

Konrad, Anton

Article — Digitized Version

Entziehen die USA der übrigen Welt Kapital?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Konrad, Anton (1984) : Entziehen die USA der übrigen Welt Kapital?,
Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 64, Iss. 10, pp. 508-511

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135972>

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.

anpassung, nämlich die mittelfristige Reaktion des Import- und Exportvolumens, würde dann allerdings die Korrektur des Leistungsbilanzungleichgewichts, und damit auch den Rückgang des Kapitalimports, beschleunigen.

Ein schwieriges Problem wird die Wirtschaftspolitik zu lösen haben, wenn nach den kommenden Wahlen die Sanierung der öffentlichen Finanzen ernsthaft in Angriff genommen werden sollte – was, unabhängig vom Wahlausgang, als einigermaßen wahrscheinlich anzusehen ist. Denn namhafte Ausgabenkürzungen und/oder Steuererhöhungen, die frühestens im ersten Halb-

jahr 1985 beschlossen sein können, werden ihre volle Wirkung erst dann entfalten, wenn der gegenwärtige Aufschwung an Dynamik eingebüßt haben wird. Soll es nach der Episode von 1981/82 nicht nochmals passieren, daß eine auf langfristige Wirkungen hin angelegte und wachstumspolitisch auch unbestrittenermaßen erwünschte Politik zunächst einmal nur die Konjunktur destabliert, so wird der Kurswechsel der Fiskalpolitik nicht nur mit Bedacht dosiert, sondern auch eng mit der Geldpolitik abgestimmt werden müssen. Es ist freilich einige Skepsis am Platz, ob so viel Feinsteuerung gelingen kann.

USA

Entziehen die USA der übrigen Welt Kapital?

Anton Konrad, München

Die hohen amerikanischen Zinsen und die zuversichtlichen Erwartungen bezüglich der Entwicklung des Dollarkurses haben in den beiden vergangenen Jahren eine beispiellose Anziehungskraft auf Auslandskapital ausgeübt. So machte 1982 und 1983 der Bruttokapitalimport in die USA nicht weniger als 89 bzw. 83 Mrd. Dollar aus. Einer weitverbreiteten Ansicht gemäß wird dadurch das Kapitalangebot in der übrigen Welt verknappt. So wurde auf den verschiedenen Gipfelkonferenzen den USA geradezu der Vorwurf gemacht, sie hungerten die anderen Volkswirtschaften in bezug auf die Kapitalversorgung aus¹. Einer derartigen Auffassung entsprechen dann Forderungen wie: „Der Abfluß von Kapital aus der Bundesrepublik, das hier dringend für Investitionen gebraucht würde, muß gebremst werden.“²

Aber auch in den Vereinigten Staaten selbst wird offenbar der Kapitalimport als das probate Mittel angesehen, um die Finanzierung des Haushaltsdefizits ohne Beeinträchtigung der privaten Investitionsfinanzierung zu bewerkstelligen. Dies wurde vor allem durch eine Art von Zinsspaltung angestrebt: Während die für die Anregung des Kapitalimports relevanten Nominalzinsen relativ hoch blieben, wurden die für die Investitionsent-

scheidungen von US-Unternehmen wichtigeren Zinsen nach Steuern durch massive steuerliche Begünstigung der Investitionen herabgeschleust.

Neuerliche Bemühungen gehen dahin, den Kapitalimport durch institutionelle Änderungen anzuregen, um so eine Dämpfung des Zinsauftriebs zu erreichen. Diesem Ziel diene die jüngst beschlossene Aufhebung der Quellensteuer für ausländische Besitzer amerikanischer Wertpapiere. Daneben wird eine Reihe weiterer Maßnahmen diskutiert, wie die Ausgabe von speziellen Anleihen des Bundes und öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten für Ausländer oder die Erlaubnis, daß amerikanische Unternehmen auch Inhaberpapiere an Stelle der für Ausländer üblichen Namenspapiere emittieren können.

Haushaltsdefizit und Auslandsverschuldung

Die Notwendigkeit eines Kapitalimports wird für die USA gewöhnlich darauf zurückgeführt, daß die eigene Ersparnis nicht ausreicht, um gleichzeitig den Kreditbedarf des Staates und der privaten Investoren zu decken. Aus Tabelle 1 ist ersichtlich, inwieweit zur Finanzierung der Investitionen und des Haushaltsdefizits auf eine Auslandsverschuldung zurückgegriffen werden mußte.

