

Caspritz, Klaus P.

**Article — Digitized Version**

## Debt Management - ein neues Instrument der Konjunkturpolitik?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Caspritz, Klaus P. (1972) : Debt Management - ein neues Instrument der Konjunkturpolitik?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 52, Iss. 11, pp. 600-610

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/134471>

**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.*

# WISSENSCHAFT FÜR DIE PRAXIS

## Debt Management – ein neues Instrument der Konjunkturpolitik?

Klaus P. Caspritz, Düsseldorf

**Im Zuge einer wachsenden Staatsschuld darf das Debt Management nicht als ein Residualparameter der monetären Politik behandelt werden. Denn ob Existenz und Struktur der Staatsschuld schädliche oder nützliche Folgen für die wirtschaftliche Aktivität haben, hängt nicht zuletzt von der Art und Weise ab, in der sie manipuliert wird. Der folgende Beitrag schildert die konjunkturpolitischen Einsatzmöglichkeiten des Debt Management.**

In das Zentrum der geldtheoretischen und auch geldpolitischen Diskussion ist in jüngster Zeit die staatliche Schuldenaufnahme und die Höhe der bestehenden Staatsschuld gerückt. Für diese Entwicklung ist nicht nur das wissenschaftliche Interesse an diesen Bereichen verantwortlich. Das Problem der Verschuldung der öffentlichen Hand ist auch in den letzten Monaten in der BRD in Verbindung mit der Diskussion um den Staatshaushalt 1972 in den Blickpunkt einer breiten Öffentlichkeit geraten. Daneben stellt die Staatsverschuldung eine Alternative zur Steuerfinanzierung dar, wenn es darum geht, die Finanzmittel zu beschaffen, die für die verschiedentlich geforderten Infrastrukturausgaben der öffentlichen Hand benötigt werden.

Das Problem der zunehmenden Staatsverschuldung hat in der fiskalpolitischen Diskussion eine lange historische Reminiszenz, wobei – wie zur Zeit auch wieder in der BRD – das Schwerge-

wicht auf den unmittelbaren, stabilitätspolitisch bedeutsamen Einkommens- und Nachfragewirkungen von Budget-Defiziten bzw. Überschüssen liegt. Nur gelegentlich wird auch auf die damit verbundenen monetären Folgeerscheinungen eingegangen<sup>1)</sup>. Vernachlässigt werden weiter die monetären Einflüsse von Fälligkeitsstrukturveränderungen der Staatsschuld. Dieses Problem ist bei einer in der Höhe konstant bleibenden Staatsschuld unter dem Begriff des „Debt Management“, das auf eine „optimale Staatsschuldenstruktur“ gerichtet ist, vornehmlich in den angelsächsischen Ländern diskutiert worden<sup>2)</sup>.

### Abgrenzung von anderen Politiken

Der Terminus „Debt Management“ wird allerdings in der Literatur keineswegs einheitlich verwendet. Einerseits werden alle diejenigen Operationen unter ihm zusammengefaßt, die Höhe und Fälligkeitsstruktur der Staatsschuld<sup>3)</sup> beeinflussen<sup>4)</sup>,

*Klaus P. Caspritz, 33 Dr. rer. pol., war bis Juli 1972 Wissenschaftlicher Assistent im Institut für Finanzwissenschaft an der Universität Hamburg unter der Leitung von Prof. Dr. Werner Ehrlicher. Seitdem ist er Mitarbeiter der Westdeutschen Landesbank-Girozentrale, Düsseldorf. Das Thema seiner kürzlich fertiggestellten Dissertation lautet „Debt Management als Instrument monetärer Stabiilisierungspolitik“.*

<sup>1)</sup> Vgl. z. B. W. Albers: Staatsverschuldung und Geld- und Kreditpolitik. In: Finanzarchiv, Neue Folge, Bd. 21 (1961), S. 39 ff.

<sup>2)</sup> Als neueste Publikation in der deutschsprachigen Literatur vgl. K. Caspritz: Debt Management als Instrument monetärer Stabilisierungspolitik, Jugendpresseverlag Knut Reim, Hamburg 1972.

<sup>3)</sup> Unter öffentlichen Schulden sollen lediglich die des Zentralstaates (Bund) verstanden werden. Auf die Schulden der dem Zentralstaat nachgeordneten Gebietskörperschaften trifft die Argumentation jedoch gleichermaßen zu, sofern die Schulden nicht auf innerstaatlichen Kreditbeziehungen beruhen. Weiterhin werden nur diejenigen Schulden betrachtet, die außerhalb des öffentlichen Sektors (Staat) gehalten werden, da Staatsschuldstitel im öffentlichen Bereich selber nur fiktive Schulden sind und deshalb nur buchhalterische Bedeutung haben.

<sup>4)</sup> In diesem Sinne wird der Begriff von E. R. R o l p h verwendet. Vgl. ders.: Principles of Debt Management. In: American Economic Review, Bd. 47 II (1957), S. 302 ff.

andererseits beschränkt er sich auf Operationen, durch die lediglich die Fälligkeitsstruktur der Staatsschuld manipuliert wird.

Um eine klare Abgrenzung gegenüber anderen Politiken zu erhalten, muß der Begriff des Debt Management eng definiert werden. Das Debt Management umfaßt dann alle diejenigen Operationen mit Staatsschuldtiteln, die die Fristigkeitsstruktur des in der Höhe konstant bleibenden Staatsschuldtitelbestandes im privaten Sektor einer Volkswirtschaft verändern. Entscheidungen über die jeweiligen Laufzeiten, die Marktfähigkeit, die Verkaufsmethoden und die Erträge bzw. Ertragsstruktur der zu substituierenden oder zu refundierenden Titel sind mit in dem Begriff enthalten. Die Offenmarktoperationen fallen demnach nur insoweit unter diesen engen Begriff, als mit ihnen keine Geldmengenveränderungen einhergehen. Das ist eben nur bei gleichzeitigem An- und Verkauf staatlicher Schuldtitel gleichen Volumens, aber unterschiedlicher Fristigkeiten (Konversionen) der Fall<sup>5)</sup>.

