu den Zielen der Wirtschaftspolitik sollte auch gehören, bestimmte Wechselkurse und Leistungsbilanzsalden anzustreben. Da es wegen der Interdependenzen nicht möglich ist, daß jedes Land hier unabhängig seine Vorstellungen realisiert, seien Absprachen auf internationaler Ebene nötig, um die Pläne über eine Koordination der Geld- und Finanzpolitik in Übereinstimmung zu bringen.

Diese weitverbreitete Einschätzung ist aus mehreren Gründen nicht zu halten. Der Wechselkurs ist, sofern er nicht durch Interventionen oder andere Eingriffe manipuliert wird, ein ganz normaler Preis. Damit gelten hier dieselben Einwände gegen Dirigismen wie in anderen Bereichen: Preise spiegeln die Marktgegebenheiten dann am besten wider, wenn sie nicht reguliert werden. Zwar führen heftige Wechselkursschwankungen, wie sie in den letzten 15 Jahren immer wieder beobachtet werden konnten, möglicherweise zu gesamtwirtschaftlichen Kosten. Diese können aber dadurch gemindert werden, daß die Unsicherheit über die Wirtschaftspolitik der Länder abgebaut wird. Deshalb kann Koordination sinnvollerweise darin bestehen, die wirtschaftspolitischen Absichten anzukündigen. Dann noch verbleibende Wechselkursänderungen spiegeln hauptsächlich reale Faktoren wider; sie durch Interventionen zu vermeiden, würde die Wohlfahrt der Weltwirtschaft beeinträchtigen. Ähnliche Argumente gelten hinsichtlich der Leistungsbilanz oder der Handelsbilanz. Ein Leistungsbilanzsaldo ist das Ergebnis der Entscheidungen pri-

[1] Zu den internationalen öffentlichen Gütern, die durch Absprache eingeführt werden können, gehören die Einigung auf ein international gültiges Rechtssystem und der Abbau von Handelsschranken [vgl. Scheide, Sinn, 1989].

vater Wirtschaftssubjekte über das Sparen und Investieren im In- und Ausland.[1] Wirtschaftspolitische Eingriffe lassen sich hieraus nicht ableiten.

Wie unsere Analyse zeigt, sagt weder die Höhe des Leistungsbilanzsaldos noch die der Auslandsvermögensposition für sich genommen etwas über die Wachstumskräfte oder die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes aus. Beispielsweise sind die Überschüsse der Bundesrepublik sowie der daraus resultierende Anstieg der Auslandsvermögensposition kein Hinweis darauf, daß die Bundesrepublik einen Einkommensvorsprung etwa gegenüber den USA hat, die ein Defizit und Auslandsschulden aufweisen. Ob die USA ihre Auslandsschulden bedienen können, hängt wiederum nicht, wie viele meinen, von der Höhe der Auslandsaktiva ab, sondern davon, wie hoch das Gesamtvermögen dieses Landes ist und wie hoch die Produktivität des Vermögens ist. Generell gilt, daß sich im internationalen Wettbewerb um mobile Ressourcen dasjenige Land einen Vorteil verschafft, das politische Stabilität mit einer effizienten Ausstattung an öffentlichen Gütern, niedrigen Steuern und einem geringen Maß an Markteingriffen verbindet. Die relative Verteilung dieser Attraktivität - wohl der eigentliche Maßstab für die internationale Wettbewerbsfähigkeit - bestimmt die Verteilung der Gesamtersparnisse auf die einzelnen Länder.

---

[1] Die Leistungsbilanz ist insofern ein Artefakt, als es auf dem "Zufall" beruht, daß handelnde Wirtschaftssubjekte in zwei verschiedenen Staaten leben. In einem vereinten Europa beispielsweise würden alle Salden zwischen den Ländern untereinander verschwinden.

Literaturverzeichnis

AGARWALA, Ramgopal, Price Distortions and Growth in Developing Countries. World Bank Staff Working Papers, 575, Washington 1983.