Prof. Dr. Anton Konrad, 51, ist Ordinarius für Volkswirtschaftslehre an der Universität München. Die Schwerpunkte seiner Tätigkeit liegen auf der Außenwirtschafts-, Entwicklungs- und Konjunkturpolitik.

¹ Ähnliche Äußerungen finden sich auch in den Mitteilungen des Internationalen Währungsfonds: „Given the magnitude of the U.S. fiscal imbalance in relation to domestic saving, the deficits in this country are contributing to keeping interest rates high worldwide and to absorbing scarce capital from the rest of the world.“ Vgl. IMF Survey, 26. März 1984, S. 83.

² „Dollar weiter auf dem Höhenflug“, in: General-Anzeiger, Bonn, vom 24. Juli 1984.

Tabelle 1
Aufbringung und Verwendung von Geldkapital
 (Mrd. Dollar)

Jahr	Aufbringung		Verwendung	
	Private Ersparnis	Netto-Auslandsverschuldung	Nettoinvestitionen	Haushaltsdefizit
1981	159,6	-4,2	128,9	25,7
1982	162,4	8,3	55,3	115,8
1983	193,0	32,3	93,7	131,7

Quelle: Survey of Current Business, Juni 1983, Februar 1984.

Die Angaben für das Haushaltsdefizit beziehen sich auf den konsolidierten öffentlichen Haushalt. Dadurch ergibt sich ein geringeres Defizit als das im Mittelpunkt der Aufmerksamkeit stehende Defizit des Bundeshaushalts. So stand z. B. 1983 dem bekannten Defizit des Bundeshaushalts von 182,8 Mrd. \$ ein Überschuß der Haushalte der Bundesstaaten und Gemeinden in Höhe von 51,1 Mrd. gegenüber. Das daraus resultierende Gesamtdefizit von 131,7 Mrd. entsprach knapp 4 % des Bruttosozialprodukts. (Die entsprechende Relation für die Bundesrepublik betrug 3,3 %). Die Nettoauslandsverschuldung ergibt sich aus der Zusammenfassung von Kapitalverkehrsbilanz- und Devisenbilanzsaldo, ist also der Gegenposten zum Leistungsbilanzsaldo. Allerdings wird hier wegen unterschiedlicher Berechnungsmethoden eine geringere Netto-Auslandsverschuldung als in der Zahlungsbilanzstatistik angegeben³.

Aus Tabelle 1 ist ersichtlich, daß im Jahre 1982 das Auftreten des großen Haushaltsdefizits noch als willkommen betrachtet werden konnte, um den Einbruch bei den privaten Investitionen zu kompensieren. Auch erwies sich in der Folgezeit die private Ersparnis nicht als die weitgehend konstante Größe, als die sie in gängigen Kapitalmarktanalysen angesehen wird. Vielmehr brachte der Aufschwung im Jahr 1983 über ein höheres Volkseinkommen auch eine größere Ersparnis hervor; die höheren Investitionen und Haushaltsdefizite haben sich also bis zu einem gewissen Grade die zu ihrer Finanzierung erforderliche Ersparnis selbst geschaffen. Allerdings reichte auch die gestiegene Ersparnis nicht aus, um neben dem Budgetdefizit noch in vollem Umfang den Anstieg der privaten Investitionen zu finanzieren, so daß die Lücke durch Nettokapitalimport geschlossen werden mußte.

Automatischer Ausgleich

Die Ansicht, die USA eigneten sich hierdurch einen ungebührlich hohen Anteil der in der übrigen Welt vorhandenen Ersparnis an, entstammt jedoch Vorstellungen, die sich eher an festen Wechselkursen orientieren. Im ursprünglichen Bretton-Woods-System führte ein

privater Nettokapitalexport, soweit er den Leistungsbilanzüberschuß überstieg, zu Dollarverkäufen der Währungsbehörden, so daß das Geldvolumen der betreffenden Volkswirtschaft reduziert wurde. Die gegenwärtig noch stattfindenden Interventionsverkäufe von Dollars durch die Zentralbanken der europäischen Länder haben jedoch eher kursglättenden Charakter und werden überdies in ihrer Wirkung auf das interne Geldvolumen wieder neutralisiert. Soweit diese Neutralisierungsoperationen die Form von Offenmarktkäufen annehmen, erfolgt ein Ausgleich sogar unmittelbar am Kapitalmarkt: An die Stelle einer durch Kapitalexport ausgefallenen internen Wertpapiernachfrage der Privaten tritt nun eine solche der Zentralbank.

