

Kern, Helmut

Article — Digitized Version

## Crowding-out durch Staatsverschuldung?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Kern, Helmut (1980) : Crowding-out durch Staatsverschuldung?,  
Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 60, Iss. 11, pp. 566-572

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135502>

**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.*

## Crowding-out durch Staatsverschuldung?

Helmut Kern, Wiesbaden

In der heftigen Diskussion der letzten Wochen um die Höhe der Staatsverschuldung spielte auch das Argument der Verdrängung privater Kreditnehmer vom Kapitalmarkt durch die Kreditaufnahme der öffentlichen Hand eine Rolle<sup>1</sup>. Gibt es ein „Crowding-out“ durch Staatsverschuldung?

Viele empirische Arbeiten, die sich bisher mit dem Thema „Crowding-out“ durch Staatsverschuldung befaßt, liefern für eine sinnvolle Diskussion wenig sichere Anhaltspunkte: Soweit sie sich – wie es weithin üblich ist – bemühen, Art und Umfang von Verdrängungswirkungen unter Einbeziehung des gesamten güterwirtschaftlichen bzw. „realen“ Bereiches mit komplexen Modellen anhand der Größe der Entwicklung von (Volkseinkommens-)Multiplikatoren zu identifizieren, müssen sie eine Reihe von Größen und Verhaltensweisen spezifizieren und quantifizieren. Aus diesem Grunde verwundert es nicht, daß sie zu keinen einheitlichen Ergebnissen gelangen, sei es, weil sie unterschiedliche Vermögenseffekte, Portfolioreaktionen und Zinselastizitäten sowie voneinander abweichende Substitutions- und Komplementaritätsbeziehungen zugrunde legen, oder sei es, weil sie verschiedenen lange Zeithorizonte und unterschiedlich viele Vermögenskomponenten berücksichtigen. Die empirische Basis für solche umfangreichen, meist ökonometrisch angelegten Untersuchungen ist bislang nicht zureichend. Zudem leiden diese Versuche, ein „reales“ Crowding-out abzuschätzen, zum Teil unter einer mangelnden theoretischen Fundierung<sup>2</sup> oder gravierenden konzeptionellen Schwächen.

Um solche Schwierigkeiten zu umgehen, ist der Anspruch der folgenden Überlegungen zur Verdrängungsproblematik wesentlich bescheidener. Sie haben vornehmlich die Konkurrenzbeziehungen zwischen öffentlicher und privater Kreditnachfrage zum Gegen-

stand, fragen also nach einem möglichen „finanziellen“ Crowding-out, wie es vor allem in Form von Zins- und Mengeneffekten auf den Finanzmärkten in Erscheinung treten kann. Damit wird die Verdrängungsproblematik auf ihren wesentlichen Kern zurückgeführt, was die Aussagekraft erheblich verbessert. Überdies wird auch den institutioneilen Rahmenbedingungen unseres Geldwesens Rechnung getragen, um die Konzeptionsmängel anderer Arbeiten zu vermeiden. Unterschieden wird insbesondere zwischen alternativen konjunkturellen Ausgangssituationen, bei denen der Einfluß der Geldpolitik berücksichtigt wird, der (unter der Annahme eines konstanten Geldangebotes) oft vernachlässigt wird. Auf diese Weise wird solchen Beiträgen begegnet, die schon aus Plausibilitätserwägungen heraus eine Verdrängung der privaten Kreditaufnahme durch die öffentliche Verschuldung unterstellen<sup>3</sup>.

### Aussagekraft der Saldenmechanik

In der Debatte um ein aktuelles oder zu erwartendes Crowding-out wird häufig die volkswirtschaftliche Gesamtrechnung des Statistischen Bundesamtes bzw.

<sup>1</sup> Vgl. zur Staatsverschuldung und zum Argument des „Crowding-out“ auch das Zeitgespräch „Staatliche Verschuldung“ mit Beiträgen von H. Besters („Wie kam es zur hohen Staatsverschuldung?“, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 60. Jg. (1980), H. 9, S. 419 ff.), B. Rürup („Staatsverschuldung: Kein Anlaß zur Besorgnis“, S. 424 ff.) und N. Walter („Zunehmende Staatsverschuldung – Ansporn zur Neuorientierung der Finanzpolitik“, S. 429 ff.).

<sup>2</sup> Vgl. etwa H. Walther: Öffentliche Verschuldung und „Crowding-out-Effekte“, in: Öffentliche Verschuldung, hrsg. v. E. Nowotny, Berlin, New York 1979, S. 65 ff.

<sup>3</sup> Ein Beispiel dafür liefert M. Willms, der ohne empirischen Beleg etwa behauptet: „In der Bundesrepublik hat die starke Zunahme der öffentlichen Verschuldung sicherlich auch einen Crowding-out-Effekt ausgelöst, obwohl die starke Ausdehnung der Staatsschuld seit 1974 bei sinkenden Zinsen realisiert worden ist.“ (M. Willms: Volkswirtschaftliche Wirkungen einer zunehmenden Staatsverschuldung, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 58. Jg. (1978), H. 9, S. 441.) Auch der Sachverständigenrat, die Bundesbank und wirtschaftswissenschaftliche Forschungsinstitute sind, wie mehrere entsprechende Aussagen der letzten Jahre beweisen, nicht frei von solchen Urteilen, die in den betreffenden Äußerungen nicht näher belegt werden.

