

Dickertmann, Dietrich; Häberle, Lothar

Article — Digitized Version

## Finanzierung durch Auslandsverschuldung?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Dickertmann, Dietrich; Häberle, Lothar (1979) : Finanzierung durch Auslandsverschuldung?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 59, Iss. 7, pp. 336-340

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/135337>

**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.*

# Finanzierung durch Auslandsverschuldung?

Dietrich Dickertmann, Trier, Lothar Häberle, Köln

Als kürzlich die Stadt Bonn zur Finanzierung ihres Haushaltes ein Darlehen in Höhe von 50 Mill. Schweizer Franken aufnahm, löste dies heftige Reaktionen bei der Deutschen Bundesbank, im Bonner Finanzministerium und bei der Kommunalaufsicht im zuständigen Innenministerium des Landes Nordrhein-Westfalen aus<sup>1</sup>. Die Stadt hatte – den Verlautbarungen zufolge – gegen ein in der Bundesrepublik offenbar bestehendes Tabu verstoßen: Eine Auslandsverschuldung der öffentlichen Hände zur Haushaltsfinanzierung ist so gut wie unzulässig<sup>2</sup>. Der Bundesminister der Finanzen, H. Matthöfer, hatte selbst gerade erst eine diesbezügliche Erwartung des Kredit- und Devisenmarktes, wonach der Bund eine Schuldaufnahme im Ausland in Erwägung ziehe, nachdrücklich dementiert<sup>3</sup>. Der nachfolgende Beitrag versucht, den Gründen für diese schuldenpolitische Abstinenz aus nationaler Sicht nachzugehen.

Auseinandersetzungen um die Auslandsverschuldung sind in der finanz- und geldpolitischen Diskussion der Bundesrepublik nicht neu. Bereits in den Jahren 1974 bis 1976 gab es angesichts des hohen Finanzierungsbedarfs der öffentlichen Haushalte, insbesondere des Bundes, bei einer gleichzeitigen Zurückhaltung der Kreditinstitute als maßgebliche Zeichner öffentlicher Titel ähnliche Erwägungen<sup>4</sup>.

□ Im Herbst 1974 verteidigte der damalige Bundesfinanzminister H. Apel die Abtretung von Schuldverschreibungen des Bundes in Milliarden-Höhe durch deutsche Banken an das Ausland, wobei wohl vor allem ölexportierende Länder als Käufer in Erscheinung traten<sup>5</sup>. Die dadurch erleichterte Fremdfinanzierung auf dem heimischen Markt wurde dankbar registriert.

□ Im August 1975 erweiterte die Deutsche Bundesbank in Abstimmung mit dem Bundesfinanzministerium indirekt die Verschuldungsmöglichkeiten des Bundes im Ausland: Der Verkauf von Wertpapieren mit

Laufzeiten zwischen zwei und vier Jahren ins Ausland wurde genehmigt<sup>6</sup>. Parallel dazu lockerte die Bundesregierung die Kapitalverkehrsbeschränkungen, indem sie den Genehmigungsvorbehalt für die Verzinsung von Auslandsguthaben bei inländischen Kreditinstituten aufhob<sup>7</sup>. Beide Maßnahmen trugen dazu bei, den deutschen Kapitalmarkt für öffentliche Anleihen ergiebiger zu machen<sup>8</sup>.

□ Im Juni 1976 verschuldete sich der Bund bei Schweizer Banken in Höhe von etwa 1,3 Mrd. DM, vor allem um wohl den Finanzierungswünschen der Länder auf dem heimischen Kreditmarkt nicht zu sehr im Wege zu stehen. Denn die erzielten Kostenvorteile scheinen nicht besonders groß gewesen zu sein, wengleich die Schweizerische Nationalbank die Kursgarantie für die Transaktion übernahm. Dabei dürften auch währungspolitische Überlegungen eine Rolle gespielt haben<sup>9</sup>.

Abgesehen von derartigen „Einzelfällen“ ist die Direktverschuldung der öffentlichen Hand im Ausland seit

<sup>1</sup> Siehe „Bundesbank über einen Kredit der Stadt Bonn verärgert“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 61/13.3.1979, S. 11; „Gemeinden umgehen die Bundesbank“, in: Kölner Stadtanzeiger, Nr. 79/3.4.1979, S. 6.

<sup>2</sup> Dabei kann der Anstoß dazu vom Bundesfinanzminister selbst ausgegangen sein. Er hatte in Zusammenhang mit schuldenpolitischen Überlegungen von der „guten Adresse“ gesprochen, die die Bundesrepublik auf den internationalen Kapitalmärkten darstelle. Zitiert nach „Auch Schuldschein-Renditen steigen“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 39/15.2.1979, S. 11.