Abgesehen von den relativ geringfügigen Interventionen der Zentralbanken müssen sich die Erwerber von amerikanischen Finanzaktiva die dafür benötigten Dollarbeträge beschaffen, indem sie ihre eigene Währung direkt oder über Vermittlung inländischer Banken an US-Banken verkaufen. Diese decken damit die Devisennachfrage, welche sich aus dem amerikanischen Leistungsbilanzdefizit und der Kreditgewährung an das Ausland ergibt. Ein darüber hinausgehender Devisenzufluß wird zu Anlagezwecken gehalten; auch hierbei handelt es sich ex definitione um einen Kapitalexport. Auch die Devisenbeträge, die von der amerikanischen Währungsbehörde zur Aufstockung der eigenen Währungsreserven oder zur Kursregulierung angekauft werden, stellen einen Kapitalexport im weiteren Sinne dar. Insoweit also der Kapitalimport in die Vereinigten Staaten nicht für den devisenmäßigen Ausgleich des Leistungsbilanzdefizits benötigt wird, führt er zu einem automatischen Reexport von Kapital.

Verwendung des Kapitalimports

Angesichts höherer Zinsen in den USA kann amerikanischen Banken oder sonstigen Anlegern ein Anreiz zum Halten von Auslandsaktiva nur durch einen niedrigeren Devisenkurs geboten werden, welcher die Aussicht auf spätere Kursgewinne eröffnet. Ein Rückgang der Devisenkurse bzw. eine Höherbewertung des Dollars führt jedoch zu einer weiteren Vergrößerung des Leistungsbilanzdefizits. Unter diesen Umständen ist dann auch ein entsprechend höherer Nettokapitalimport zu absorbieren. Wenn von amerikanischen Regierungsstellen gelegentlich die Hoffnung geäußert wurde, das Budgetdefizit lasse sich vollständig durch Kapitalimport finanzieren, so ist das unter der Bedingung mög-

³ Der wichtigste Unterschied zwischen dem Leistungsbilanzsaldo nach der Zahlungsbilanzstatistik und nach der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung, aus der die Angaben in Tabelle 1 stammen, besteht darin, daß in letzterer die Kapitalverluste bzw. -gewinne aus Direktinvestitionen im Ausland ausgeschaltet sind.

lich, daß das Leistungsbilanzdefizit ebenso hoch wie das Budgetdefizit wird. Nur in diesem Fall wäre auch der Nettokapitalimport gleich dem Budgetdefizit.

Die in Tabelle 2 wiedergegebene Kurzfassung der amerikanischen Zahlungsbilanz kann gewissermaßen als Verwendungsgleichung für den Kapitalimport interpretiert werden, wobei drei Verwendungsarten bestehen:

- Ausgleich des Leistungsbilanzdefizits,
- Kapitalexport im engeren Sinne, d. h. ein Erwerb von Auslandsforderungen durch private und staatliche Stellen mit Ausnahme der Währungsbehörden, und
- Aufstockung der amerikanischen Währungsreserven.

Es zeigt sich, daß die Aktivierung der amerikanischen Kapitalverkehrsbilanz zwischen 1982 und Frühjahr 1984 nicht einer Zunahme des Kapitalimports, sondern einem Rückgang des Kapitalexports zuzuschreiben war. Dieser Rückgang läßt sich damit erklären, daß im Zuge des wirtschaftlichen Aufschwungs ein starker inländischer Kreditbedarf in Konkurrenz zur Vergabe von Auslandskrediten trat und daß die US-Banken seit dem Ausbruch der lateinamerikanischen Schuldenkrise mit Krediten an Entwicklungsländer sehr zurückhaltend waren. Vor allem aber wurde ein steigender Anteil des Kapitalimports zum Ausgleich des Leistungsbilanzdefizits beansprucht, so daß nur mehr geringere Beträge die Wiederanlage in ausländischen Finanzaktiva suchten. Die drastische Verschlechterung der Leistungsbilanz zeigt sich besonders im Anstieg des Defizits von 2,3 Mrd. \$ im ersten Quartal 1983 auf 18,3 Mrd. im ersten Quartal 1984. Für das gesamte Jahr 1984 wurde ein Leistungsbilanzdefizit von über 80 Mrd. \$ prognostiziert.

US-Kapitalimport kein Kapitalentzug

Zur Frage des Kapitalentzugs lassen sich nun die folgenden Schlüsse ziehen:

- Wenn in der übrigen Welt an Stelle von inländischen amerikanische Finanzaktiva erworben werden, so bedeutet das insoweit keinen Kapitalentzug, als die Beträge über einen amerikanischen Kapitalexport oder über einen Erwerb von Devisenreserven durch die US-Währungsbehörden wieder zurückfließen. Es wäre allenfalls möglich, daß die amerikanischen Kapitalexporthoren kürzerfristige Anlagen bevorzugen, so daß ein Ausfall an langfristigem Kapital eintritt. Auch detaillierte Zahlungsbilanzstatistiken geben jedoch dafür keinen Anhaltspunkt, denn bei den Kapitalströmen überwiegen in beiden Richtungen die Bankeinlagen.