---

*Helmut Kern, 30, Dipl.-Volkswirt, ist Mitarbeiter der Hessischen Staatskanzlei in Wiesbaden. Davor war er wissenschaftlicher Referent am Forschungsinstitut für Öffentliche Verwaltung bei der Hochschule für Verwaltungswissenschaften in Speyer.*

die gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank herangezogen. Ausgangspunkt ist dabei die Erkenntnis vom (jährlichen) Ausgleich der Finanzierungssalden. Gesamtwirtschaftlich betrachtet wird nämlich das mögliche Schuldaufnahmevervolumen der „Defizitsektoren“ während eines bestimmten Zeitraumes durch die Höhe der Geldvermögensbildung der „Überschußsektoren“ in der gleichen Periode determiniert.

Manch einem Kritiker der öffentlichen Kreditaufnahme scheint dieser Zusammenhang einen bestimmten Mechanismus zu suggerieren: das Bild eines begrenzten jährlichen Kapitalangebotes, das die öffentliche Hand zu einem immer größer werdenden Teil in Anspruch nimmt und damit zu wenig für die Privatwirtschaft „übrig läßt“. Sie vergessen, daß die volkswirtschaftliche Gesamtrechnung nur das *Ergebnis* aller darin erfaßten Finanzierungsvorgänge abzubilden vermag. Die notwendigen „Anpassungsprozesse“, ein Zurückdrängen privater Investitionen durch staatliche Kreditaufnahme etwa, sind bereits in die Werte der Finanzierungsrechnung eingegangen. Sie sind, weil im Finanzierungskreislauf nichts „verlorengehen“ kann, mit der Saldenmechanik der Gesamtrechnung, die mit Ex-post-Werten und nicht mit den geplanten Größen arbeitet, nicht transparent zu machen. Da der – rechnerisch selbstverständliche – Ex-post-Ausgleich von Kreditangebot und -nachfrage sich auch unter Verdrängungen vollziehen kann, sind für eine Konkurrenz zwischen öffentlicher und privater Kapitalnachfrage andere Indizien maßgeblich. Es liegt nahe, sie in der Entwicklung der einzelnen Kreditmärkte zu suchen.

Hinweise auf ein (finanzielles) Crowding-out sind also vorwiegend in Zins- und Mengenproblemen der Fremdkapitalmärkte zu suchen, ohne daß dabei aber, wie es unter Zuhilfenahme „plausibler“ Annahmen oft geschieht,

- ungeprüft bestimmte charakteristische Verhaltensweisen der öffentlichen Schuldner vermutet werden dürfen
- oder die staatliche Kreditaufnahme einseitig für die Zinsentwicklung der Finanzmärkte verantwortlich gemacht wird.

### Zinsrobustheit des Staates

Im Zusammenhang mit dem ersten Kriterium bezieht sich ein entscheidendes und in der Diskussion um die Probleme der Staatsverschuldung häufig vorgebrachtes Argument auf die angebliche Zinsrobustheit der öffentlichen Hand, der eine ausgeprägte Zinsempfindlichkeit insbesondere der privaten Investitionsausga-

ben gegenüberstehe. Somit müsse bei steigenden Zinsen die private Kreditnachfrage zurückgehen, während die öffentlichen Schuldner auch dann ihre Verschuldungspläne aufrechterhalten würden.

Eine Zinsunempfindlichkeit des Staates erscheint wohl deswegen plausibel, weil die öffentliche Geldkapitalnachfrage zum Zeitpunkt der Aufstellung der Haushaltspläne und der Ermittlung des voraussichtlichen Kreditbedarfes die Zinsentwicklung kaum berücksichtigt. Sonst müßten alternative Verschuldungspläne mit sinkender Kreditaufnahme bei steigenden Zinsen vorgelegt werden, was nicht geschieht. Der im allgemeinen im voraus bekannte Kreditbedarf wurde in der Vergangenheit jeweils voll gedeckt, in manchen Jahren, so etwa 1975 oder 1979, sogar erheblich übererfüllt.

Daraus a priori auf eine Verdrängung der privaten Kreditnachfrage zu schließen, ist jedoch verfehlt. So ist eine generelle Zinsrobustheit der öffentlichen Hand gerade in den letzten Jahren der hohen Neuverschuldungsraten nicht nachgewiesen, was für die Periode des rapiden Zinsrückganges zwischen 1974 und 1978 aber naturgemäß nicht verwundert. Bislang sah sich der Staat noch nicht einer Situation gegenüber, seinen Kreditbedarf gegen Ende eines Jahres zu großen Teilen nicht gedeckt zu haben. Sehr häufig wurden dagegen bei zeitweilig unergiebigem Märkten Kreditaufnahmepläne bis zu einer Wiederauflockerung der Märkte verschoben. Erst die zukünftige Entwicklung kann zeigen, wie die öffentliche Hand auf einen eventuellen Kapitalfehlbetrag bei hohen oder steigenden Zinsen reagieren wird. Möglicherweise können auch dann Ausgabepläne in das kommende Jahr übertragen werden, um die Finanzmärkte möglichst zu schonen.