<sup>3</sup> Siehe ebenda; vgl. auch „Bonn: Keine Kreditaufnahme im Ausland“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 69/22.3.1979, S. 14.

<sup>4</sup> Vgl. K. O. Pöhl: Verschuldung des Bundes und Kapitalmarkt, in: G. Bruns, K. Häuser (Hrsg.): Öffentliche Verschuldung und Kapitalmarkt, Frankfurt 1976, S. 33.

<sup>5</sup> Siehe „Apel rechtfertigt die Aufnahme von Ölgeld“, in: Handelsblatt, Nr. 216/11.11.1974, S. 2. Seinen Ausführungen war eine Kontroverse mit der Bundesbank vorausgegangen; siehe „Bundesbank rügt Pöhl's Schulden“, in: Handelsblatt, Nr. 191/4./5.10.1974, S. 1; „Der Bund will sich nicht mehr im Ausland finanzieren“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 235/10.10.1974, S. 13; „Bonn stoppt Schuldscheinverkauf“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 231/5.10.1974, S. 11.

<sup>6</sup> Siehe „Bund darf sich stärker im Ausland verschulden“, in: Handelsblatt, Nr. 164/28.8.1975, S. 13.

<sup>7</sup> Siehe ebenda: „Wieder Zinsen für Ausländerguthaben“.

<sup>8</sup> Außerdem wurde vorübergehend die Emission von DM-Auslandsanleihen gestoppt; vgl. A. K o n r a d: Zielkonflikte nach innen und nach außen, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, H. 23/1975, S. 1075.

<sup>9</sup> Siehe „Bund pumpt in der Schweiz“, in: Handelsblatt, Nr. 103/10.6.1976, S. 1; „Bund borgt mehr Geld vom Ausland“, in: Handelsblatt, Nr. 147/12.8.1976, S. 4.

*Dr. Dietrich Dickertmann, 37, ist Privatdozent an der Universität zu Köln. Zur Zeit ist er dort beurlaubt zur Wahrnehmung einer Lehrstuhlvertretung für Volkswirtschaftslehre unter besonderer Berücksichtigung der Finanzwissenschaft an der Universität Trier. Lothar Häberle, 24, Dipl.-Volkswirt, ist Mitarbeiter des Instituts für Wirtschaftspolitik an der Universität zu Köln.*

**Die wichtigsten Gläubiger öffentlicher Schulden**

Jahr	Stand Mrd. DM	davon: Ausland		Inland			
		Mrd. DM	%	Banken <sup>1</sup>		Nichtbanken <sup>2</sup>	
		Mrd. DM	%	Mrd. DM	%	Mrd. DM	%
1970	125,9	1,5	1,2	77,6	61,6	35,2	28,0
1971	140,4	1,9	1,3	87,9	62,6	39,5	28,1
1972	156,1	2,6	1,7	98,2	62,9	46,2	29,6
1973	163,3	3,6	2,2	103,7	63,5	44,5	27,3
1974	187,3	4,4	2,3	121,5	64,9	51,2	27,3
1975	250,8	7,3	2,9	168,6	67,2	62,0	24,7
1976	296,7	13,7	4,6	202,1	68,1	69,7	23,5
1977	328,5	14,2	4,3	227,1	69,1	77,3	23,5
1978	371,6	15,2	4,1	262,2	70,6	83,1	22,4

<sup>1</sup> Ohne Bundesbank; <sup>2</sup> einschließlich Sozialversicherungen.  
Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank und eigene Berechnungen.

Ende des Zweiten Weltkrieges in der Tat zu vernachlässigen<sup>10</sup>. Demgegenüber erreicht jedoch die mittlere Verschuldung der öffentlichen Hand gegenüber dem Ausland zwischenzeitlich eine durchaus beachtenswerte Größenordnung. Nahezu unmerklich ist der Anteil von 1,2 % (1970) auf 4,1 % (1978) gestiegen (siehe Tabelle).

Angesichts des hohen Finanzierungsbedarfs der öffentlichen Haushalte, der auch in den kommenden Haushaltsjahren nicht wesentlich geringer sein dürfte als heute, und unter Berücksichtigung der Überlegungen, neue Märkte für die öffentliche Verschuldung zu erschließen<sup>11</sup>, ist zu fragen, warum die Schuldenpolitik der öffentlichen Haushalte bisher die ausländischen Kreditmärkte aus ihren Überlegungen ausgeklammert hat und warum derartige Ansätze mit so großer Skepsis begleitet werden<sup>12</sup>.

**Fiskalische Beurteilung**

Eine Beurteilung der öffentlichen Schuldaufnahme im Ausland kann zunächst einmal bei der *fiskalischen* Aufgabenstellung ansetzen. Danach geht es vor allem um die Erzielung zusätzlicher Einnahmen zu möglichst kostengünstigen Bedingungen.