#### Monetäre Einflüsse

Die Möglichkeit, die Staatsschuld über die Veränderung ihrer Fristigkeitsstruktur für geldpolitische Zwecke einzusetzen, beruht auf den damit verbundenen monetären Effekten. Da die Schuldtitel unterschiedlicher Laufzeiten geldnahe Vermögenswerte sind, berühren sie die Geldnachfrage (Liquidität), das Zinsniveau und die Zinsstruktur und auch die Kreditverfügbarkeit. Die Wirkungen auf die Zinsstruktur und das Zinsniveau ergeben sich daraus, daß die Änderungen der gesamtwirtschaftlichen Vermögensstruktur Anpassungen in der Zinsstruktur, die die Vermögensstruktur im Gleichgewicht hält, auslösen. Zugleich ist damit eine Manipulation der Liquidität verbunden, da sich Liquiditätsgrad und Laufzeit eines Titels in etwa reziprok verhalten. Somit wird die Geldnachfrage nicht nur zum Problem der Höhe, sondern auch der Struktur der Vermögensanlage.

Der Einfluß der monetären Effekte von Debt-Management-Operationen auf die wirtschaftliche Aktivität wird durch die Änderung der Geldnachfrage sowie durch Höhe und Struktur der Zinssätze und gegebenenfalls über die Veränderung des Kreditverfügbarkeitsspielraums bestimmt. Letzteres ist dann gegeben, wenn die Operationen die potentielle Liquidität in den Händen der

Wirtschaftssubjekte in der Art beeinflussen, daß diese nicht über zusätzliche Liquidität, z. B. durch Kreditgewährung seitens der Banken, also durch ihre Verschuldung, verfügen können.

Die monetären Effekte haben einen direkten wirtschaftspolitischen Bezug. Jedoch besteht für den wirtschaftspolitischen Einsatz der Operationen keine Selbstverständlichkeit. Die Frage stellt sich, an welchem Ziel die Fälligkeitsmanipulation orientiert sein sollte, welche Debt-Management-Strategie also zu verfolgen ist. Hieran entzündete sich in den USA eine Diskussion, deren Ursprung bis in die dreißiger Jahre zurückzuverfolgen ist. Als Debt-Management-Kontroverse erlebte sie in den fünfziger Jahren ihre Renaissance und gewinnt zur Zeit auch in der BRD an Aktualität.

#### Fiskalische Strategie

Der Kern dieser Kontroverse liegt in der Frage, ob das Debt Management als geldpolitischer Aktionsparameter zur Steuerung des Wirtschaftsablaufes geeignet ist oder ob nicht andere Aspekte der Strukturmanipulation größere Beachtung verdienen sollten. Drei unterschiedliche Standpunkte zeichnen sich ab, die sich in entsprechenden Debt-Management-Strategien äußern<sup>6)</sup>.

Die *fiskalische* Strategie des Debt Management<sup>7)</sup> orientiert die Fälligkeitsmanipulation am Ziel der Zinskostenminimierung auf die ausstehende Staatsschuld. Unter dem Druck sich permanent verändernder Zinssätze für Schuldtitel unterschiedlicher Laufzeiten sollen die Umstrukturierungen in der Weise vorgenommen werden, daß die Zinsbelastung des Budgets jederzeit minimal ist. Daraus ergibt sich dann die „optimale“ Laufzeitstruktur der Staatsschuld. Dieses Vorgehen erfordert eine relativ hohe Reaktionsgeschwindigkeit der Maßnahmen einerseits und die Kenntnis des zukünftigen Verlaufs der Zinskurven für unterschiedliche Fälligkeiten andererseits. Das Ziel der Zinskostenminimierung ist damit ein dynamisches Problem, da sich die relative Zinsbelastung des Budgets aus dem Zusammenspiel mehrerer Faktoren ergibt. Sie wird bestimmt durch:

- die absolute Höhe der Staatsschuld,
- die Fälligkeitsstruktur, d. h. durch die Höhe der Zinssätze für Schuldformen unterschiedlicher Laufzeiten im Zeitpunkt der Schuldenaufnahme bzw. der Schuldenkonversion, und
- das Wachstum des Gesamtbudgets.

<sup>5)</sup> Die Frage nach dem Träger dieser Operationen ist ökonomisch unbedeutend, politisch jedoch von höchster Brisanz, wenn Kompetenz- und Richtlinienstreitigkeiten auf dem Spiel stehen. Hinsichtlich der Technik des Debt Management vgl. die umfangreiche Analyse bei P. Hadrys: Techniken des Debt Management in den Vereinigten Staaten von Nordamerika unter besonderer Berücksichtigung des „Advance Refunding“, Diss. Berlin 1970.

<sup>6)</sup> Vgl. W. E. Laird: The Changing Views on Debt Management. In: W. L. Smith and R. L. Teigen (Hrsg.): Readings in Money, National Income and Stabilization Policy, Homewood, Ill (1966), S. 406-415.

<sup>7)</sup> Als Vertreter dieser Richtung gilt W. L. Smith. Vgl. ders.: Debt Management in the United States, Study Paper No. 19, Joint Committee Print, 86th Congress, 2nd Session, Washington 1960.

Daher dürfte die relative Zinsbelastung im Zeitablauf normalerweise erheblich schwanken. Wenn die Zinsbelastung des Budgets wie z. B. 1970/71 in den USA 11,1% beträgt, wird deutlich, daß Kostenüberlegungen durchaus ihre Rechtfertigung haben können. Jedoch ergibt sich aus der fiskalischen Orientierung wirtschaftspolitisch ein erheblicher Nachteil, da die fiskalische Strategie auf eine prozyklische Einsatzweise der Umstrukturierungen hinausläuft<sup>8)</sup>, die der Logik einer Marktwirtschaft widerspricht<sup>9)</sup>.

Denn in Phasen rückläufiger Konjunktur und relativ niedriger Zinssätze werden langlaufende Titel emittiert, um den Vorteil geringer Zinskosten langfristig „einzukaufen“. Durch dieses Vorgehen in solch einem Zeitpunkt wird jedoch der langfristige Zins c. p. erhöht und die Liquiditätsverfassung verschlechtert. Umgekehrt erfolgt in konjunkturell überhitzten oder stark angespannten Phasen eine (Re-)Finanzierung über hochliquide kurzfristige Titel. Tendenziell wird jetzt der langfristige Zins gesenkt und die Liquiditätsverfassung nachhaltig verbessert, so daß die Operationen in der Regel als geldpolitische Störfaktoren wirken.