Selbst durch ein zinsrobustes Verhalten des Staates wird die private Nachfrage jedoch nicht notwendigerweise beeinträchtigt. Die Diskussion um die Art und das Ausmaß der Zinsreagibilität von privaten Investitionen ist bis heute nicht abgeschlossen. Zwar hat sich ein gewisser Konsens darüber gebildet, daß vor allem langfristige Bau- und Ausrüstungsinvestitionen und der freifinanzierte Wohnungsbau eine gewisse Renditeelastizität aufweisen. Allerdings gilt dies nur insoweit, als, gemessen an den inzwischen erreichten Preissteigerungsraten, etwa für Neubauten selbst hohe Kapitalmarktrenditen nicht einen „negativen Realzins“ bedeuten, der überdies die Bautätigkeit angesichts der Überwältzbarkeit der Preiserhöhungen kaum bremst. Auch deuteten im Verlauf des Zinsanstiegs zwischen 1978 und Anfang 1980 viele Anzeichen und Kommentare darauf hin, daß die Zinsrobustheit der Industrieun-

ternehmen aufgrund der verbesserten Ertragsserwartungen laufend gestiegen ist. Wenn folglich die Zinsreagibilität der Unternehmen mit den steigenden Preisen ihrer Produkte eher abnimmt, die Entwicklung der Inflationsraten aber, wie unten noch zu erläutern sein wird, maßgeblich den Renditeverlauf an den Kreditmärkten beeinflusst, so kann von einer generellen Zinsempfindlichkeit privater Kreditaufnahme nicht ausgegangen werden. Berechtigte Zweifel an der Existenz eines Crowding-out der privaten durch die renditerobuste öffentliche Schuldaufnahme und damit an der praktischen Bedeutung vieler in diese Richtung gehenden kritischen Kommentare sind also angebracht.

### Zinswirkungen der Staatsverschuldung

Darüber hinaus wird vielfach nicht berücksichtigt, daß die Art der Reaktion der Kreditnachfrager auf gestiegene oder steigende Zinsen allein noch keine Verdrängungen signalisiert, sonst müßte von einem finanziellen Crowding-out auch dann gesprochen werden, wenn die Renditen an den Kapitalmärkten aufgrund geldpolitischer Eingriffe der Bundesbank oder der Preisentwicklung ansteigen und die Privaten daraufhin ihre Fremdkapitalnachfrage vermindern. Verdrängung der Privaten an den Finanzmärkten liegt vielmehr erst dann vor, wenn die behauptete Konstellation der Zinselastizitäten in der Realität anzutreffen ist und die staatliche Kreditnachfrage als ursächlich für eingetretene Renditesteigerungen angesehen werden kann. Daß letzteres zutrifft, also das zweite oben erwähnte Kriterium erfüllt ist, muß nach unseren Überlegungen ebenfalls bezweifelt werden. Die Zweifel lassen sich sowohl theoretisch als auch empirisch belegen, was erneut die praktische Irrelevanz von Beurteilungen der öffentlichen Schuldentätigkeit dokumentiert, die mit „plausiblen“ Erklärungsansätzen ihre Wirkungen abzuleiten suchen.

In der (theoretischen) „traditionellen“ Crowding-out-Diskussion um die „realen“ Verdrängungseffekte stellen – wie bereits erläutert – (direkte) Zinseffekte der Staatsverschuldung auf den Kreditmärkten nur einen Aspekt dar. Erst nach einer ganzen Reihe sich teils kompensierender, teils verstärkender „Transmissionsprozesse“, Portfolioumschichtungen oder Substitutionsvorgänge werden unter den üblichen Annahmen in der Regel Verdrängungswirkungen als Folge einer vermehrten Emission von öffentlichen Schultiteln wirksam. Wir können die Diskussion um Art und Ausmaß solcher Effekte hier nicht fortführen und betrachten deshalb einen Fall mit einem anderen Ergebnis, der lediglich für die uns interessierende Zinsbildung auf den Fremdkapitalmärkten von Bedeutung ist<sup>4</sup>.

Insbesondere in der modernen Liquiditätstheorie wird sehr oft die Ansicht vertreten, daß (vor allem die kurzfristige) verzinsliche Staatsschuld und das Zentralbankgeld gute, wenn nicht perfekte Substitute darstellen. Hauptsächlich soll dies für Banken gelten. Werden neuemittierte Staatsschuldspapiere – wie in der Bundesrepublik üblich – aber zum Großteil von Kreditinstituten übernommen, so kann davon unter der genannten Voraussetzung ein renditesenkender Effekt ausgehen. Die (gesamte) Bankenliquidität bleibt von diesem „Umtausch“ unberührt, ein Zinseffekt ist dann unwahrscheinlich. Unter bestimmten Annahmen kann die Liquidität der Kreditinstitute sogar ansteigen; der Versuch, diese „Überschußliquidität“ loszuwerden, führt zu einem erhöhten Kreditangebot und damit zu tendenziell sinkenden Zinsen.

Mögen solche Resultate, die renditesenkende Wirkungen einer Erhöhung des Staatsschuldenstandes implizieren, die Folge extremer, wenn auch nicht ganz

<sup>4</sup> Was nicht heißt, daß ein Crowding-out nur bei einer Beschränkung der Betrachtung auf die Finanzmärkte unterbleibt. Vgl. dazu und zum folgenden M. W i l l m s : Der Einsatz der Staatsschuld als geldpolitisches Instrument, in: Kredit und Kapital, 1. Jg., H. 4/1968, S. 416 ff.