Tabelle 2
US-Zahlungsbilanz
(Mrd. Dollar)

	1982	1983	1983 (I. Quartal)	1984 (I. Quartal)
Leistungsbilanz	- 9,199	-41,563	- 2,332	-18,360
Kapitalexport	-113,933	-48,304	-24,767	- 6,491
Währungsreserven (Erhöhung: -)	- 4,965	- 1,196	- 0,787	- 0,657
Kapitalimport	+ 95,181	+81,722	+ 15,888	+11,803
Restposten	+ 32,916	+ 9,331	+ 11,999	+13,704

Quelle: Survey of Current Business, Juni 1984.

- Derjenige Teil des amerikanischen Kapitalimports, der dem Ausgleich des Leistungsbilanzdefizits dient, fließt überwiegend in Form von Exporterlösen an die übrige Welt zurück und stellt daher kein unmittelbar für Investitionen bereitstehendes Geldkapital mehr dar. Zusätzliche Exporterlöse führen aber zu einer Einkommenssteigerung, aus der wiederum eine größere Ersparnis resultiert. Aus kreislaufmäßigen Gründen entsteht in Höhe des Leistungsbilanzüberschusses ein Überschuß der Ersparnis über die Nettoinvestition. Für die übrige Welt tritt also per saldo kein Kapitalverlust auf, weil (unter der Annahme unveränderter Nettoinvestition) der Nettokapitalexport bzw. der ihm entsprechende Leistungsbilanzüberschuß eine zusätzliche Ersparnis in gleicher Höhe generiert. Anders ausgedrückt: Der Nettokapitalexport wird aus einer Ersparnis gespeist, welche ohne ihn gar nicht vorhanden wäre. Deshalb ist auch die Befürchtung unbegründet, der Kapitalexport wirke sich negativ auf die Realinvestition aus. Lediglich in der vollbeschäftigten Wirtschaft würde ein steigender Exportüberschuß zur Übernachfrage führen und restriktive, investitionsdämpfende Maßnahmen der Zentralbank herausfordern. Von dieser Situation sind die meisten Volkswirtschaften jedoch gegenwärtig weit entfernt. Steigende Exporterlöse sind vielmehr zur Stützung der Nachfrage uneingeschränkt willkommen.

Kein Zwang zu Hochzinspolitik

Es besteht deshalb für die europäischen Länder auch keine Notwendigkeit, durch Hochzinspolitik oder Kapitalverkehrskontrollen einen Kapitalexport in die USA zu unterbinden. Ein Grund für solche Maßnahmen könnte allenfalls darin gesehen werden, daß aus dem mit dem Kapitalexport verbundenen Abwärtsfloaten des Wechselkurses Inflationsgefahren entstehen. Wenn jedoch ein hinreichend großer Block von Währungen gemeinsam gegenüber dem Dollar floatet, so hält sich der Anteil der dadurch verteuerten Importe und damit auch die

Inflationsgefahr in Grenzen. Überdies ist der Kapitalexport nicht nur von der Rendite der Finanzanlagen im In- und Ausland, sondern auch von derjenigen der Realinvestitionen abhängig; durch das Abwärtsfloaten der eigenen Währung wird aber die Rendite der inländischen Realinvestitionen wegen der verbesserten internationalen Konkurrenzfähigkeit günstig beeinflusst. Daraus ergibt sich wiederum eine Bremswirkung auf die Tendenz zum Kapitalexport. Dennoch ist nicht zu leugnen, daß die Sorge vor einem abwertungsbedingtem Inflationsdruck die europäischen Industrieländer daran gehindert hat, den an sich vorhandenen Abkoppelungsspielraum gegenüber den amerikanischen Zinsen voll auszuschöpfen; dabei spielte freilich auch die Rücksicht auf noch vorhandene hausgemachte Inflationstendenzen eine Rolle.

Kapitalimport und Kapitalangebot

Ebensowenig wie man aus dem Kapitalexport der übrigen Welt auf einen Kapitalentzug schließen kann, läßt sich aus dem entsprechenden Kapitalimport der USA notwendigerweise ein steigendes Kapitalangebot ableiten. Betrachten wir zunächst zwei Fälle, in denen der Wechselkurs durch den Kapitalimport unbeeinflusst bleibt.