BAME, Jack, "A Note on the United States as a Net Debtor Nation". Survey of Current Business, Vol. 65, 1985, Nr. 6, S. 28.

BARRO, Robert J., "Are Government Bonds Net Wealth?". Journal of Political Economy, Vol. 82, 1974, Nr. 6, S. 1095-1117.

--, Macroeconomics. 2. Aufl., New York 1987.

--, The Ricardian Approach to Budget Deficits. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Vorträge, N.F., 113, 1988.

BERNHOLZ, Peter, "Inflation, Over-Indebtness, Crisis and Consolidation. Argentina and the Baring Crisis (1884-1900)". Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Vol. 140, 1984, Nr. 4, S. 669-684.

BOSS, Alfred, "Finanzpolitik seit 1982: Stärker wachstumsorientiert?". Die Weltwirtschaft, 1986, H. 1, S. 47-54.

BRUNNER, Karl, "Deficits, Interest Rates and Monetary Policy". The Cato Journal, Vol. 5, 1986, Nr. 3, S. 706-726.

BRUNO, Michael, "The Two-Sector Open Economy and the Real Exchange Rate". The American Economic Review, Vol. 66, 1976, Nr. 4, S. 566-577.

BULOW, Jeremy, Kenneth ROGOFF, "The Buyback Boondoggle". Brookings Papers on Economic Activity, 1988, Nr. 2, S. 675-698.

CLINE, William R., International Debt: Systemic Risk and Policy Response. Institute for International Economics, Washington 1984.

--, United States External Adjustment and the World Economy. Institute for International Economics, Washington 1989.

COLLINS, Susan M., South Korea's Experience with External Debt. National Bureau of Economic Research, Working Papers, 2598, Cambridge, Mass., 1988.

CORBO, Vittorio, Jaime de MELO, "Lessons from Southern Cone Policy Reforms". The World Bank Research Observer, Vol. 2, 1987, Nr. 2, S. 111-142.

CORDEN, W. Max, Inflation, Exchange Rates, and the World Economy: Lectures in International Monetary Economics. 3. Aufl., Oxford 1985.

--, "Debt Relief and Adjustment Incentives". IMF-Staff Papers, Vol. 35, 1988, Nr. 4, S. 628-643.

COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS, Economic Report of the President. Washington 1988.

CROCKETT, Andrew, Morris GOLDSTEIN, Strengthening the International Monetary System: Exchange Rates, Surveillance, and Objective Indicators. International Monetary Fund (IMF), Occasional Papers, 50, Februar 1987.

CUDDINGTON, John T., "Capital Flight". European Economic Review, Vol. 31, 1987, Nr. 1/2, S. 382-388.

CUMBY, Robert, Richard LEVICH, "On the Definition and Magnitude of Recent Capital Flight". In: Donald R. LESSARD, John WILLIAMSON (Eds.), Capital Flight and Third World Debt. Washington 1987, S. 27-67.

DATA RESOURCES, Review of the U.S. Economy. Lexington, Mass., August 1989.

DEPPLER, Michael, Martin WILLIAMSON, "Capital Flight: Concepts, Measurement, and Issues". In: RESEARCH DEPARTMENT OF THE INTERNATIONAL MONETARY FUND (Ed.), Staff Studies for the World Economic Outlook. Washington, August 1987, S. 39-58.

DEUTSCHE BUNDESBANK, Vermögensstatus der Bundesrepublik Deutschland gegenüber dem Ausland. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Frankfurt/M, November 1974, S. 13-21.

--, Der Auslandsvermögensstatus der Bundesrepublik Deutschland zur Jahresmitte 1984. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Frankfurt/M, Oktober 1984, S. 28-44.

--, Die Zahlungsbilanzstatistik der Bundesrepublik Deutschland. Inhalt, Aufbau und methodische Grundlagen. Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank, Nr. 8, Frankfurt/M 1987.