## WELTKONJUNKTUR DIENST

Jahresbezugspreis  
DM 80,-  
ISSN 0342-6335

Der Vierteljahresbericht, der von der Konjunkturabteilung des HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg erarbeitet wird, analysiert und prognostiziert die wirtschaftliche Entwicklung in den wichtigsten westlichen Industrienationen sowie auf den Weltrohstoffmärkten.

VERLAG WELTARCHIV GMBH - HAMBURG

realitätsferner Annahmen sein, die hier nicht weiter geprüft werden können, so muß doch überraschen, daß empirische Untersuchungen zu dieser Problematik für die Bundesrepublik solche Ergebnisse stützen und renditesenkende Effekte einer Ausdehnung vor allem der kürzerfristigen öffentlichen Schuld nahelegen<sup>5</sup>. Vor dem Hintergrund unserer aktuellen Situation mit gesunkenen bzw. relativ kurzen Laufzeiten neuemittierter Papiere sind also (bei entsprechender Renditeelastizität) auch stimulierende Wirkungen der staatlichen Kreditaufnahme auf die private Kapitalnachfrage zumindest nicht ausgeschlossen, wenn auch ihr Nachweis schwerfällt.

### Schuldenpolitik und Kapitalmarkt

Daß die kräftige Ausdehnung des öffentlichen Schuldenstandes seit 1974/75 kaum zu Zins- oder Mengenproblemen an den Kreditmärkten geführt hat, kann daneben auch auf die vom Staat praktizierte Schuldenpolitik, die Entwicklung der Finanzmärkte und die geldpolitischen Rahmenbedingungen während dieses Zeitraums zurückgeführt werden.

So betrieben zumindest die beiden übergeordneten Gebietskörperschaften in der Praxis bislang eine eher „antizyklische“ Schuldenniveaupolitik. Nimmt man den Auslastungsgrad des Produktionspotentials als Maßstab für die konjunkturelle Entwicklung, so bewegten sich die prozentualen Veränderungen des Schuldenstandes von Bund und Ländern weitgehend gegenläufig<sup>6</sup>. Dies deutet darauf hin, daß die zentralen öffentlichen Haushalte in ihrer Kreditnachfrage zumindest tendenzmäßig die Bewegungen der privaten Schuldaufnahme eher kompensierten<sup>7</sup> als zu ihr in Konkurrenz zu treten.

Dennoch wird vereinzelt argumentiert, der Staat habe, indem er – insbesondere 1974/75 – den Rückgang der privaten Kreditnachfrage in dieser Art und Weise ersetzte, verhindert, daß der Kreditzins auf ein Niveau sinken konnte, „wie es in der Geschichte der Bundesrepublik einmalig gewesen wäre“<sup>8</sup>, was einen starken Anreiz auf die private Investitionstätigkeit bedeutet hätte. Statt dessen seien vorhandene Finanzmittel von den Unternehmen in Wertpapieren angelegt und nicht investiert worden, um Zinserträge zu erzielen.

<sup>5</sup> Vgl. M. Williams: Der Einsatz der Staatsschuld . . . , a. a. O., S. 427 ff.

<sup>6</sup> Ähnliches gilt für den Vergleich zwischen der jährlichen Zuwachsrate der öffentlichen Haushalte und dem (nominalen) Wirtschaftswachstum. Vgl. dazu etwa die Graphik im Handelsblatt v. 7. 10. 1980.

<sup>7</sup> So auch W. Nölling: Staatsverschuldung ohne Ende?, in: Kredit und Kapital, 12. Jg., H. 4/1979, S. 484 ff.

<sup>8</sup> M. Williams: Volkswirtschaftliche Wirkungen . . . , a. a. O., S. 441.

Diese Auffassung leugnet die konjunkturpolitische Notwendigkeit, die ausfallende private Nachfrage durch staatliche Aktivitäten zu ersetzen, und vermutet eine direkte Beeinflussung des Renditeniveaus durch eine Erhöhung des öffentlichen Schuldenstandes. Der ersten Aussage kann an dieser Stelle nicht weiter nachgegangen werden. Dies würde die Fortführung der Diskussion um die geeignete Höhe des „Staatsanteils“ bedingen bzw. letztlich in eine Auseinandersetzung um den Stellenwert des Staates in unserer Wirtschaftsverfassung einmünden. Gegen die zweite Schlußfolgerung, die deutlich die oben beklagten Schwächen „monokausaler“ Erklärungsversuche der Zinsentwicklung aufweist, sind hier jedoch mehrere Einwände geltend zu machen:

### Empirische Ergebnisse

Aus den Betrachtungen von Zeitreihen bestimmter Renditen ist lediglich ersichtlich, zu welchen Sätzen das realisierte Kreditvolumen an einzelnen Märkten abgewickelt wurde. Welche Kapitalbeträge bei verschiedenen hohen Zinssätzen jeweils angeboten und nachgefragt worden wären, ist aber nicht bekannt. Es läßt sich daher nicht abschätzen, wie stark die Zinsen bei einer zurückbleibenden staatlichen Kreditnachfrage gesunken wären und inwieweit dies die private Ausgabentätigkeit angeregt hätte.