□ In relativ bescheidenem Umfang wird die aus dem Kapitalimport in die USA resultierende Dollarnachfrage durch Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken der kapitalexportierenden Länder befriedigt. Hierdurch entsteht jedoch in den USA kein zusätzliches Kapitalangebot, denn die Dollarreserven dieser Zentralbanken befanden sich ja bereits als Anlagen am amerikanischen Geldmarkt und wechseln durch die Interventionsverkäufe lediglich die Besitzer. Zwar kann es für die betreffenden Zentralbanken höchst unerwünscht sein, zur Ermöglichung eines privaten Kapitalexports in die USA Währungsreserven zu verlieren; sie verlieren sie jedoch an ihre eigenen Banken, nicht an die USA.

□ Mit der Aufhebung der Quellensteuer wurde erklärtermaßen auch der Zweck verfolgt, daß das Schatzamt mit seinem Kreditbedarf an den Eurodollarmarkt herantreten kann. Nun ist es aber eine Eigenart des Eurodollarmarktes, daß die Eurobanken ihre Liquiditätsreserven (wenn auch nicht immer unmittelbar, sondern oft über die Zwischenschaltung anderer Eurobanken) in Form von Guthaben bei US-Banken halten. Ein Kredit auf dem Eurodollarmarkt bedeutet also die Übertragung des Verfügungsrechts über ein Guthaben bei einer US-Bank. Wenn also das Schatzamt oder ein anderer Kreditnehmer aus den Vereinigten Staaten einen Kredit am Eurodollarmarkt aufnehmen, so erhalten sie die Guthabenschrift in Form eines Guthabens, das bereits vorher bei

einer US-Bank bestand. Von einem Mittelzufluß aus dem Ausland ist hierbei keine Rede. Es kann allenfalls erreicht werden, daß die Guthaben ausländischer Banken in den USA einer anderweitigen Verwendung entzogen und dem Schatzamt zur Verfügung gestellt werden.

Wechselkursbedingtes Crowding-out

Abgesehen von diesen beiden Sonderfällen führt jedoch ein zusätzlicher Kapitalimport der USA tendenziell zu einer Höherbewertung des Dollars. Wenn dadurch der Export vermindert und Eigenproduktion durch Importe substituiert wird, so tritt – verglichen mit einem Zustand ohne zusätzlichen Kapitalimport – ein relativer Rückgang des amerikanischen Volkseinkommens ein. Dies hat wiederum eine geringere Ersparnis und ein niedrigeres Steueraufkommen zur Folge. Der Versuch, durch Kapitalimport die Finanzierung des Budgetdefizits zu erleichtern, führt also zu einer Erhöhung des Defizits selbst; m. a. W. der Kapitalimport dient dazu, ein Defizit zu finanzieren, das ohne ihn gar nicht in dieser Höhe bestehen würde. Gewiß wird über die Dämpfung der Nachfrage auch der Zinsauftrieb gebremst. Wenn man aber durch den Kapitalimport ein „Crowding-out“ von privaten Aktivitäten durch die Öffentliche Hand vermeiden wollte, so ist das letzten Endes nicht gelungen: Es wurde lediglich ein zinsbedingtes durch ein wechselkursbedingtes Crowding-out ersetzt.

Fazit

Die Förderung des Kapitalimports in den USA müßte also anders als durch eine vermeintliche Erhöhung des Angebots an Geldkapital begründet werden. Ein rationaler Grund liegt eher in der Bekämpfung der inflationären Tendenzen, die vielleicht durch den raschen Konjunkturaufschwung in den USA ausgelöst werden. Eine preisstabilisierende Wirkung kann hier einmal direkt über die aufwertungsbedingte Verbilligung der Importgüter, zum anderen durch den steigenden Importüberschuß eintreten. Freilich zahlen die Vereinigten Staaten für diese Art der Inflationsverhütung einen hohen Preis in Gestalt des bevorstehenden Verlusts ihrer internationalen Nettogläubigerposition und der Schädigung derjenigen Wirtschaftssektoren, die dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt sind. Die USA werden daher nicht umhin können, zu einem anderen „Policy mix“ überzugehen, bei dem die Last der Inflationsbekämpfung mehr von der Fiskalpolitik statt wie bisher von der Geld- und Währungspolitik getragen wird. Damit könnte über eine Senkung der Zinsen und des Dollarkurses wieder eine Leistungsbilanz angestrebt werden, wie sie der führenden internationalen Anlagewährung angemessen wäre.