DIAZ-ALEJANDRO, Carlos F., "Stories of the 1930s for the 1980s". In: Pedro Aspe ARMELLA, Rudiger DORNBUSCH, Maurice OBSTFELD (Eds.), Financial Policies and the World Capital Market: The Problem of Latin American Countries. Chicago 1983, S. 5-35.

DORNBUSCH, Rudiger, Sebastian EDWARDS, Macroeconomic Populism in Latin America. National Bureau of Economic Research, Working Papers, 2986, Cambridge, Mass., 1989.

--, Juan Carlos de PABLO, "Argentina: Debt and Macroeconomic Instability". In: Jeffrey D. SACHS (Ed.), Developing Country Debt and the World Economy. Chicago 1989, S. 37-56.

DUWENDAG, Dieter, "Kapitalflucht aus Entwicklungsländern: Schätzprobleme und Bestimmungsfaktoren". In: Armin GUTOWSKI (Hrsg.), Die internationale Schuldenkrise. Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F., 155, Berlin 1986, S. 115-149.

EATON, Jonathan, Mark GERSOVITZ, Joseph STIGLITZ, "The Pure Theory of Country Risk". European Economic Review, Vol. 30, 1986, Nr. 3, S. 481-513.

EDWARDS, Sebastian, "Structural Adjustment Policies in Highly Indebted Countries". In: Jeffrey D. SACHS (Ed.), Developing Country Debt and Economic Performance. Vol. 1: The International Financial System. Chicago 1989, S. 159-207.

EICHENGREEN, Barry, Resolving Debt Crises: An Historical Perspective. National Bureau of Economic Research, Working Papers, 2555, Cambridge, Mass., 1988.

--, "US Capital Market and Foreign Lending, 1920-1955". In: Jeffrey D. SACHS (Ed.), Developing Country Debt and Economic Performance. Vol. 1: The International Financial System. Chicago 1989, S. 107-155.

--, Richard PORTES, "Debt and Default in the 1930s: Causes and Consequences". European Economic Review, Vol. 30, 1986, Nr. 3, S. 599-640.

--, --, "The Anatomy of Financial Crises". In: Richard PORTES, Alexander K. SWOBADA (Eds.), Threats to International Financial Stability. New York 1987, S. 10-58.

--, -- [1988a], Settling Defaults in the Era of Bond Finance. Centre for Economic Policy Research, Discussion Papers, 272, September 1988.

--, -- [1988b], Foreign Lending in the Interwar Years. Centre for Economic Policy Research, Discussion Papers, 273, September 1988.

--, -- [1989a], "After the Deluge: Default, Negotiation and Readjustment in the Interwar Years". In: Barry EICHENGREEN, Peter LINDERT (Eds.), The International Debt in Historical Perspective. Cambridge, Mass., 1989.

--, -- [1989b], Dealing with Debt: the 1930s and the 1980s. National Bureau of Economic Research, Working Papers, 2867, Cambridge, Mass., 1989.

FELDSTEIN, Martin, "A Wrong Turn on LDC Debt". The Wall Street Journal, 16. März 1989.

FINK, Gerhard, Kurt MAULER, Socialist Countries' West Trade and Hard Currency Debt. Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche, Forschungsberichte, 124, Wien 1987.

FISCHER, Bernhard, Ulrich HIEMENZ, Peter TRAPP, Argentina - The Economic Crisis in the 1980s. Kieler Studien, 197, Tübingen 1985.

FISCHER, Stanley, "Resolving the International Debt Crisis". In: Jeffrey D. SACHS (Ed.), Developing Country Debt and Economic Performance. Vol. 1: The International Financial System. Chicago 1989, S. 359-385.

FRIEDMAN, Milton, "An Economist's Growing Garden of Fallacies". The Wall Street Journal, 3. Dezember 1987.

GEWIRTZ, Carl, "Pöhl Disclaims Any Target Ceiling for Dollar". In: DEUTSCHE BUNDESBANK (Hrsg.), Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 46, Frankfurt/M, 8. Juni 1989, S. 1-2.

HABERLER, Gottfried, Der internationale Handel. Berlin 1933.