Weiter zeigt sich beim Vergleich der Inflationsentwicklung und der Renditen der Kreditmärkte eine relativ ausgeprägte Gleichläufigkeit. Dies deutet darauf hin, daß die Kapitalgeber in die verlangten Konditionen jeweils die Rate der Geldentwertung mit einrechnen. Zwar prägt eine ganze Reihe von nicht quantifizierbaren psychologischen Einflußfaktoren das Zinsklima auf den Finanzmärkten mit, die angesichts der vielfältigen und teilweise engen Interdependenzen zwischen Preisniveaumentwicklung, Kreditangebot und -nachfrage sowie Zinssätzen schwer voneinander zu isolieren sind. Doch zeigen sich bei der Gegenüberstellung von Kapitalangebot, Kapitalnachfrage und Renditen charakteristische Zusammenhänge. Aus Tabelle 1 läßt sich erkennen, daß etwa der Kapitalzins zwischen 1974 und 1978 von (jahresdurchschnittlich) 10,6 % auf 6,1 % abgesunken ist, obwohl sich die jährliche gesamtwirtschaftliche Kreditaufnahme von gut 110 Mrd. DM auf über 160 Mrd. DM erhöhte.

Diese Tatsache erstaunt um so mehr, als ein erhöhtes Kapitalangebot als Erklärungsfaktor für die gesunkenen Renditen ausscheidet, da doch die gesamtwirtschaftliche Geldvermögensbildung in den drei Jahren 1975 bis 1977, in denen ein anhaltender Rückgang der

Kreditmarktkonditionen zu verzeichnen war, nur unwesentlich gestiegen und 1977 im Vergleich zum Vorjahr sogar gesunken ist. Das Kapitalangebot, das statistisch als längerfristig anzusehen ist, hat sich als hauptsächliche „Quelle“ des Angebots an den besonders bedeutsamen Kreditmärkten zwischen 1975 und 1977 sogar stark zurückgebildet und kann den Rückgang der Zinssätze also nicht erklären. Vielmehr spiegelt dieser im wesentlichen den enormen Rückgang der Inflationsrate von 7 % auf 2,6 % in diesem Zeitraum wider. Zwischen 1972 und 1974 verlief (mit „umgekehrten“ Vorzeichen) die Entwicklung der Inflationsrate und des Kapitalzinses ähnlich. Folglich spricht vieles dafür, daß die Geldentwertungsraten maßgeblich die Zinsentwicklung determinieren<sup>9</sup> und der Verlauf der Zinsen durch die Schwankungen oder die Entwicklung von Kapitalnachfrage und -angebot kaum erklärt werden kann, d. h. die Zinsen also ein unzuverlässiger Indikator für Verdrängungen an den Kreditmärkten sind. Wenn – wie aus Tabelle 1 ersichtlich – ein bestimmter Renditeverlauf mit den unterschiedlichsten Bewegungen der gesamtwirtschaftlichen Kreditvergabe vereinbar ist und sich in mehreren Jahren parallel und nicht, wie oft etwas unkritisch vermutet, invers zum Kapitalangebot entwickelte, so deutet dies darüber hinaus auf eine beträchtliche „Elastizität“ des Kreditapparates hin, die, je größer sie ausfällt, ein finanzielles Crowding-out um so unwahrscheinlicher werden läßt.

### Geldpolitische Rahmenbedingungen

Auch die Geldpolitik trägt das Ihre dazu bei, die Renditewirkungen von Angebot und Nachfrage auf den Kreditmärkten zu „überlagern“. Oben wurde bereits beklagt, daß die „traditionelle“ Crowding-out-Diskussion die monetären Rahmenbedingungen in die Ceteris-paribus-Bedingungen verweist und damit unterschiedlichen Gegebenheiten in alternativen konjunkturellen Ausgangssituationen nicht Rechnung trägt, weil sie eine konstante Geldmenge voraussetzt. In der Praxis kann von einer derartigen „neutralen“ Geldpolitik nicht ausgegangen werden. Grundsätzlich wird die Geldpolitik in rezessiven Phasen bestrebt sein, das Liquiditätspolster der Banken, d. h. deren freie Liquiditätsreserven, zu verbessern, um monetären Spielraum für den gewünschten Wiederanstieg der Kreditvergabe zu schaffen.

Die Tabelle 2 läßt dies deutlich erkennen: 1975 etwa vervierfachen sich die freien Liquiditätsreserven na-

<sup>9</sup> „Der Einfluß der Geldentwertung – der tatsächlichen wie der weiterhin erwarteten – erklärt zumindest einen großen Teil der Schwankungen des Kapitalzinses wie auch des trendmäßigen Anstiegs bis 1974.“ (Deutsche Bundesbank: Monatsbericht April 1978, S. 15.)

hezu gegenüber dem Durchschnitt des Vorjahres. Bis 1978 blieben sie – bei einem deutlichen Rückgang im Jahresdurchschnitt 1977 – auf einem relativ hohen Niveau, obwohl sich das neu vergebene Kreditvolumen der Banken an alle inländischen privaten und öffentlichen Nichtbanken zwischen 1974 und 1978 verdoppelte. Der Kreditschöpfungsspielraum scheint dafür ausreichend gewesen zu sein. Auch von daher spricht also nichts dafür, daß die stark gestiegene Kreditnach-