#### Neutrale vs. gegenzyklische Strategie

Bei einer großen Staatsschuld sollte deshalb die Fälligkeitsmanipulation in den Dienst wirtschaftspolitischer Zielsetzungen gestellt werden. Die Einflüsse der staatlichen Schuldtitle auf die finanzielle Struktur einer Volkswirtschaft sowie die darauf basierenden Rückwirkungen von Debt-Management-Operationen auf die Liquidität und Liquiditätsstruktur, den Zins und die Zinsstruktur stehen im Zentrum der wirtschaftspolitischen Orientierung. Zwei Strategien lassen sich hierbei unterscheiden: die neutrale und die gegenzyklische Strategie.

Vertreter des *neutralen* Debt Management<sup>10)</sup> propagieren, die Fälligkeitsstrukturmanipulationen derart durchzuführen, daß die so hervorgerufenen monetären Effekte in bezug auf die Beeinflussung der wirtschaftlichen Aktivität neutral wirken. Ziel dieser Einsatzweise ist es, die Effizienz anderer (bedeutenderer!) Aktionsparameter der monetären Politik nicht zu unterminieren bzw. wiederher-

zustellen. Kritisch ist dagegen einzuwenden, daß diese Konzeption auf ein potentiell hilfreiches Instrument zur monetären Steuerung der Konjunktur verzichtet – abgesehen davon, daß auch bei dieser Politik permanente Eingriffe in die Märkte für staatliche Schuldtitle erfolgen müssen, die keineswegs immer verstetigend wirken.

So betonen denn auch die Vertreter der *gegenzyklischen* Debt-Management-Strategie<sup>11)</sup> nicht nur die Gestaltbarkeit der monetären Effekte durch entsprechende Operationen, sondern auch die Notwendigkeit, die monetären Effekte bewußt zur konjunkturellen Steuerung zu verwenden. Den hoheitlich diskretionär und autonom vorzunehmenden Fälligkeitsumstrukturierungen werden bedeutende zins- und liquiditätspolitische Impulse zugeschrieben, die im Rahmen verschiedener geldtheoretischer Konzepte operationale Ansatzpunkte der monetären Stabilisierungspolitik sind<sup>12)</sup>. Ein gewisser Zwang zu dieser Einsatzweise ergibt sich auch schon daraus, daß die sich allein im Zeitablauf verjüngende Staatsschuldenstruktur mit unkontrollierten monetären Veränderungen verbunden ist.

Grundsätzliche Vorbedingung für ein stabilitätspolitisch orientiertes, gegenzyklisch praktiziertes Debt Management zur nachhaltigen Beeinflussung der gesamten finanziellen Struktur einer Volkswirtschaft und dadurch des Wirtschaftsablaufs ist jedoch, daß

eine ausreichend große Staatsschuld besteht, die die monetäre Gesamtnachfrage beeinflusst. Denn nur eine umfangreiche Staatsschuld ist genügend manipulationsfähig.

Zweitens muß die Politik der Zinskostenminimierung aufgegeben werden. Auch muß gewährleistet sein, daß die Kurse und damit die Erträge bzw. Ertragsstruktur der Titel unterschiedlicher Laufzeiten frei schwanken können, um so den konjunkturellen Erfordernissen angepaßt zu werden. Preiszementierungen für die Titel verhindern von vornherein eine effiziente Politik.

Drittens müssen die Fälligkeitsmanipulationen bewußt, diskretionär und autonom erfolgen. Eine Automatik im Sinne eines sich selbst gegenzyklisch steuernden Prozesses – etwa im Sinne der built-in-flexibility des Steuersystems – besteht beim stabilitätsorientierten Debt Management nicht.

Wenn diese Voraussetzungen gegeben sind, dann lösen die Debt-Management-Operationen Wir-

<sup>8)</sup> Vgl. K. Caspritz: Debt Management als Instrument monetärer Stabilisierungspolitik, a. a. O., S. 35 ff., sowie K. H. Hansmeyer und K. Mackscheidt: Die fiskalische Komponente einer Politik des Debt Management. In: Kredit und Kapital, Heft 3, 1970, S. 241 ff.

<sup>9)</sup> Vgl. J. M. Culbertson: A Positive Debt Management Program. In: Review of Economics and Statistics, Vol. 41 (1959), S. 69. Hier ist insbesondere auch auf die Existenz von Zinsobergrenzen für Staatsschuldtitle längerer Laufzeiten hinzuweisen.

<sup>10)</sup> Vgl. M. Friedman: A Program for Monetary Stability, New York 1959, sowie T. C. Gaines: Techniques of Treasury Debt Management, New York 1962.

<sup>11)</sup> Vgl. Th. R. Beard: Counter-Cyclical Debt Management: A Suggested Interpretation. In: Southern Economic Journal, Bd. 30 (1963-64), S. 244 ff.

<sup>12)</sup> Vgl. K. Caspritz: Debt Management als Instrument monetärer Stabilisierungspolitik, a. a. O., S. 48-83, wo ausführlich auf die Fragen alternativer Transmissionsmechaniken monetärer Impulse auf realwirtschaftliche Größen eingegangen wird.

kungsmechanismen aus, die hauptsächlich aus den Zinseffekten, den Liquiditätseffekten sowie in der Beeinflussung der Kreditverfügbarkeit bestehen. Diese monetären Effekte werden im folgenden für die gegenzyklische Einsatzweise des Debt Management spezifiziert.

### Zinseffekte der Operationen

Die Analyse der Zinseffekte beschränkt sich auf die sogenannte „zeitliche Theorie der Zinsstruktur“ („term structure of yields“), in der die Höhe der Zinssätze in Abhängigkeit der Laufzeitstruktur der Finanzierungsmittel – hier speziell der Staatsschuld – gesehen wird. Auf eine monokausale Erklärung, wie sie in verschiedenen „reinen“ Theorien vorgenommen wird, wird hier jedoch verzichtet.

Staatsschuldentitel unterschiedlicher Laufzeiten können nicht als perfekte Substitute füreinander angesehen werden. Je stärker eine Staatsschuld nach dem Kriterium der Fristigkeit strukturiert ist, desto mehr verliert sie ihre Homogenitätseigenschaft. Mehrere Ursachen sind hierfür verantwortlich.