Sicherlich hätte der Bund<sup>13</sup> kaum Schwierigkeiten, sich auf den Kreditmärkten im Ausland oder auch auf dem Euromarkt zu verschulden. Da der Bund in der Tat eine

<sup>10</sup> Nicht zu vergessen ist ein Kreditvorgang besonderer Art: Ein Teil des Verkaufserlöses aus den amerikanischen Carter-Notes, die Ende 1978 auf dem deutschen Kreditmarkt gegen DM verkauft wurden und deren Erlös zur Stabilisierung des Dollarkurses eingesetzt werden sollte, wurde vorübergehend zunächst der Bundesregierung als Kassenverstärkungskredit zur Verfügung gestellt. Siehe dazu „Plötzliche Auflockerung wohl nur kurzfristig“, in: Handelsblatt, Nr. 235/15/16.12.1978, S. 8; „Carters Kredit“, in: Süddeutsche Zeitung, Nr. 287/13.12.1978, S. 25. Letztlich handelt es sich hierbei um eine Kreditaufnahme des Bundes im Ausland, in diesem Fall bei der amerikanischen Regierung.

<sup>11</sup> Vgl. M. Lahnstein: Der Bund – Wegbereiter neuer Möglichkeiten des Kredits, in: Handelsblatt, Nr. 63/11.4.1978, Beilage S. 12; Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen: Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik des Staates, Schriftenreihe des Bundesministeriums der Finanzen, H. 27, Bonn 1979, S. 64, 90 ff.; Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht für das Jahr 1978, S. 42 f.

„erste Adresse“ ist, dürfte die Unterbringung auch größerer Schuldvolumenta keine Schwierigkeiten bereiten<sup>14</sup>. An Schuldtiteln stünden grundsätzlich alle Verschuldungsformen für die Fremdmittelaufnahme zur Verfügung – von der kurzfristigen Kreditaufnahme mittels Schatzwechsellinien bis hin zur langfristigen Verschuldung mittels Schuldscheindarlehen und Anleiheemissionen einschließlich der vielfältigen besonderen Schuldformen, die sich auf dem Euro-Kapitalmarkt gebildet haben<sup>15</sup>.

Neben die Ergiebigkeit der Kreditmärkte tritt die Frage der jeweiligen Zinskonditionen. Eine Verschuldung im Ausland (einschließlich Euromarkt) wäre in fiskalischer Sicht nur dann sinnvoll, wenn die im Ausland zu zahlenden Zinsen niedriger sind als die im Inland zu entrichtenden Zinsen. Allerdings ist eine schuldenpolitische Strategie, die allein auf einen Vergleich der Zinssätze abstellt, unzureichend. Ganz anders als bei einer Verschuldung im Inland sind in diesem Fall maßgeblich die Kosten ins Kalkül zu ziehen, die sich aus eventuellen Änderungen der jeweils betroffenen Wechselkurse ergeben.

Um auf diese Komponente der Schuldenstrategie eingehen zu können, ist zunächst festzustellen, in welcher Währung die Schuldaufnahme erfolgen soll.

Grundsätzlich ist von drei verschiedenen Währungsarten auszugehen: Erfolgt die Fremdmittelaufnahme bei ausländischen Zeichnern in der eigenen, heimischen Währung, so ergeben sich bezüglich des Wechselkursrisikos keine besonderen Probleme. Die mit der Schuldaufnahme hereinkommenden Mittel können für die vorgesehenen Ausgaben eingesetzt werden. Auch die später zu erbringenden Schuldendienstleistungen sind aus dieser Sicht problemlos abzuwickeln.

Eine differenziertere Betrachtung wird erforderlich, wenn die Verschuldung in fremder Währung erfolgt. Zwei Fälle sind hier denkbar: Zum einen kann die Ver-

<sup>12</sup> Der damalige Vizepräsident der Deutschen Bundesbank, O. E m m i n g e r, vertrat auf dem 2. Symposium zur Bankengeschichte die Ansicht, daß gegen eine „bescheidene“ Kreditaufnahme des Bundes im Ausland nichts einzuwenden sei; vgl. „Bund ist sich der Grenzen der Auslandsverschuldung bewußt“, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 72/20.10.1975, S. 3. Aufgeschlossener ist demgegenüber der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1974/75, BTag-Drucks. 7/2848, Ziff. 332; Jahresgutachten 1974/75, BTag-Drucks. 7/4326, Ziff. 200; Jahresgutachten 1978/79, BTag-Drucks. 8/2313, Ziff. 311; siehe ergänzend „Staatsverschuldung im Ausland kein Sündenfall“, in: Handelsblatt, Nr. 247/24.12.1975, S. 5.