**Tabelle 1**  
**Preisentwicklung, Kapitalzins, Kreditvergabe und Kreditangebot 1970-1978**

Jahr	Inflationsrate <sup>a</sup>	Kapitalzins <sup>b</sup>	Kreditangebot <sup>c</sup> gesamt längerfristig <sup>d</sup>		Kreditvergabe <sup>e</sup>
	%	%	Mrd. DM	Mrd. DM	Mrd. DM
1970	+ 3,4	8,2	92,3		92,1
1971	+ 5,3	8,2	108,3		109,6
1972	+ 5,5	8,2	125,7		126,6
1973	+ 6,9	9,5	128,5		121,6
1974	+ 7,0	10,6	127,4		110,6
1975	+ 6,0	8,7	140,0	135,0	137,6
1976	+ 4,5	8,0	151,0	121,6	150,2
1977	+ 3,9	6,4	147,9	108,1	150,7
1978	+ 2,6	6,1	167,9	108,4	161,9

<sup>a</sup>Preisindex für die Lebenshaltung aller privaten Haushalte, Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in % (Jahresdurchschnitt); <sup>b</sup>Umlaufrendite aller tarifbesteuerten festverzinslichen Wertpapiere im Jahresdurchschnitt in %; <sup>c</sup>Geldvermögensbildung der inländischen nichtfinanziellen Sektoren in Mrd. DM; <sup>d</sup>von der Bundesbank als längerfristig abgegrenzt; <sup>e</sup>gesamtwirtschaftliche Kreditaufnahme der inländischen nichtfinanziellen Sektoren laut der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung bzw. Finanzierungsrechnung.

Quelle: Deutsche Bundesbank.

**Tabelle 2**  
**Freie Liquiditätsreserven und Nettokreditvergabe der Banken 1974-1979**

Jahr	FLR <sup>a</sup> (Mrd. DM)	Nettokreditvergabe <sup>b</sup> (Mrd. DM)
1974	3,1	+ 61,2
1975	11,4	+ 78,9
1976	11,0	+ 96,3
1977	8,4	+ 95,8
1978	10,4	+ 122,6
1979	4,0	+ 140,9

<sup>a</sup>Ungewichtete Jahresdurchschnitte aus den Monatsendständen; <sup>b</sup>Veränderungen des Kreditvolumens im jeweiligen Jahr an inländische Nichtbanken (Unternehmen, Privatpersonen, öffentliche Hand).

Quelle: Deutsche Bundesbank.

frage der öffentlichen Hand den Kreditbedarf des Privatsektors zurückgedrängt hat, die Zinssätze an den Fremdkapitalmärkten also bei zurückbleibender öffentlicher Schuld Aufnahme stärker gesunken bzw. weniger stark angestiegen wären.

Während der Rezession stellt sich die Alternative private oder staatliche Investitionen üblicherweise nicht. Wie die oben beschriebene Kompensation priva-

ter durch staatliche Kreditnachfrage zeigt, besteht dann nur die Wahl zwischen öffentlichen Investitionen und einem (unerwünschten) Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Kapitalnachfrage. Selbst wenn die Bundesbank die Erhöhung der staatlichen Kreditaufnahme durch geldpolitische Maßnahmen mit der Folge einer Verbesserung der Bankenliquidität indirekt „unterstützt“, so ist daran nur insoweit Kritik zu üben, als damit für die Zukunft unerwünschte bzw. die geldpolitische Steuerung erschwerende Finanzierungsreserven aufgebaut werden, was allerdings im Einzelfall nur schwer zu beurteilen ist. Die Geldmengenziele wurden jedenfalls bis 1977 und auch im Jahre 1979 alles in allem erreicht. Für 1980 wird vielfach sogar beklagt, daß die Bundesbank angesichts der nachlassenden Wirtschaftstätigkeit mit der Geldmengenausweitung am unteren Ende des vorgegebenen Zielkorridors der Zentralbankgeldmenge geblieben ist.

#### **Pufferfunktion der Liquiditätsreserven**

1978 zeigte sich ein etwas anderes Bild: Bei einem recht befriedigenden Wachstum des realen Bruttosozialproduktes stieg die Zentralbankgeldmenge saisonbereinigt im Jahresverlauf um 11,8 % an, im Jahresdurchschnitt statt wie geplant um 8 % um 11,4 %. In diesem Jahr wurde die „Pufferfunktion“ der im Abschwung geschaffenen Liquiditätsreserven besonders deutlich. Ihre Existenz verhindert zeitweilig auch in Aufschwungphasen, daß die Renditeentwicklung an den Kreditmärkten „direkter“ von den zu befriedigenden Kreditvolumina determiniert wird als in der Rezession. Zwar beabsichtigt die Geldpolitik, in wirtschaftlichen Erholungsphasen grundsätzlich keine zusätzliche Liquidität zu schaffen bzw. bei einem anhaltenden Boom ihre Expansion eher einzuschränken. Doch hinkt sie in der Praxis – wie etwa 1978 – oft hinter der wirtschaftlichen Entwicklung her. Selbst wenn eine Erhöhung des staatlichen Schuldenstandes ceteris paribus geeignet ist, Renditeerhöhungen an den Kreditmärkten hervorzurufen, werden diese angesichts der auch im wirtschaftlichen Aufschwung üblicherweise zunächst noch ausreichenden Bankenliquidität bis zum endgültigen „Umschwenken“ der Geldpolitik abgebremst bzw. verhindert.