Verschiedene Anleger (Nachfrager) präferieren unterschiedliche Fristigkeiten entsprechend ihrem Anlagezweck, wobei Risiko und Ertragsgesichtspunkte ausschlaggebend sind. Verhalten sich die Anleger als Risikovermeider, tritt eine gewisse Trennung zwischen den Märkten für Staatsschuldentitel unterschiedlicher Laufzeit ein.

Staatsschuldentitel mit unterschiedlich langen Laufzeiten tragen unterschiedlich hohe Zinssätze. Sie können als Ausdruck der Risikoaversion der Nachfrager angesehen werden. So steigt denn die „Prämie“ auch in der Regel mit zunehmender Laufzeit eines Titels; dadurch werden die Nachfrager veranlaßt, auch längerfristige Titel zu erwerben. Die Höhe der Prämie für langfristige Titel stellt das Marktgleichgewicht her, d. h. sie überwindet die „konstitutionelle Schwäche“ des Marktes. Schließlich bedingt die Existenz institutioneller Faktoren ebenfalls eine gewisse Trennung der Märkte verschiedener Laufzeiten<sup>13)</sup>.

Sind diese Bedingungen gegeben, so kann davon ausgegangen werden, daß zwischen den Märkten für kurz- und langfristige Laufzeiten ein relativ hoher Grad der Trennung besteht. Immer dann aber, wenn die Substitutionselastizität zwischen beiden Laufzeitgruppen kleiner als unendlich ist, bewirken Verschiebungen in der relativen Zusammensetzung der verzinslichen Staatsschuld eine Beeinflussung der Differenz zwischen dem kurz- und langfristigen Zins, d. h. eine Veränderung der

Zinsstrukturspreizung. Die Fälligkeitsstrukturmanipulation der Staatsschuld zielt somit auf die Beeinflussung eben dieser Zinsstrukturspreizung. Eine Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit bei Substitution kurzfristiger durch langfristige Titel führt zur Senkung des kurzfristigen und zur Anhebung des langfristigen Zinssatzes. Damit ist eine Vergrößerung der Zinsstrukturspreizung verbunden.

Um eine Hochkonjunktur unter Kontrolle zu halten, ist solch eine Politik in der Phase des beginnenden Booms angebracht, wenn der langfristige Zins als strategisches Element bei Investitionsentscheidungen angesehen wird. Der relativ gestiegene langfristige Zins wirkt über höhere Kreditkosten bzw. als gestiegener Kalkulationszins dämpfend auf die Nachfrage. Die Folge ist eine tendenziell restriktive Einflußnahme auf die wirtschaftliche Entwicklung.

### Erwartungen der Wirtschaftssubjekte

Bei der Darstellung dieser Primärwirkungen sind jedoch die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte nur ungenügend berücksichtigt worden. Eine wirkungsvolle Zinsstrukturpolitik nach dem „reinen“ erwartungstheoretischen Ansatz der Zinsstrukturtheorie ist nicht möglich, weil die Wirtschaftssubjekte in diesem Fall unelastische, d. h. konstante Erwartungen besitzen. Der langfristige Zins wird aus dem Durchschnitt der erwarteten kurzfristigen Zinssätze für die Dauer der Laufzeit des langfristigen Titels abgeleitet. Sind die Erwartungen hinsichtlich des Zinssatzes konstant, so haben Veränderungen der relativen Angebots- bzw. Nachfragemengen keinen Einfluß auf die laufzeitbezogene Zinsstruktur. Jegliche Primäränderungen werden durch den Arbitrageprozeß beseitigt.

Dieser einfache Erwartungsstandard ist jedoch wenig realistisch, ebensowenig wie gleiche Erwartungen der Wirtschaftssubjekte. Denn einmal kann z. B. die Instanz, die die Operationen initiiert, durch das ihr zur Verfügung stehende Potential erwartungsbildend wirken, und zum anderen ist aufgrund spezifischer Risikoaversion ausgeschlossen, daß alle Wirtschaftssubjekte gleiche Erwartungen hegen. Wenn damit also elastische und ungleiche Erwartungen die wirtschaftliche Wirklichkeit hinreichend charakterisieren, dann sind die primären Zinsänderungen, die im Zuge z. B. laufzeitverkürzender Debt-Management-Operationen auftreten, nicht nur vorübergehend, sondern bleibend. Demnach führt eine Laufzeitverkürzung über die primäre Erhöhung des kurzfristigen und die Senkung des langfristigen Zinssatzes zu einem relativen Anstieg des langfristigen gegenüber dem kurzfristigen Zins, d. h. die Zinsstrukturspreizung nimmt ab. Unelastische und ungleiche

<sup>13)</sup> Vgl. J. M. Culbertson: The Term Structure of Interest Rates. In: Quarterly Journal of Economics, Vol. 71 (1957), S. 485 ff.

Erwartungen verhindern, daß der Arbitrageprozeß die Zinssatzdifferenzen beseitigt, die wegen der nunmehr unvollständigen Substituierbarkeit der Titel auftreten. In diesem Fall liegt eine Erwartungselastizität vor, die größer als Null ist<sup>14)</sup>.

### Liquiditätseffekte der Operationen

Der Einfluß der Debt-Management-Operationen beschränkt sich jedoch nicht nur auf die Zins-effekte. Denn gleichzeitig werden Liquidität, Liquiditätsstruktur und die Liquiditätsverfassung durch die Operationen verändert, wobei zwischen Zins, Zinsstruktur und Liquidität enge wechselseitige Zusammenhänge bestehen.

Unter Liquidität ist die Geldnähe von Vermögensobjekten zu verstehen. Veränderungen der Liquiditätsgrade staatlicher Schudtitel beeinflussen die Nachfrage nach bzw. das Angebot von Geld, das absolute Liquidität besitzt. Die über die Veränderung der Geldnachfrage erreichbare Konjunktursteuerung läßt sich mit Hilfe des Kassenhaltungsansatzes darstellen. Die Wirkung basiert darauf, daß von einer sinkenden Geldnachfrage inflatorische, von einer steigenden Geldnachfrage deflatorische Wirkungen ausgehen<sup>15)</sup>.