<sup>13</sup> Demgegenüber sind die Verschuldungsmöglichkeiten der Bundesländer und abgestuft der Kommunen im Ausland geringer einzuschätzen.

<sup>14</sup> Die Kosten der Markterschließung, die der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (Gutachten zur Schuldenstruktur ..., a.a.O., S. 101) erwähnt, dürften folglich kaum ins Gewicht fallen. Die vom Beirat ebenfalls angeführte mangelnde Erfahrung und die (verständliche) Risikoscheue der zuständigen Stellen stehen wohl einer Verschuldung eher entgegen.

<sup>15</sup> Siehe hierzu U. B o l l m a n n: Zehn Jahre Eurokapitalmarkt. Entwicklung, Struktur und Formen, Bern, Frankfurt 1973.

schuldung in einer Währung mit flexiblen Wechselkurs und zum zweiten in einer Währung mit einem in einer bestimmten Bandbreite schwankenden Wechselkurs (Wechselkursverbund) erfolgen. Während das Wechselkursrisiko bei der *Aufnahme* der Fremdmittel und dem anschließenden Umtausch jeweils noch überschaubar sein dürfte, verbleiben schwer kalkulierbare Risiken für den *Schuldendienst* – und zwar bei beiden Wechselkurssystemen; denn letztlich handelt es sich in dieser Hinsicht nur um einen graduellen Unterschied. In beiden Systemen sind Auf- und Abwertungen durch die marktmäßige Entwicklung bzw. durch einseitige Entscheidungen oder koordinierte Absprachen möglich und angesichts der recht unterschiedlichen Inflationsraten wohl auch zu erwarten. Deswegen kann – unabhängig von dem jeweils geltenden Wechselkurssystem und unabhängig von der vertraglichen Regelung der Risikoverteilung im Einzelfall<sup>16</sup> – gesagt werden, daß dieses Risiko der Wechselkursschwankungen bei einer Verschuldung in Devisen die zuvor erwähnten Vorteile der Zinskostenersparnis nicht nur aufheben, sondern unter Umständen sogar in ihr Gegenteil verkehren kann<sup>17</sup>. Denkbar ist allerdings auch, daß trotz höherer Zinssätze im Ausland eine Verschuldung dann fiskalisch sinnvoll sein kann, wenn die höher Zinsbelastung durch entsprechende Wechselkursgewinne ausgeglichen oder im Endeffekt sogar gesenkt werden kann.

### Einsparungseffekte

Insgesamt wird deutlich: Die Schuldenpolitik unter fiskalischer Zielsetzung wird bei einer Schuldaufnahme im Ausland mit Fremdwährung gegenüber einer Verschuldung im Inland zusätzlich erschwert<sup>18</sup>.

<sup>16</sup> Auch wenn der Gläubiger das Wechselkursrisiko vertraglich übernimmt, muß es der Schuldner letztlich doch über den – vergleichsweise höheren – Zins bezahlen. Zur schuldetchnischen Ausgestaltung unter Berücksichtigung von Wechselkursveränderungen siehe im einzelnen H. W i e l e n s : Die Emission von Auslandsanleihen. Eine Analyse ihrer Marktelemente, ihrer Entwicklung seit 1945 und ihrer Bedeutung für die Intergration der Kapitalmärkte, Wiesbaden 1968; C. H u m b e r t : Aufgaben, Bedeutung und Grundprobleme internationaler Anleihen, Diss. München 1969; J. K r i n k : Fremdwährungs-Anleihemodelle und Wahrungsparitatsanderungen, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 44. Jg. (1974), S. 31 ff. Zur Berücksichtigung der dabei einzubeziehenden steuerlichen Aspekte siehe N. H o r n : Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972.

<sup>17</sup> So braucht die Stadt Bonn für ihren erwähnten Kredit aus der Schweiz nur einen Effektivzins von knapp 4 % zu bezahlen, während der Vergleichszins in der Bundesrepublik fast doppelt so hoch gewesen wäre. Allerdings trägt die Stadt das Wahrungrisiko. Vgl. „Bundesbank über einen Kredit der Stadt Bonn verärgert“, a.a.O.; „Bonn: Keine Kreditaufnahme im Ausland“, a.a.O.

<sup>18</sup> So kam für den damaligen Bundesfinanzminister H. A p e l eine Verschuldung im Ausland auch nur in landeseigener Währung in Frage; vgl. Verhandlungen des Deutschen Bundestages, 7. Wahlperiode/198./199. Sitzung v. 4. und 5. 11. 1975, S. 13618 und 13690. Siehe auch Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen: Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik . . . a.a.O., S. 103. überraschen muß es in diesem Zusammenhang, daß einige Bankiers dem damaligen Bundesfinanzminister H. A p e l von einer Verschuldung in heimischer Währung abgeraten haben mit der Begründung, bei einer Verschuldungsoperation im Ausland sei nur etwas zu gewinnen, wenn die Verschuldung in ausländischen Valuten erfolge; vgl. Verhandlungen des Deutschen Bundestages, 7. Wahlperiode/199. Sitzung v. 5. 11. 1975, S. 13690.