HEITGER, Bernhard, Strukturwandel und realer Wechselkurs. Kieler Studien, 183, Tübingen 1983.

--, "Bestimmungsfaktoren internationaler Wachstumsdifferenzen". Die Weltwirtschaft, 1985, H. 1, S. 49-69.

--, "Import Protection and Export Performance - Their Impact on Economic Growth". Weltwirtschaftliches Archiv, Vol. 123, 1987, S. 249-261.

HOLTFRERICH, Carl-Ludwig, Die deutsche Inflation 1914-1923. Berlin 1980.

--, Hans Otto SCHÖTZ, Vom Weltgläubiger zum Weltschuldner: Erklärungsansätze zur historischen Entwicklung und Struktur der internationalen Vermögensposition der USA. Bankhistorisches Archiv, Beiheft 13, Frankfurt 1988.

HORNE, Jocelyn, Jeroen KREMERS, Paul MASSON, "Net Foreign Assets and International Adjustment in the United States, Japan and the Federal Republic of Germany". IMF-Working Papers, Washington, März 1989, unveröff. Manuskript.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) [a], Final Report of the Working Party on the Statistical Discrepancy in World Current Account Balances. Washington 1987.

-- [b], International Financial Statistics, Vol. 42, 1989, Nr. 8.

-- [c], International Financial Statistics Yearbook. Washington, lfd. Jgg.

-- [d], World Economic Outlook. Washington, lfd. Jgg.

ISSING, Otmar, Klaus MASUCH, "Zur Frage der normativen Interpretation von Leistungsbilanzsalden". Kredit und Kapital, Vol. 22, 1989, Nr. 1, S. 1-17.

JORGENSEN, Erika, Jeffrey D. SACHS, Default and Renegotiation of Latin American Foreign Bonds in the Interwar Period. National Bureau of Economic Research, Working Papers, 2636, Cambridge, Mass., 1988.

KAUFFMANN, Barbara, "Zum Sparverhalten der privaten Haushalte in der Bundesrepublik Deutschland und in den Vereinigten Staaten". Die Weltwirtschaft, 1988, H. 2, S. 53-62.

KAUFFMANN, Barbara, Joachim SCHEIDE, Die amerikanischen Defizite im Kreuzfeuer der Kritik. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge, 150, März 1989.

KINDLEBERGER, Charles P., Manias, Panics, and Crashes. London 1978.

KING, Robert G., Charles I. PLOSSER, "Money, Deficits, and Inflation". In: Karl BRUNNER, Allan H. MELTZER (Eds.), Understanding Monetary Regimes. Amsterdam 1985, S. 147-195.

KORMENDI, Roger C., Philip G. MEGUIRE, "Macroeconomic Determinants of Growth". Journal of Monetary Economics, Vol. 16, 1985, Nr. 2, S. 141-163.

KRAVIS, Irving B., Robert E. LIPSEY, "The Assessment of National Price Levels". In: Sven W. ARNDT, J. David RICHARDSON (Eds.), Real Financial Linkages among Open Economies. Cambridge 1987, S. 97-134.

KRUGMAN, Paul, "Financing vs. Forgiving a Debt Overhang". Journal of Development Economics, Vol. 29, 1988, Nr. 3, S. 253-268.

KYDLAND, Finn E., Edward C. PRESCOTT, "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans". Journal of Political Economy, Vol. 85, 1977, Nr. 3, S. 473-491.

LAL, Deepak, Sarath RAJAPATIRANA, "Foreign Trade Regimes and Economic Growth in Developing Countries". The World Bank Research Observer, Vol. 2, 1987, Nr. 2, S. 189-217.

LANGFELDT, Enno, Joachim SCHEIDE, Peter TRAPP, "The Case for Money Supply Rules". Geld und Währung (Monetary Affairs), Vol. 5, 1989, Nr. 2/3, S. 30-47.

LEAGUE OF NATIONS, Statistical Year-Book. Genf, lfd. Jgg.