Die Bedeutung der Fristigkeitsstruktur der Staatsschuld liegt u. a. darin, daß Veränderungen der „relativen“ Liquidität staatlicher Schudtitel Rückwirkungen auf die Geldnachfrage nach sich ziehen, weil die liquiden Vermögenswerte entsprechend ihren Konditionen (Laufzeit, Ertrag, Risiko) mehr oder weniger gute Substitute für Geld sind. Wie bei der Zinsstrukturbeeinflussung gilt auch hier, daß Staatsschudtitel unterschiedlicher Laufzeiten nicht homogen sind. Die Stärke der Geldnachfragebeeinflussung bestimmt sich nach den Substitutionsbeziehungen, die zwischen dem Geld und den staatlichen Schudtiteln unterschiedlicher Laufzeiten bestehen. Zwischen dem Liquiditätsgrad eines Titels und seiner Laufzeit besteht eine negative Korrelation. Zwischen der Geldnachfrage und der Staatsschuld bzw. Staatsschuldenstruktur bestehen positive Substitutionsbeziehungen, die nach dem jeweiligen Geldbeitrag – genauer Grenzgeldbeitrag – der spezifischen Laufzeiten quantifiziert werden können.

### Wirkung auf die Geldnachfrage

Die verschiedenen Fristigkeiten einerseits sowie die Bestandshöhen einer Fristigkeit andererseits bestimmen die Geldnachfrage. Der Einfluß des Bestands einer bestimmten Fristigkeit bzw. des-

sen Änderung resultiert aus der Annahme abnehmender Nutzenzuwächse bei zunehmender Höhe seines Anteils. Denn mit wachsendem Bestand einer Fristigkeit verschiebt sich die Lage der Liquiditätspräferenzfunktion in zunehmend geringerem Maße, weil das Risiko insofern steigt, als die Titel stets schlechtere Substitute für Geld werden. Der Einfluß des Bestandes eines Titels auf die Geldnachfrage kann dann als eine nicht-lineare Beziehung zwischen den beiden Größen wiedergegeben werden. Die Substitutionselastizität gegenüber dem Geld ist weder konstant, noch weist sie lineare Veränderung auf. Jede Bestandshöhe einer bestimmten Fristigkeit bedingt daher eine spezifische Kassenhaltung. Entsprechend den unterschiedlichen Liquiditätsbeiträgen verschiedener Laufzeiten wird die Liquiditätspräferenzfunktion der Wirtschaftssubjekte durch kurzfristige Titel relativ stärker als durch längerfristige Titel berührt.

Eine Debt-Management-Operation, die zur Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit führt, bewirkt einen Anstieg der Geldnachfrage, da die Substitutionselastizität langfristiger Titel gegenüber dem Geld aufgrund des Kapitalwertrisikos wesentlich geringer ist als bei kurzfristigen Titeln. Gleichzeitig wird auch die Lage der Liquiditätspräferenzfunktion in Abhängigkeit vom Zins verändert. So wird sie z. B. bei einer Laufzeitverkürzung unelastischer werden, weil ein kurzfristig strukturiertes Portefeuille kaum Kapitalgewinnchancen beinhaltet.

### Einfluß der Zinsstrukturspreizung

Daneben muß auch die Wirkung der Zinsstrukturspreizung auf die Geldnachfrage berücksichtigt werden. Als Erklärungsfaktor scheidet die Zinsstrukturspreizung nur dann aus, wenn ein Grenzertragsausgleich zwischen alternativen Laufzeiten vorliegt. Denn dann besteht für jede Höhe des langfristigen Zinses und den entsprechenden Erwartungen der Wirtschaftssubjekte ein kurzfristiger Zins, der den erwarteten Grenzertrag von lang- und kurzfristigen Titeln ausgleicht. Wenn das nicht der Fall ist, tendiert die im Zuge einer Laufzeitverlängerung eintretende Zunahme der Zinsstrukturspreizung zur Ausdehnung der Geldnachfrage, weil das Kapitalverlustrisiko zunimmt.

Die Tatsache, daß laufzeitverlängernde Debt-Management-Operationen zur Vergrößerung der Zinsstrukturspreizung führen, bringt zum Ausdruck, daß die tatsächliche Liquidität der Wirtschaftssubjekte stärker als gewünscht gesunken ist. Die Substitutionseigenschaft staatlicher Schudtitel verschlechtert sich gegenüber dem Geld. Eine Beeinflussung der Geldnachfrage schlägt sich in der Veränderung der Umlaufge-

<sup>14)</sup> Vgl. dazu ausführlicher: J. H. Wood: The Expectations Hypothesis, The Yields Curve, and Monetary Policy. In: Quarterly Journal of Economics, Vol. 78 (1964), S. 457-470.

<sup>15)</sup> Zu den mit den Debt-Management-Operationen verbundenen Vermögenseffekten vgl. K. Caspritz: Debt Management als Instrument monetärer Stabilisierungspolitik, a. a. O., S. 142 ff.

schwindigkeit nieder. So trägt das gegenzyklische Debt Management zur Stabilisierung der Umlaufgeschwindigkeit bei, da mit der Vergrößerung der Zinsstrukturspreizung im Zuge der Laufzeitverlängerung eine Verringerung der Umlaufgeschwindigkeit einhergeht<sup>16)</sup>.

Jede Fälligkeitsstruktur der Staatsschuld übt einen spezifischen Einfluß auf die Geldnachfrage aus. Da bei der Existenz einer Liquiditätsstruktur des Vermögens die Geldnachfrage eine Funktion der Liquiditätsdifferenzen der verschiedenen Aktiva ist, hängt die Stärke der Geldnachfragebeeinflussung von der Homogenität bzw. Heterogenität der in die Debt-Management-Operationen einbezogenen Titel ab. Die Stärke, mit der die Geldnachfrage reagiert, bestimmt sich nach dem Maß der Substitutionselastizität staatlicher Schuldtitel gegenüber dem Geld. Das Debt Management kann also im Boom die Ausweitung und in der Rezession die Einschränkung der Liquidität verhindern.