Diesem Nachteil könnte ein unter fiskalischer Zielsetzung kaum zu quantifizierender *Einsparungseffekt* bei der Verschuldung auf dem *heimischen Markt* – in Abhängigkeit von den Markt elastizitaten – gegenüberstehen. Wird davon ausgegangen, daß in dem Ausmaß der Schuldaufnahme im Ausland die Kreditnachfrage im Inland entsprechend niedriger ausfällt, so ergibt sich ceteris paribus eine Entlastung des heimischen Kreditmarktes. Mit anderen Worten: der sonstigen heimischen Kreditnachfrage einschließlich der verbleibenden öffentlichen Kreditnachfrage steht ein relativ höheres bzw. zinsgunstigeres Kreditangebot zur Verfügung<sup>19</sup>. Dieser unmittelbar einsetzende Effekt könnte längerfristig durch eine allmählich sich verändernde Glaubigerstruktur der öffentlichen Hand ergänzt werden. Denn eine verminderte Abhängigkeit der öffentlichen Hand vom Bankenverhalten und vom Bankeneinflu – rund 70 % der öffentlichen Schulden sind Bankkredite (siehe Tabelle) – könnte für eine längerfristig konzipierte Zinskosten-Minimierungsstrategie eventuell sinnvoll sein<sup>20</sup>.

In ähnlicher Richtung haben möglicherweise auch der damalige Bundesfinanzminister H. Apel und sein damaliger Staatssekretär und heutige Vizepräsident der Deutschen Bundesbank, K. O. Pöhl, in den Monaten August bis Oktober 1975 gedacht, als sie wegen wachsender Finanzierungsschwierigkeiten den inländischen Kreditinstituten gegenüber wiederholt deutlich machten, daß eine Schuldaufnahme im Ausland nicht auszuschließen sei und konkrete Maßnahmen dazu unmittelbar bevorstunden<sup>21</sup>. Allerdings wurden diese Hinweise überwiegend als eine Drohung des Finanzministers gegenüber den deutschen Kreditinstituten interpretiert<sup>22</sup>. Sie sollten auf diese Weise veranlaßt werden, ihre Zeichnungsbereitschaft für öffentliche Titel zu erhöhen und günstigere Zinskonditionen anzubieten<sup>23</sup>.

<sup>19</sup> Dabei wird davon abgesehen, daß die öffentliche Schuldaufnahme über den Zinseffekt im Ausland einen vermehrten Kapitalexport verursachen kann, der die geschilderte Wirkung beeinträchtigt.

<sup>20</sup> Vgl. Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen: Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik . . . a.a.O., S. 103.

<sup>21</sup> Siehe „Bonn sucht im Ausland billigeres Geld“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 222/25. 9. 1975, S. 11; „Notfalls auch im Ausland“, in: Wirtschaftswoche, Nr. 41/1975, S. 24 f.; „Bund ist sich der Grenzen der Auslandsverschuldung bewußt“, a.a.O. Dabei hatte der im Bundesfinanzministerium für die Kreditaufnahme des Bundes zuständige Ministerialdirektor Weber kurz zuvor noch eine Verschuldung im Ausland abgelehnt; siehe „Noch etwa 20 Mrd. DM Kreditbedarf des Bundes“, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 54/15. 8. 1975, S. 5.

<sup>22</sup> Siehe „Präsident der Bayerischen Landesbank, Jacob: Bonn will die deutschen Banken mit Auslandsgeld unter Druck setzen“, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 69/2. 10. 1975, S. 10; „Lichtenberg kritisiert Kapitalmarkt-Uniformität“, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 3/13. 1. 1976, S. 9.

<sup>23</sup> Siehe auch Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1975/76, BTags-Drucks. 7/4326, Ziff. 200; Ziff. 32 des Sondergutachtens vom 17. 8. 1975 (ebenda abgedruckt). Es ist daran zu erinnern, daß zu dieser Zeit von einer „freiwilligen“ Konsortialanleihe der deutschen Banken an den Bund über 8 bis 10 Mrd. DM die Rede war. Siehe dazu „Schuldscheine für den Bund?“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 220/23. 9. 1975, S. 12; „Hoffnung auf Aufschwung“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 223/26. 9. 1975, S. 13.