Auch nach 1978 lassen sich die „marktbedingten“, d. h. auf das Volumen von Kreditangebot und -nachfrage zurückzuführenden möglichen Zinseffekte von den Renditewirkungen zins- und liquiditätspolitischer Maßnahmen der Notenbank nicht trennen und damit Verdrängungswirkungen also nicht ableiten. Zwar wurde die gesamte Nettokreditgewährung des Geschäftsbankensystems, die 1977 noch leicht zurückgegangen

war, 1978 und 1979 kräftig ausgedehnt, was zu dem seit Mitte 1978 sich vollziehenden allgemeinen Renditeanstieg „passen“ würde. Als ursächlich für die Zinswende 1978 ist jedoch vor allem ein zeitweiliger Kapitalabfluß als Folge eines sich befestigenden Dollarkurses zu sehen. Konnte die Bundesbank den damit hervorgerufenen Zinssteigerungen – im Endeffekt auf Kosten des Geldmengenzieles – mit einer verbesserten Bankenliquidität zunächst noch entgegenwirken, so sorgte sie ab dem Jahreswechsel 1978/79 selbst für einen umfassenden Renditeanstieg auf den Finanzmärkten.

#### **Neutrale Geldpolitik**

Wenn z. B. am Rentenmarkt im Frühjahr 1980 Renditen von über 10 % angeboten wurden, so dürfte dazu die Geldpolitik nicht unwesentlich beigetragen haben, die den Diskontsatz und die Geldmarktsätze zwischen Januar und November 1979 verdoppelte. Somit mindert die geldpolitische Beeinflussbarkeit der Kapitalmarktentwicklung auch in Boomperioden die Aussagekraft der Zinssätze an den Kreditmärkten hinsichtlich einer Verdrängung der privaten Kreditnachfrage durch die öffentliche Schuldaufnahme<sup>10</sup>. Die Zinsentwicklung war „in den letzten Jahren eher von der Angebotsseite her, d. h. von der Zentralbankgeldversorgung her, als von der Nachfrageseite . . . bestimmt“<sup>11</sup>. Auch insoweit scheiden also zinssteigernde und die private Kreditnachfrage behindernde Wirkungen einer staatlichen Schuldaufnahme aus.

Die Wahrscheinlichkeit eines Crowding-out nimmt darüber hinaus schon allein dann ab, wenn in der Verdrängungs-Diskussion eine „neutrale“ Geldpolitik in einer Weise definiert wird, die der Realität angemessen ist. Neutralität der Geldpolitik kann ja nicht Konstanz der Geldmenge meinen, wenn zur „Finanzierung“ eines erwünschten Wachstums des Sozialproduktes ein erhöhtes Kreditvolumen und damit eine – wie in der Praxis – jährlich (zielgemäß) zunehmende Zentralbankgeldmenge notwendig ist, die den Spielraum für eine „reibunglose“ Kreditfinanzierung von gestiegenen staatlichen Ausgaben erweitert<sup>12</sup>. Daher stellen die üblicherweise abgeleiteten Multiplikatoren das Ergebnis zweier teilweise entgegengesetzter Poli-

<sup>10</sup> Welche bedeutende Rolle die Zinspolitik der Bundesbank im Gegensatz zur Kapitalnachfrage für die Renditeentwicklung spielt, wird auch von Pfeiffer einprägsam belegt. Vgl. W. Pfeiffer: Der deutsche Rentenmarkt zwischen Zinspolitik und Fristentransformation, in: Der langfristige Kredit, 31. Jg., H. 4/1980, S. 100 ff.

<sup>11</sup> R. Pohl: Zentralbankgeldversorgung und Bruttosozialprodukt, in: Kredit und Kapital, 12. Jg., H. 1/1979, S. 37.

<sup>12</sup> Vgl. W. Lachmann: Crowding-out und die Frage nach der neutralen Geldpolitik, in: Kredit und Kapital, 11. Jg., H. 4/1978, S. 452 ff.

tiken dar: einer kontraktiven Geldpolitik (Konstanthaltung der Geldmenge) und einer expansiven Fiskalpolitik (gestiegene Staatsausgaben), was das Eintreten eines „Verdrängungseffektes“ logischerweise impliziert; insoweit löst sich die Crowding-out-Debatte als trivial auf<sup>13</sup>. Zudem ist sie nur für staatliche Investitionen relevant, die nicht produktiver sind als die privaten. Die teilweise Übernahme derartiger Investitionen durch die öffentliche Hand kann, wenn sie notwendig sind, sogar zum erklärten wirtschaftspolitischen Ziel werden<sup>14</sup>. Die Beurteilung dieser Frage obliegt jedoch der Legislative und ist nicht Gegenstand dieses Aufsatzes.