Um diesen Einfluß zu quantifizieren, genügt sicherlich nicht die Verwendung des Kriteriums der „durchschnittlichen“ Laufzeit. Auch irgendwie

gebildete Laufzeitklassen sind wenig repräsentativ, wenn nicht gesichert ist, daß die Klassen liquiditätspolitisch homogen sind. Um exakte Aussagen über die Liquiditätswirkungen zu machen, muß der Liquiditätsbeitrag jeder Laufzeit gemessen werden können. Ein Verfahren hierzu ist entsprechend der Funktion der Grenzgeldnähe entwickelt worden, wobei der Liquiditätsbeitrag, der in dem sogenannten Liquiditätskoeffizienten einer Fristigkeit zum Ausdruck kommt, unter Berücksichtigung von Kapitalveränderungen und Zinsveränderungen in bezug auf eine Halteperiode erfaßt wird<sup>17)</sup>.

#### Beeinflussung der Kreditverfügbarkeit

Die Theorie der Kreditverfügbarkeit analysiert den finanziellen Bereich der Volkswirtschaft und die diesen Bereich beherrschenden Institutionen. Im

<sup>16)</sup> R. T. Seldon bestätigt durch Untersuchungen in den USA für die Periode 1919-1951 die starke negative Korrelation zwischen der Umlaufgeschwindigkeit und der Zinsstrukturspreizung. Vgl. ders.: Monetary Velocity in the United States. In: M. Friedman (Hrsg.): Studies in the Quantity Theory of Money, Chicago 1956, S. 212 ff.

<sup>17)</sup> Vgl. D. G. Lockett: On Maturity Measures of the Public Debt. In: Quarterly Journal of Economics, Vol. 78 (1964), S. 148-157.

## VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

### Neuerscheinung

Ingo von Jacobi

## DIREKTINVESTITIONEN UND EXPORT

Insbesondere im Rahmen der Leistungen an Entwicklungsländer wird darüber diskutiert, inwieweit Direktinvestitionen den öffentlichen Kapitaltransfer ersetzen können. Anhand der Ergebnisse einer breit angelegten repräsentativen Befragung deutscher Unternehmen mit Produktionsstätten oder -beteiligungen in Entwicklungsländern werden mit der vorliegenden Studie erstmals die komplizierten Verflechtungen von Investitionen und Export sowie die Auswirkungen auf die Exportströme in sachlicher, funktionaler und regionaler Sicht empirisch analysiert.

Großoktav, 213 Seiten, 1972, DM 29,80

VERLAG WELTARCHIV GMBH - HAMBURG

Mittelpunkt steht das Reaktionsverhalten der Kreditgeber auf die Veränderung der monetären Daten. Einmal stellt dieses Konzept also auf die Steuerung der potentiellen Liquidität in den Händen der Wirtschaftssubjekte ab und dokumentiert damit, daß eine monetäre Steuerung solange unvollkommen bleibt, solange nicht auch die Verschuldungsmöglichkeiten der Wirtschaftssubjekte kontrolliert werden. Zum anderen berücksichtigt es, daß das Ausgabenverhalten der Wirtschaftssubjekte aufgrund einer relativen Zinsunempfindlichkeit der Ausgaben stärker durch Variationen des Kreditangebots als durch Variationen der Kreditnachfrage beeinflusst wird<sup>19)</sup>.

Werden als institutionelle Kreditgeber hier lediglich die Banken herausgegriffen, so stellt sich die Frage, wie das Debt Management die Anlageentscheidungen der Kreditanbieter auf der Basis der umrissenen Theorie tangiert. Eine Einflußnahme ist wünschenswert, weil die Fluktuationen des Staatsschuldtitelbestandes im Bankensektor monetär destabilisierend wirken. Die Portfoliosubstitutionen beinhalten nämlich eine Aktivaumstrukturierung in der Art, daß ehemals inaktive Gelder aktiviert werden, daß also die vorhandene Geldmenge intensiver genutzt und damit die Finanzierung zusätzlicher Ausgaben ermöglicht wird. Da solche Umstrukturierungen in der Regel im Boom erfolgen, tritt über die Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ein destabilisierender Einfluß auf<sup>19)</sup>.

Liquiditäts- und stabilitätspolitisch ist es daher erforderlich, die Banken entweder an dieser Substitution zu hindern oder sie zu veranlassen, ihre Bestände an Staatsschuldtiteln im Boom nicht zu reduzieren, sondern sie gegebenenfalls weiter auszudehnen. Die Debt-Management-Operationen müssen dann dazu führen, die Substitutionselastizität zwischen den verschiedenen Bankaktiva zu reduzieren, was eine Einengung des Kreditverfügbarkeitsspielraums zur Folge hat. Dieser Absicht des Debt Management kommt es zustatten, daß die Banken eine recht flexible Portfoliopolitik betreiben, die durch Zins-, Risiko- und Liquiditätsüberlegungen bestimmt wird. Gerade diese Größen sind durch die Debt-Management-Operationen ebenfalls zu steuern. Gegenzyklisches Debt Management und Kreditverfügbarkeitstheorie stehen damit auf derselben Grundlage.

#### Der Roosa-Effekt

Zentrales Element der Kreditverfügbarkeitstheorie ist der „Roosa“- oder „locking-in“-Effekt. Er kennzeichnet ein Einfrieren des Staatsschuldtitelbestandes im Bankenportfeuille, weil im Zuge einer

<sup>19)</sup> Vgl. A. D. Tussing: Can Monetary Policy Influence the Availability of Credit? In: Journal of Finance, Vol. 21 (1966), S. 1-13.

Laufzeitverlängerung Banken beim Verkauf ihrer Titel am Markt Kursverluste in Kauf nehmen müßten. Aus der Scheu heraus, Kapitalwertverluste zu realisieren, behalten sie ihre Bestände. Das kann jedoch nur dann funktionieren, wenn die Ertragsdifferenz zwischen verschiedenen Anlagen zugunsten der staatlichen Schuldtitel ausfällt.

Diese Reaktionsweise ist umstritten und empirisch bislang nicht nachweisbar. Eine vernünftige Hypothese des Bankenverhaltens ist jedoch, „daß die gewünschte Liquiditäts-, Ertrags- bzw. Liquiditäts-Risikorelation eine abnehmende oder zumindest konstante denn eine steigende Funktion des Marktwertes des Portfeuille ist“<sup>20)</sup>. Unter dieser Annahme führen die Operationen im Boom dazu, daß die Portfolioumstrukturierungen in der destabilisierenden Art der Vergangenheit nicht weiter vorgenommen werden.