Dieses Bemühen war dann auch offensichtlich von Erfolg gekrönt; der Staatssekretär konnte wenig später den Banken seinen Dank für ihre hilfreiche Unterstützung bei der Schuldenunterbringung aussprechen<sup>24</sup>. Und bereits im November 1975 wollte der Bundesfinanzminister von einer Auslandsverschuldung nichts mehr wissen: Sie sei zu risikoreich<sup>25</sup>. Das hier angewandte Instrument der Drohung läßt sich jedoch nur einmal einsetzen, wenn die Wahrscheinlichkeit gering ist, daß das angedrohte Verhalten in die Tat umgesetzt wird. Das aber ist nur zu erwarten, wenn dem nicht gewichtige gesamtwirtschaftliche Bedenken entgegenstehen.

### Gesamtwirtschaftliche Wirkungen

Wenn unterstellt wird, daß die Schuldoperationen auf den ausländischen Kreditmärkten in einem namhaften Umfang abgewickelt werden, so sind insbesondere folgende gesamtwirtschaftliche Wirkungen ins schuldenpolitische Kalkül zu ziehen<sup>26</sup>.

Durch die Substitution der inländischen Schuldaufnahme der öffentlichen Hand durch eine Verschuldung im Ausland wird einerseits – wie erwähnt – ein Anstieg des inländischen Zinsniveaus vermieden. Zugleich wird auch dem in der kreditpolitischen Praxis<sup>27</sup> oftmals befürchteten *Verdrängungswettbewerb* zwischen öffentlicher Verschuldung und privater Fremdfinanzierung (sog. crowding out-effect) vorgebeugt<sup>28</sup>. Andererseits: der *Kapitalimport*, der sonst durch das im Inland gestiegene Zinsniveau in Abhängigkeit vom jeweiligen Wechselkurssystem induziert worden wäre, wird dadurch nicht ausgeschlossen. Er kommt nun eben nicht über zinsbedingte Transaktionen des Marktes, son-

dern über die Schuldaufnahme der öffentlichen Hand zustande. Damit sind Wechselkurs-, Geldmengen- und Zahlungsbilanzeffekte eng verbunden. Diese Wirkungen werden maßgeblich bestimmt vom jeweils betroffenen Wechselkurssystem<sup>29</sup>.

Durch eine Schuldaufnahme in *heimischer Währung* steigt der DM-Kurs an der ausländischen Devisenbörse bzw. auf dem Euromarkt. Bei einem System flexibler Wechselkurse muß der Anstieg des DM-Kurses voll vom Markt getragen werden. Bei einem Wechselkursverbund mit vorgegebener Bandbreite wird der Kursanstieg am Interventionspunkt abgestoppt – Devisenankäufe der betroffenen Notenbank(en) sind hierzu erforderlich. Eine entsprechende Kursentwicklung stellt sich bei einer Verschuldung in *fremder Währung* ein: Die durch die Schuldaufnahme hereinkommenden Devisen müssen von der öffentlichen Hand an der Börse verkauft werden, um über entsprechende DM-Beträge verfügen zu können<sup>30</sup>. Bei flexiblen Wechselkursen wird der Kurs der fremden Währung gedrückt. Bei einem System mit festem Wechselkurs innerhalb einer Bandbreite würde ein entsprechender Kursverlust am unteren Interventionspunkt beendet sein – durch den Devisenankauf der Deutschen Bundesbank.

### Monetäre Folgen

Die *Wechselkursveränderungen* sowohl bei der D-Mark als auch bei der jeweiligen fremden Währung haben letztlich Aufwertungseffekte der heimischen Währung zur Folge. Daraus aber ergeben sich unmittelbare Konsequenzen für die Binnenwirtschaft. Zum einen wird sich die Lage der Exportgüterindustrie verschlechtern. Ihre Konkurrenzfähigkeit leidet unter den veränderten Wechselkursrelationen; es werden weniger Produkte abgesetzt und die Verkaufserlöse sinken. Beschäftigungspolitische Folgen sind abzusehen. Gleichzeitig erhöht sich das Angebot der Importgüter. Davon kann gegebenenfalls eine stabilitätspolitisch erwünschte Beruhigung der Preisniveau-Entwicklung im Inland ausgehen<sup>31</sup>.

Der *Kapitalimport* und die damit verbundenen Wechselkursänderungen haben aber nicht nur die genannten Wirkungen auf Beschäftigung und Preisniveau, sondern darüber hinaus in Teilbereichen – wie oben

<sup>24</sup> Vgl. K.O. Pöhl: Quantität und Qualität des Staatskredits, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, H. 23/1975, S. 1085.

