

Boeck, Klaus; Gehrman, Dieter

Article — Digitized Version

## Anleihefinanzierung kein adäquates Mittel

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Boeck, Klaus; Gehrman, Dieter (1973) : Anleihefinanzierung kein adäquates Mittel, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 53, Iss. 2, pp. 93-94

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/134506>

**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.*

# Anleihefinanzierung kein adäquates Mittel

Klaus Boeck, Dieter Gehrman, Hamburg

Im Januarheft veröffentlichten wir den Beitrag von Peter Bernholz: „Der Europäische Währungsfonds – Möglichkeiten, Grenzen und Gefahren“. Der Autor zeigte, daß der Währungsfonds unter bestimmten Bedingungen eine zusätzliche Inflationsquelle darstellt. Um der Inflationsgefahr zu begegnen, schlug er die Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten über Anleihen vor, die vom Defizitland bzw. vom Währungsfonds im Überschußland aufgelegt werden. Zu diesem Vorschlag nehmen Klaus Boeck und Dieter Gehrman Stellung.

Mit Recht weist Peter Bernholz in seinem Beitrag darauf hin, daß eine Harmonisierung der Wirtschaftspolitiken der EG-Mitgliedstaaten zur Verhinderung von Zahlungsbilanzdefiziten ebenso unwahrscheinlich ist wie eine Kreditvergabe des Europäischen Währungsfonds mit wirtschaftspolitischen Auflagen für die Defizitländer. Allerdings geht Bernholz dann bei seinem Lösungsansatz ebenfalls von einer wenig realistischen Prämisse aus, nämlich daß die Defizitländer bzw. stellvertretend der Währungsfonds im Bedarfsfall jederzeit in den Überschußländern Anleihen emittieren können.

### Weitgehende Solidarität notwendig

Hierbei handelt es sich keineswegs um eine Selbstverständlichkeit, denn zur Zeit ist der Liberalisierungsstand im Kapitalverkehr der Gemeinschaft recht unterschiedlich. Es bestehen noch viele institutionelle, administrative und politische Hemmnisse, die die Mobilität des Kapitals einschränken. Die Gemeinschaft hat bei der Beseitigung von Kapitalverkehrshemmnissen seit 1962 nicht zuletzt deshalb keinerlei Fortschritte mehr erzielt, weil neben der allgemeinen Befürchtung, daß die Kapitalmobilität die nationalen wirtschafts-, währungs- und haushaltspolitischen Ziele gefährden könnte, einige Mitgliedstaaten nicht bereit sind, ihre Ersparnisse anderen Staaten der Gemeinschaft zur Verfügung zu stellen. Selbst wenn sich in dieser Hinsicht bei einzelnen EG-Staaten grundsätzlich ein Wandel vollziehen sollte,

bleibt die Frage, ob diesen Anleihen Vorrang eingeräumt wird. Sollte das der Fall sein, verdrängt das Defizitland zumindest bei einem knappen Kapitalangebot entweder private Unternehmen oder die öffentliche Hand der Gläubigerstaaten vom Kapitalmarkt, so daß deren Investitions- und Reformvorhaben zurückgestellt werden müßten. Ob die Solidarität innerhalb der EWG aber so weit geht, muß bezweifelt werden.

### Problematischer Emissionszeitpunkt

Unterstellt man, daß diese Solidarität gegeben ist, bleibt noch die Frage nach dem geeigneten Emissionszeitpunkt. Bernholz denkt offenbar daran, daß die Anleihen erst dann aufgelegt werden sollen, wenn ein Zahlungsbilanzdefizit bereits entstanden ist; denn hier ist eindeutig, wer Schuldner und wer Gläubiger ist. Die grenzüberschreitenden Transaktionen müssen jedoch schon bei ihrer Vornahme finanziert werden, in einem Augenblick also, in dem die Anleihemittel noch nicht verfügbar sind. Eine Vorfinanzierung ist daher erforderlich. Somit reichen Kapitalmarktanleihen allein nicht aus, um das Beistandssystem funk-

*Dr. Klaus Boeck, 31, und Dieter Gehrman, 29, Dipl.-Volksw., sind Referenten in der Abteilung Internationale Währungspolitik des HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg.*

tionsfähig zu erhalten. Sie müßten immer durch ein Interventionssystem ergänzt werden.

Eine Alternative wäre die Emission von Kapitalmarktanleihen zu einem Zeitpunkt, zu dem das Zahlungsbilanzdefizit noch nicht entstanden ist, als Vorsorge also gegen künftige Defizite. In diesem Fall müßte zur Vereinfachung des Verfahrens der Fonds die Anleihen auflegen, die auf Rechnungseinheiten zu lauten hätten. Die Mittel würden dann im Bedarfsfall den jeweiligen Staaten mit entsprechenden Auflagen über Zins- und Tilgungszahlungen zur Verfügung gestellt. Hier entsteht aber das Problem, wer den Kapitaleinsatz für die nicht in Anspruch genommenen Währungen aufzubringen hätte. Der Fonds scheidet dafür aus, da er keine eigenen Einnahmen hat, es sei denn, die Gemeinschaft stellt ihm Mittel dafür zur Verfügung. Ist das nicht der Fall, verbleiben nur die Staaten selbst, in denen die jeweiligen Währungsanleihen aufgelegt wurden. Das bedeutet aber, daß sie sogar bei einer ausgeglichenen Zahlungsbilanz gegenüber der Gemeinschaft Zinsen zahlen müßten, und zwar solange, bis ein Defizitland den Währungsbeistand in Anspruch nimmt. Ein Beistandssystem in dieser Form erscheint nicht nur als recht kompliziert, sondern auch als relativ kostspielig, denn neben Zins- und Tilgungszahlungen verlangt dieser Stützungsmechanismus die zumindest teilweise Stilllegung von langfristigem Kapital, das in allen EG-Mitgliedstaaten knapp ist und zur Finanzierung des wirtschaftlichen Wachstums dringend benötigt wird.