Die mit dem Hinweis auf die negativen Ergebnisse der Vergangenheit aufgestellte Behauptung, daß das Debt Management bzw. der eben beschriebene Mechanismus wirkungslos sein wird, kann nicht überzeugen. Denn die bisherigen Operationen waren – auch in den USA – vornehmlich fiskalisch orientiert und begünstigten die destabilisierende Wirkung der Umstrukturierungen. Ein gegenzyklisches Debt Management läuft aber über Ertragssteigerungen für langfristige Titel auf eine relative Reduktion der Substitutionselastizität hinaus, wenn die Renditendifferenz gegenüber anderen Anlagen negativ wird. Dann kann eine relativ stabile Portfoliostruktur der Banken im Boom erreicht werden, da beim gegenzyklischen Einsatz des Debt Management die Geschäftsbanken hinsichtlich ihrer Gewinne in derselben Lage sind wie das Schatzamt hinsichtlich seiner Zinskosten.

Das Debt Management kann also einfacher bewirken, was andere Methoden, z. B. „sekundäre Reservepläne“, zu erreichen beabsichtigen – die Abschirmung des Staatspapiermarktes<sup>21)</sup>.

#### Portfoliotheoretischer Ansatz

Bislang lag dem Debt Management die enge Definition der Staatsschulden zugrunde (verzinsliche marktfähige Staatsschuldtitel aller Laufzeiten). Vermögenstheoretisch bietet sich jedoch an, die unverzinslichen Vermögenobjekte (Geld) eben-

<sup>19)</sup> Vgl. W. L. Smith: Some Limitations on the Overall Effectiveness of Monetary Policy. In: W. Hamovitch (Hrsg.): Monetary Policy. The Argument from Keynes' „Treatise“ to Friedman, Boston 1966, S. 59 ff.

<sup>20)</sup> A. Lindbeck: The „New“ Theory of Credit Control in the United States, Stockholm 1959, S. 19.

<sup>21)</sup> Ausführlich werden die dazu geeigneten Methoden von J. A. Schlesinger analysiert. Vgl. ders.: Insulation of the Government Securities Market: Objectives, Techniques and Implications. In: CMC (Hrsg.): Fiscal and Debt Management Policies, N. J. (1963), S. 219-265.

falls mit in die Schulddefinition aufzunehmen, weil auch sie einen Anspruch gegenüber dem Staat begründen. Damit liegt eine vollkommene Trennung des öffentlichen vom privaten Sektor vor, wie sie von Gurley und Shaw in ihrem „inside-outside-money“-Konzept abgeleitet wird.

Definiert man das Debt Management im Sinne einer Vermögensumschichtungsoperation, wobei nunmehr die Offenmarktpolitik mit dem Geld als eine spezifische Form der Staatsschuld völlig integriert ist<sup>22)</sup>, so folgt daraus, daß dadurch ebenfalls nur die Struktur des monetären Vermögens beeinflußt wird. Das Debt Management umfaßt also alle Operationen, die eine Strukturveränderung des gesamten Nettoforderungsvermögens im privaten Sektor bewirken.

Diese Strukturveränderungen des monetären Vermögens, die zur Veränderung der Ertragsrelation führen, beeinflussen die wirtschaftliche Aktivität, weil nunmehr die Entscheidungen hinsichtlich der Investitionen ins Realkapital aufgrund des sich ändernden Kalkulationszinsfußes revidiert werden. In den Vermögensumschichtungsoperationen sind der Liquiditäts- und der Zinsstruktureffekt nicht mehr voneinander zu trennen, da beide mit der Veränderung der volkswirtschaftlichen Ertragsstruktur zusammenhängen.

Die wirtschaftliche Aktivität wird durch die Portfolioumschichtungen tangiert. Dabei wird das Portfoliogleichgewicht unter Berücksichtigung des Ertrages und des damit verbundenen Risikos alternativer Vermögensanlagen bestimmt. Wird unterstellt, was als Normalfall gelten kann, daß ein Wirtschaftssubjekt sich als Risikovermeider verhält, so erfolgt die Aufteilung auf verschiedene Vermögensanlagen entsprechend den Ertrags- und Risikokomponenten dieser Vermögensanlagen. Ein optimales Portfeuille und damit ein Vermögensgleichgewicht ist dann gegeben, wenn zwischen den einzelnen Vermögensanlagen ein (Grenz-)Nutzenausgleich hinsichtlich spezifischer Ertrags- und Risikozuwächse erreicht wird<sup>23)</sup>.

Eine Umschichtung des Vermögens führt makroökonomisch zu einem anderen monetären Gleichgewicht. Diese Umschichtung erfolgt schon bei geringen Ertragsveränderungen, wenn zwischen den Vermögensobjekten substitutive Beziehungen bestehen. Liegen dagegen komplementäre Verhältnisse vor, so bedarf es wesentlich stärkerer Ertragsveränderungen, d. h. die Ertragsrate der risikoreicheren Anlage muß überdurchschnittlich steigen<sup>24)</sup>. Wenn eine Veränderung der Vermö-

genskomposition nicht mehr zur Reduktion des Gesamtrisikos führt und damit zur Steigerung des erwarteten Ertrags, dann liegt ein monetäres und portfoliotheoretisches Gleichgewicht vor.

### Wirkungen auf das Realkapital

In diese Beziehungen greifen die Debt-Management-Operationen ein. Sie induzieren Ertragsveränderungen innerhalb des monetären Vermögens, lassen hingegen die Relation von monetärem zu realem Vermögen unverändert. Die Vermögensbeziehungen zwischen allen Teilen der monetären Aktiva können nur dann vernachlässigt werden, wenn alle Komponenten gute Substitute füreinander sind. Nur dann führen Umstrukturierungen innerhalb des monetären Vermögens nicht zu einer Mehr- oder Mindernachfrage nach Teilen dieses Vermögens, sondern über Veränderungen des Kalkulationszinses zu Investitionsentscheidungen ins Realvermögen. Eine Beeinflussung des Kalkulationszinses und damit der Nachfrage nach Realkapital liegt also dann vor, wenn die veränderte Zusammensetzung des monetären Vermögens das Risiko des Gesamtvermögens steigen oder sinken läßt, wobei zwischen monetärem und realem Vermögen komplementäre Beziehungen aufgrund spezifisch unterschiedlicher Risiken vorliegen.