LUCAS, Robert E., "Principles of Fiscal and Monetary Policy". Journal of Monetary Economics, Vol. 17, 1986, Nr. 1, S. 117-134.

MANES, Alfred, Staatsbankrotte. 2., neu bearb. Aufl., Berlin 1919.

MEIGS, A. James, "Dollars and Deficits: Substituting False for Real Problems". In: James A. DORN, William A. NISKANEN (Eds.), Dollars, Deficits, and Trade. Boston 1989, S. 329-349.

MELTZER, Allan H., "Incentives Needed to Reform Debt". In: DEUTSCHE BUNDESBANK (Hrsg.), Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 27, Frankfurt/M, 28. März 1989, S. 12-13.

MODIGLIANI, Franco, "The Role of Intergenerational Transfers and Life Cycle Saving in the Accumulation of Wealth". The Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, 1988, Nr. 2, S. 15-40.

MORGAN GUARANTY, World Financial Markets. New York, lfd. Jgg.

NIEHANS, Jürg, International Monetary Economics. Baltimore 1984.

NISKANEN, William A., Reaganomics. Oxford 1988.

--, "The Uneasy Relation between the Budget and Trade Deficits". In: James A. DORN, William A. NISKANEN (Eds.), Dollars, Deficits, and Trade. Boston 1989, S. 305-316.

NUNNENKAMP, Peter; Rainer SCHWEICKERT, "Determinanten der Kreditvergabe von Privatbanken an Entwicklungsländer in den achtziger Jahren". Die Weltwirtschaft, 1989, H. 1, S. 152-171.

OTT, Mack, "Is America Being Sold Out?". The Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, Vol. 71, 1989, März/April, S. 47-64.

OUDIZ, Gilles, "Macroeconomic Policy Coordination: Where Should We Stand?" In: Herbert GIERSCH (Ed.), Macro and Micro Policies for More Growth and Employment. Tübingen 1988, S. 278-291.

PINIES, Jaime de, "Debt Sustainability and Overadjustment". World Development, Vol. 17, 1989, Nr. 1, S. 29-43.

PLANECON, Developments in Soviet and East European Debt to BIS-Area Commercial Banks between 1974 and 1988. Report, Vol. 5, Washington 1989, Nr. 21/22.

POOLE, William, "Issues in Foreign Investment in the United States". University of Rochester, Shadow Open Market Committee, Public Policy Series, Working Papers: Policy Statement and Position Paper. September 1989, H. 2, S. 79-85.

RICHTER, Rudolf, Ulrich SCHLIEPER, Willy FRIEDMANN, Makroökonomik. Eine Einführung. 3. Aufl., Berlin 1978.

SACHS, Jeffrey D., "Managing the LDC Debt Crisis". Brookings Papers on Economic Activity, 1986, Nr. 2, S. 397-431.

--, Harry HUIZINGA, "U.S. Commercial Banks and the Developing-Country Debt Crisis". Brookings Papers on Economic Activity, 1987, Nr. 2, S. 555-601.

SAMUELSON, Paul A., "Theoretical Notes on Trade Problems". The Review of Economic and Statistics, Vol. 56, 1964, Nr. 2, S. 145-154.

--, Economics. 11. Aufl., Tokio 1980.

SARGENT, Thomas J., "The Ends of Four Big Inflations". In: Robert HALL (Ed.), Inflation. Chicago 1983, S. 41-97.

--, Neil WALLACE, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic". Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review, Vol. 5, 1981, Herbst, S. 1-17.

SCHEIDE, Joachim, Anstieg und Fall des Dollarkurses - Folgen der amerikanischen Geldpolitik? Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge, 131, April 1987.

--, "Lehren aus dem Scheitern des Bretton-Woods-Systems". Die Weltwirtschaft, 1988, H. 1, S. 53-71.

--, Stefan SINN, "How Strong is the Case for International Coordination?". In: James A. DORN, William A. NISKANEN (Eds.), Dollars, Deficits, and Trade. Boston 1989, S. 397-422.