Ebenso problematisch wie die Wahl des Emissionszeitpunktes ist auch die Frage nach der Höhe der in den einzelnen Staaten aufzulegenden Anleihen. Dazu wäre eine exakte Voraussage der zu erwartenden Zahlungsbilanzdefizite notwendig – eine Aufgabe, die sich angesichts der besonders großen Unwägbarkeiten in den Außenwirtschaftsbeziehungen kaum zufriedenstellend lösen läßt.

#### **Zinssteigerungen nicht immer erwünscht**

Auch die von Bernholz erhofften Stabilitätseffekte für die Volkswirtschaft des Überschußlandes sind nicht eindeutig. Er geht in seinem Vorschlag zwar von einer marktgerechten Ausgestaltung der Emission aus, konstruiert sich aber für das Gläubigerland einen wirtschaftspolitisch recht günstigen Fall, nämlich Zahlungsbilanzüberschuß und Vollbeschäftigung. In dieser Situation kann eine Zinssteigerung durchaus begrüßt werden, wenn sie nicht zu Kapitalimporten führt, die eine Spekulation anregen. Nun sind aber ohne Schwierigkeiten auch Fälle denkbar, in denen ein Land einen Zahlungsbilanzüberschuß und Unterbeschäftigung hat, so daß eine Zinssteigerung aus binnenwirtschaftlichen Überlegungen heraus nicht erwünscht

ist und die Emission des Defizitlandes deshalb nicht genehmigt wird.

Läßt man Bernholz' Modellprämissen gelten, dann sieht er als einen Vorteil der Anleihefinanzierung an, daß in den entsprechenden Gläubigerländern kein zusätzliches Zentralbankgeld geschaffen wird. Diese Aussage ist sicher richtig. Nicht ausgeschlossen ist jedoch – und das ist entscheidend – eine Erhöhung des Geldvolumens. Denn Ersparnisse, z. B. Termineinlagen, werden durch die vom Fonds vorgenommene Finanzierung ausländischer Zahlungsbilanzdefizite in Sichtguthaben inländischer Exporteure transformiert. Das heißt, die inländische Geldmenge wird ausgeweitet. Eine gestiegene Geldmenge bedeutet zunächst aber nichts anderes als eine Erhöhung des kurzfristigen Kreditangebots zu niedrigeren Zinsen. Inwieweit sich die Senkung der kurzfristigen Zinssätze auch auf die langfristigen Zinsen auswirkt, hängt von der Effizienz des Transformationsprozesses der Banken ab. Mit Sicherheit wird aber der von Bernholz genannte Bremseffekt teilweise kompensiert, so daß der Inflationsdruck gar nicht oder nur begrenzt gemildert wird.

#### **Monetäre Integration verfrüht**

Der Vorschlag von Bernholz ist somit insgesamt kaum weniger fragwürdig als eine entsprechende Kreditgewährung durch die Notenbanken, wobei letztere noch den Vorteil einer wesentlich größeren Flexibilität besitzt, die gerade für die Finanzierung kurzfristiger Zahlungsbilanzdefizite von entscheidender Bedeutung ist.

Neben der grundsätzlichen Problematik, kurzfristige Zahlungsbilanzdefizite – nur um diese kann es sich handeln – mit langfristigem Kapital zu finanzieren, bietet dieses Vorgehen auch nicht die Gewähr, daß es tatsächlich gelingt, die EG-Staaten zahlungsbilanzpolitisch zu disziplinieren. Kein Land wird sich dadurch zwingen lassen, seine Wirtschaftspolitik außenwirtschaftlichen Erfordernissen unterzuordnen. Bleibt somit nur die trübe Aussicht auf eine durch die Schaffung des Währungsfonds sanktionierte Inflationgemeinschaft? Ein allerdings nicht einfacher Ausweg wäre denkbar, der gleichzeitig als Testfall für die Ernsthaftigkeit der europäischen Integrationsbemühungen dienen könnte: Die Beseitigung der Ursachen für die divergierenden Wirtschaftspolitiken. Dazu gehören vor allem die Unterschiede im Entwicklungsstand zwischen den Volkswirtschaften der EG-Staaten. Erst wenn es gelingt, die hier vorhandenen strukturellen Disparitäten auszugleichen, kann eine Harmonisierung der Wirtschaftspolitiken in Europa erfolgreich sein. Damit wird aber deutlich, wie wenig sinnvoll eine alleinige monetäre Integration in der EWG ist.