<sup>25</sup> Bundesfinanzminister H. Apel betonte bei den Beratungen des Bundeshaushaltsplans 1976, daß „große Kreditaufnahmen des Bundes im Ausland nicht beabsichtigt sind“. Verhandlungen des Deutschen Bundestages, 7. Wahlperiode/198. Sitzung v. 4. 11. 1975, S. 13618.

<sup>26</sup> Siehe ergänzend M. Gantner: Zur Frage nach den Grenzen der öffentlichen Verschuldung, in: E. Nowotny (Hrsg): Öffentliche Verschuldung, Stuttgart, New York 1979, S. 159 f. Bei den nachfolgenden Überlegungen werden die gegenläufigen Wirkungen, die sich bei den Schuldendienstleistungen ergeben, nicht berücksichtigt.

<sup>27</sup> Auch im politischen Raum sind derartige Effekte bereits diskutiert worden. Siehe hierzu die Reden von Bundeswirtschaftsminister O. Graf Lambsdorff und – für die Opposition – von E. Pjeroth in: Verhandlungen des Deutschen Bundestages, 8. Wahlperiode/135. Sitzung v. 8. 2. 1979, S. 10648 f. und 10715.

<sup>28</sup> Siehe dazu beispielsweise H. Walther: Öffentliche Verschuldung und „Crowding-Out“-Effekte, in: E. Nowotny (Hrsg): Öffentliche Verschuldung, a.a.O., S. 85 ff.; und ergänzend K. Andreas: Auswirkungen stark wachsender Staatsverschuldung auf den Kapitalmarkt, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 39/9. 6. 1976, S. 8; R. Pöhl: Wird die private Wirtschaft durch die Staatsverschuldung verdrängt?, in: DIW-Wochenbericht Nr. 31/1977, S. 259 ff.; W. Stützel: Ober- und Untergrenzen der öffentlichen Verschuldung, in: Kredit und Kapital, 11. Jg. (1978), S. 445 ff. Siehe auch Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1978/79, a.a.O., Ziff. 311.

<sup>29</sup> Siehe ergänzend W.A.S. Koch, W. Schäfer: Zinstheoretische Aspekte des Debt Management in einer offenen Wirtschaft, in: Kredit und Kapital, 9. Jg. (1976) S. 201 ff.

<sup>30</sup> Es wird davon ausgegangen, daß eine Verwendung der Mittel (Devisen) im Ausland (z. B. für Entwicklungsvorhaben) nicht erfolgt, sondern für die Haushaltsfinanzierung im Inland vorgesehen ist.

<sup>31</sup> Siehe „Etatdefizite gefährden die Stabilisierung“, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 72/20. 10. 1975, S. 6; A. Konrad: Zielkonflikte nach innen . . . , a.a.O., S. 1076; Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1978/79, a.a.O., Ziff. 311; Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen: Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik . . . , a.a.O., S. 101.

angedeutet – auch *monetäre Folgen* für die Steuerung der Zentralbankgeldversorgung: Die Verschuldung in der eigenen Währung bringt diesbezüglich keine besonderen Probleme mit sich. Die mit der Schuldaufnahme hereinkommenden Mittel können unmittelbar für die vorgesehenen Ausgaben eingesetzt werden. Anders ist der Vorgang zu beurteilen, wenn die Verschuldung in fremder Währung erfolgt. Soweit sich die Bundesbank auf Grund wechselkurspolitischer Ziele bei flexiblen Wechselkursen veranlaßt sieht (um z. B. die geschilderten Kursveränderungen mit ihren Folgen für die Exportgüterindustrie zu vermeiden) oder soweit sie auf Grund bestehender Absprachen in einem Wechselkursverbund verpflichtet ist, an der Devisenbörse zu intervenieren, führt der Ankauf der fremden Währungen zur Zentralbankgeldschöpfung. Durch eine solche Erhöhung des umlaufenden Zentralbankgeldes kann letztlich die aus stabilitätspolitischen Gründen angestrebte Zielprojektion für das Wachstum der Zentralbankgeldmenge (in der engeren Abgrenzung der Bundesbank) gefährdet werden<sup>32</sup>.

Derartige Interventionen der Bundesbank, soweit sie durch die Schuldaufnahme des Staates im Ausland veranlaßt sind, können in ihren Wirkungen mit einer Offenmarktpolitik der Bundesbank in langfristigen Wertpapieren der öffentlichen Hand verglichen werden. Es handelt sich um eine indirekte Verschuldung des Staates bei der Notenbank<sup>33</sup>. Der Sachverständigenrat bewertet einen solchen Vorgang dementsprechend wie folgt: „Nicht zweckmäßig wäre nur, wenn der Staat im Ausland Geld leiht, die Devisen am Devisenmarkt anbietet, die Bundesbank zur Erhaltung bestehender Wechselkursrelationen diese Devisen gegen Hergabe von D-Mark aus dem Markt nimmt und schließlich ihrerseits die angekauften Devisen in der Form niedrig verzinslicher Währungsreserven anlegt. Dann könnte die Bundesbank die D-Mark auch gleich direkt dem Staat leihen. Es träte dann wenigstens kein Zinsverlust ein.“<sup>34</sup>