SCHWARTZ, Anna J., "International Debts: What's Fact and What's Fiction". Economic Inquiry, Vol. 27, 1989, Nr. 1, S. 1-19.

SCHWEICKERT, Rainer, Government Regulations, External Financing, and Economic Performance: The Case of Korea. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Arbeitspapiere, 352, Januar 1989.

SIEBERT, Horst, "The Half and the Full Debt Cycle". Weltwirtschaftliches Archiv, Vol. 125, 1989, Nr. 2, S. 217-229.

SINN, Hans Werner, Capital Income Taxation and Resource Allocation. Amsterdam 1987.

SINN, Stefan, Net External Asset Positions of 145 Countries. Estimation and Interpretation. In Vorbereitung.

SJAASTAD, Larry A., "Debtor Nations Have Never Had It So Good". The Wall Street Journal, 10./11. März 1989.

STATISTISCHES BUNDESAMT, Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland. Stuttgart, lfd. Jgg.

STATISTICS CANADA, Balance of Payments Division, The Canadian Balance of International Payments and International Investment Position. A Description of Sources and Methods. Ottawa 1981.

STEGER, Almut, "Konzept und Inhalt eines Auslandsvermögensstatus". In: Klaus HANAU, Reinhard HUJER, Werner NEUBAUER (Hrsg.), Wirtschafts- und Sozialstatistik. Empirische Grundlagen politischer Entscheidungen. Heinz Grohmann zum 65. Geburtstag. Göttingen 1986, S. 187-208.

STOBBE, Alfred, Volkswirtschaftslehre I: Volkswirtschaftliches Rechnungswesen. 6., rev. Aufl., Berlin 1984.

STRACK, Dieter, Siegfried SCHÖNHERR, Debt Survey of Developing Countries. An Improved Reporting System Approach. Ifo-Studien zur Entwicklungsforschung, Sonderreihe "Information und Dokumentation", 7, München 1989.

SUMMERS, Robert, Alan HESTON, "A New Set of International Comparisons of Real Product and Price Level Estimates for 130 Countries, 1950-1985". The Review of Income and Wealth, Series 34, 1988, Nr. 1, S. 1-25.

TOBIN, James, "Are There Reliable Adjustment Mechanisms?". Bank of Japan Monetary and Economic Studies, Vol. 5, 1987, Nr. 2, S. 1-12.

ULAN, Michael, William G. DEWALD, "The U.S. Net International Investment Position: Misstated and Misunderstood". In: James A. DORN, William NISKANEN (Eds.), Dollars, Deficits, and Trade. Boston 1989, S. 363-394.

US DEPARTMENT OF COMMERCE, Bureau of Economic Analysis, Survey of Current Business, Vol. 69, 1989, Nr. 6.

--, Bureau of the Census, The Statistical History of the United States From Colonial Times to the Present. New York 1976.

VAUBEL, Roland, "Eine Strategie für die Kürzung der Staatsausgaben". In: Herbert GIERSCH (Hrsg.), Wie es zu schaffen ist. Stuttgart 1983, S. 101-127.

VEIL, Erwin, "Der Auslandsvermögensstatus einer Volkswirtschaft". Allgemeines Statistisches Archiv, Vol. 67, 1983, S. 77-91.

WEBB, Steven B., "Latin American Debt Today and German Reparations after World War I - A Comparison". Weltwirtschaftliches Archiv, Vol. 124, 1988, S. 745-774.

WILLIAMSON, John, "Four Lessons of the Debt Crisis". Development and South-South Cooperation, Vol. 1, 1985, Nr. 1, S. 24-33.

WORLD BANK [a], World Debt Tables. Washington, lfd. Jgg.

-- [b], World Development Report 1989. Washington 1989.

-- [c], World Tables. Washington, lfd. Jgg.

YELLEN, Janet L., "Symposium on the Budget Deficit". Journal of Economic Perspectives, Vol. 3, No. 2, 1989, S. 17-21.