### Debt Management

Die Diskussion um die Crowding-out-Problematik scheint in jüngster Zeit nicht zuletzt deswegen erschwert worden zu sein, weil oft nicht zwischen den Wirkungen der Fremdkapitaldeckung an sich, wie sie oben diskutiert wurde, und möglichen Effekten aufgrund eines falschen Debt Managements, also einer unflexiblen Schuldenstrukturpolitik des Staates, unterschieden wird. Gelegentlich wurden Vorwürfe erhoben, der Staat habe bei seiner Kreditaufnahme, vor allem in zeitlicher und schuldenteknischer Hinsicht, die notwendige Flexibilität vermissen lassen. Damit sei die Kontinuität und Stabilität der Renditeentwicklung am Kapitalmarkt gestört worden.

Tatsächlich sind mit der von den öffentlichen Schuldnern oft gewählten Strategie der Einmalemissionen relativ großer Tranchen durch „Ankündigungs-

<sup>13</sup> Vgl. W. Lachmann, a. a. O., S. 452.

<sup>14</sup> Vgl. dazu etwa W. Ehrlicher: Die Neuverschuldung der Gebietskörperschaften im Jahr 1975, in: Kredit und Kapital, 8. Jg., H. 2/1975, S. 162; M. Gantner: Zur Frage nach den Grenzen der öffentlichen Verschuldung, in: Öffentliche Verschuldung, a. a. O., S. 156.

<sup>15</sup> „Dem Schuldenmanagement des Bundes lassen sich aber in der Ausstattung, in der Emissionstechnik, in der Werbung und im Marketing seiner Verschuldensformen keine Versäumnisse nachweisen.“ (H. G. Schönmann: Das sechste und das siebte Siegel, in: Der langfristige Kredit, 30. Jg., H. 9/1979, S. 260 f.)

reaktionen“ und die Notwendigkeit der zeitraubenden Einschaltung von Bundesanleihekonsortium, Zentralem Kapitalmarktausschuß und Konjunkturrat für die öffentliche Hand, was eine nicht immer „marktgerechte“ Ausstattung der Papiere zum Emissionszeitpunkt zur Folge haben kann, bisweilen Störungen der Marktentwicklung verbunden gewesen. Auch Daueremissionen (Bundesschatzbriefe!) wurden nicht immer mit den (rendite)„günstigsten“ Konditionen begeben. Somit wurde die „Stetigkeit“ der Finanzmärkte zeitweilig beeinträchtigt. Außerdem läßt sich in der Vergangenheit generell eine zeitlich „ungleichgewichtige“ Verteilung der öffentlichen Verschuldung, vor allem eine regelmäßige Häufung der Kreditaufnahme im 2. Halbjahr, erkennen, die ebenfalls nicht immer im Interesse einer ungestörten Kapitalmarktentwicklung lag. Soweit mit diesen Phänomenen – wenn auch nur vorübergehend – Renditeerhöhungen ausgelöst bzw. Zinssenkungen vereitelt wurden, läßt sich eine damit verbundene Behinderung der privaten Kreditaufnahme nicht ausschließen.

Allerdings waren sie dann die Folge einer ganzen Reihe von Einzelfaktoren, die zum Teil nur bei einer grundlegenden Änderung der Emissionsverfahren, einem geänderten Haushaltsrecht oder einer besseren Koordination der Schuldenpolitik zwischen den einzelnen Gebietskörperschaften vermeidbar wären. Ihre Bedeutung für die Verdrängungsproblematik darf angesichts des vergleichsweise geringen Gewichts solcher Vorgänge gegenüber den oben genannten Gesichtspunkten aber nicht überschätzt werden. Das Debt Management des Staates wird trotz der zu bewältigenden Kreditsummen insgesamt gesehen ausdrücklich gelobt<sup>15</sup>. Im übrigen gelten hinsichtlich der Relevanz der Zinsdiskontinuität für die Crowding-out-Frage aufgrund einer „ungeschickten“ Schuldenstrukturpolitik die gleichen Vorbehalte, die bereits oben vorgebracht wurden.

**HERAUSGEBER:** HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg (Prof. Dr. Armin Gutowski, Prof. Dr. Hans-Jürgen Schmah)l)

**REDAKTION:**

Dr. Otto G. Mayer (Chefredakteur), Dr. Klaus Kwasniewski (Stellvertreter), Dipl.-Vw. Claus Hamann, Helga Lange, Helga Wenke, Dipl.-Vw. Klauspeter Zanzig

**Anschrift der Redaktion:** 2 Hamburg 36, Neuer Jungfernstieg 21, Tel.: (040) 35 62 306/307

Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages ist es nicht gestattet, die Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) oder auf eine andere Art zu vervielfältigen. Copyright bei Verlag Weltarchiv GmbH.

**HERSTELLUNG UND VERTRIEB:**

Verlag Weltarchiv GmbH, Hamburg

**Anzeigenpreisliste:** Nr. 13 vom 1. 7. 1974

**Bezugspreise:** Einzelheft: DM 7,50, Jahresabonnement: DM 80,- (Studenten: DM 40,-)

**Erscheinungsweise:** monatlich

**Druck:** Buch- und Offsetdruckerei Wunsch, 8430 Neumarkt/Opf.

**Anschrift des Verlages:** 2 Hamburg 36, Neuer Jungfernstieg 21, Tel.: (040) 35 62 500