Da insgesamt eine Erhöhung des Anteils der kurz- und der langfristigen Titel das Risiko senkt, gehen hiervon Einflüsse und Kräfte aus, die den Kalkulationszins senken und realwirtschaftlich expansiv wirken. Bei einer Substitution von kurzfristigen durch langfristige Titel hingegen folgt aus der Ablösung der kurzfristigen Titel ein restriktiver Einfluß, der stärker ist als der expansive Effekt, den die Erhöhung der langfristigen Titel bewirkt. Denn der Anstieg der Erträge des Finanzvermögens im Zuge einer Laufzeitverlängerung führt aufgrund vorliegender komplementärer Beziehungen zum Realvermögen zur Anhebung des Kalkulationszinsfußes. Über den Anstieg des Kalkulationszinses wird die wirtschaftliche Aktivität in kontraktiver Richtung berührt.

### Instrument der Geldpolitik

Das Debt Management als Gestaltungsfaktor monetärer Impulse erweist sich in beiden Betrachtungen als ein operationales Instrument der monetären Stabilisierungspolitik. In den USA hat es in der hier definierten Art jedoch kaum Bedeutung gehabt. Das Schatzamt und die Notenbank haben monetär oft gegeneinander gearbeitet; eine Koordination der Politiken ist nicht ersichtlich. So haben allein die monetären Einflüsse einer sich

<sup>22)</sup> Die Höhe der Staatsschuld ändert sich hierdurch nicht, sie wird durch den Kurs der Budgetpolitik bestimmt.

<sup>23)</sup> Vgl. F. Ritzmann: Neuere Untersuchungen zur Theorie des Geldbedarfs und der Vermögensstruktur. In: Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, Vol. 99 (1963), S. 182-192.

<sup>24)</sup> Vgl. J. Tobin: An Essay on Principles of Debt Management. In: CMC (Hrsg.): Fiscal and Debt Management Policies, N. J. (1968), S. 162 f.

ständig verjüngenden Schuldenstruktur, die im Zeitablauf selbständig auftreten, destabilisierend wirken und die Effizienz der Geldpolitik unterlaufen können.

Eine hohe Staatsschuld übt einerseits einen Zwang aus, sie beinhaltet andererseits zugleich aber auch die Chance, die monetären Einflüsse der Staatsschuldenstruktur konjunkturpolitisch zu gestalten. Das Debt Management kann die finanzielle Struktur der Gesamtwirtschaft je nach dem Gewicht der Staatsschuld durch die Beeinflussung von Zinssätzen, Zinsstruktur und Liquidität verändern. Die Zinsminimierungspolitik der fiskalischen Strategie muß jedoch aufgegeben werden.

Im Zuge einer wachsenden Staatsschuld, wie z. B. auch in der Bundesrepublik, darf das Debt Management nicht als ein Residualparameter der monetären Politik behandelt werden. Denn ob Existenz und Struktur der Staatsschuld schädliche oder nützliche Folgen für die wirtschaftliche Aktivität haben, hängt nicht zuletzt von der Art und Weise ab, in der sie manipuliert wird. Wie sie aber manipuliert wird, hängt wiederum von der Zielsetzung der Debt-Management-Strategie ab. Soll eine restriktive monetäre Politik verfolgt werden, so muß auch das Debt Management entsprechend ausgerichtet sein, andernfalls treten konterkarierende Wirkungen ein.

## Das FEBS-Konzept Fortschritt mit Einschränkungen

Klaus-Peter Fox, Saarbrücken

**Das Problem, die konjunkturellen Wirkungen des Staatshaushaltes zu messen, ist immer noch nicht befriedigend gelöst. Einen neueren Versuch stellt das Full-Employment-Budget-Surplus (FEBS)-Konzept dar. Doch auch dieser Lösungsvorschlag stößt auf gewisse Vorbehalte. Der folgende Beitrag beschäftigt sich insbesondere mit dem Fall divergierender Budgetstrukturen.**

In den Diskussionen um die konjunkturellen Wirkungen öffentlicher Haushalte findet die These von Keynes, daß das Bewußtsein der Praktiker von den theoretischen Erkenntnissen von vor 30 Jahren geprägt wird, eine erneute Bestätigung. So spielt etwa in den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank der Budgetsaldo als Indikator der Budgetwirkungen immer noch eine bedeutende Rolle, während in den monatlichen Berichten des Wirtschaftsministeriums, wenn überhaupt, die Steigerungsraten der staatlichen Ausgaben den Beurteilungsmaßstab abgeben. Es ist daher

zu begrüßen, daß wenigstens in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur eine Umorientierung zu beobachten ist. Ganz in diesem Sinne verdient auch der Beitrag von Harms und Weilepp, der sich mit dem Konzept des Full-Employment-Budget-Surplus (FEBS-Konzept) beschäftigt, Beachtung<sup>1)</sup>.

### Viele Lösungsansätze

Man sollte allerdings nicht übersehen, daß auch in der Literatur die Frage der konjunkturellen Wirkungsanalyse längst nicht abschließend geklärt ist. Das zeigt sich allein an der Vielzahl der angebotenen Lösungsversuche<sup>2)</sup>. Und hierdurch

*Klaus-Peter Fox, 27, Diplom-Volkswirt, ist Wissenschaftlicher Assistent im Institut für Finanzwissenschaft der Universität des Saarlandes in Saarbrücken. Sein spezielles Arbeitsgebiet im Rahmen der Finanzpolitik ist die Budgetpolitik.*

<sup>1)</sup> U. Harms, M. Weilepp: Das Konzept des Full-Employment-Budget-Surplus. In: WIRTSCHAFTSDIENST, 51. Jg. (1971), H. 5, S. 273-278.

<sup>2)</sup> Für einen Überblick siehe: D. Biehl, G. Hagemann, H. K. Jüttemeier und H. Legler: Zu den konjunkturellen Wirkungen der Haushaltspolitik in der Bundesrepublik Deutschland 1960-1970. In: Die Weltwirtschaft 1971, H. 2, S. 128-148.