#### Zahlungsbilanzwirkungen

Aufgrund der vorhergehenden Überlegungen ist schließlich noch auf die Konsequenzen des Kapitalimports auf die *Zahlungsbilanz* hinzuweisen. Zum einen wird durch den Kapitalimport *ceteris paribus* die Kapitalverkehrsbilanz aktiviert. Diese Überschüsse müssen zu der jeweiligen Entwicklung der nationalen

Zahlungsbilanz insgesamt in Beziehung gesetzt werden. Wird eine ausgeglichene Devisenbilanz als Zahlungsbilanzziel unterstellt, wie es von H. Irmiler als Mitglied des Zentralbankrates der Deutschen Bundesbank für erstrebenswert erachtet wird, sollten hohen Leistungsbilanzüberschüssen, wie sie für die Bundesrepublik zu registrieren sind, hohe Kapitalexporte, nicht aber zusätzliche Kapitalimporte gegenüberstehen<sup>35</sup>. Wird gegen diese Zielvorstellung verstoßen, wäre zumindest zu prüfen, ob es nicht zu einem Kreditwettbewerb zwischen verschiedenen Ländern auf dem internationalen Kreditmarkt mit weiterreichenden politischen Konsequenzen kommt<sup>36</sup>. Dementsprechend lehnt der Staatssekretär im Bundesfinanzministerium, M. Lahnstein, die Verschuldung des Bundes im Ausland mit der Begründung ab, „daß wichtige Wirtschaftspartner der Bundesrepublik dringender Kredite im Ausland aufnehmen müssen, um ihre Zahlungsbilanzlücken schließen zu können; ein so potenter Mitbewerber wie die Bundesrepublik könnte deren Chancen spürbar beeinträchtigen.“<sup>37</sup>

#### Erschwerte Schuldenpolitik

Zum zweiten ist zu beachten, daß in Abhängigkeit von der Verschuldung in fremder Währung und vom Ausmaß der Interventionen der Bundesbank die ausgewiesenen Währungsreserven der Bundesrepublik steigen. Hohe Währungsreserven veranlassen aber nicht nur Finanzmittel suchende Politiker im nationalen Bereich zu der (kurzsichtigen) Überlegung, ob die Währungsreserven nicht für einen anderen Zweck besser einzusetzen sind als für den, eben Währungsreserve zu sein. Sie lenken vor allem auch die Aufmerksamkeit der Akteure im internationalen Währungsgeschehen auf die D-Mark. Es besteht demzufolge die Gefahr, daß die D-Mark international – noch stärker als bisher – als Anlagewährung mit der Folge weiterer Aufwertungseffekte gefragt ist. K. Andreas aus dem Hause der Deutschen Bundesbank führt dazu aus: „... die Bundesrepublik muß darauf achten, daß die D-Mark ... (nicht) mehr als unvermeidlich in die Rolle einer Reservewährung gedrängt wird.“<sup>38</sup> Eine derartige Entwicklung ist offensichtlich gesamtwirtschaftlich und letztlich auch politisch nicht gewollt, da die daraus erwachsenden internationalen Verpflichtungen auf Dauer nicht getragen werden können.

<sup>32</sup> Siehe „Defizitfinanzierung im Ausland“, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 68/29. 9. 1975, S. 7.

<sup>33</sup> Siehe D. Dickertmann: Die Autonomie der Bundesbank unter dem Einfluß geldpolitischer Entwicklungen, in: Wirtschaftspolitische Chronik, 24. Jg. (1975), S. 34 ff.

<sup>34</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1974/75, a.a.O., Ziff. 332.

<sup>35</sup> Vgl. „Noch etwa 20 Mrd. DM Kreditbedarf des Bundes“, a.a.O., S. 6.

<sup>36</sup> So ist darauf zu verweisen, daß die im Jahre 1975 erwogene Verschuldung des Bundes im Ausland in einigen Ländern beträchtliche Unruhe auslöste. Siehe „Bonns Anleihepläne schocken England“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 283/6. 12. 1975, S. 11.

<sup>37</sup> M. Lahnstein: Der Bund – Wegbereiter ..., a.a.O., Beilage S. 12.

<sup>38</sup> K. Andreas: Kapitalmarkt im Spannungsfeld von nationalen und internationalen Einflüssen, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 31/9. 5. 1979, S. 7; siehe auch „Apel lehnt Fremdwährungskredite ab“, a.a.O., S. 11.