

Issing, Otmar; Masuch, Klaus

Article

Zur Frage der normativen Interpretation von Leistungsbilanzsalden

Kredit und Kapital

Provided in Cooperation with:

Duncker & Humblot, Berlin

Suggested Citation: Issing, Otmar; Masuch, Klaus (1989) : Zur Frage der normativen Interpretation von Leistungsbilanzsalden, Kredit und Kapital, ISSN 0023-4591, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 22, Iss. 1, pp. 1-17, <https://doi.org/10.3790/ccm.22.1.1>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/293131>

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.



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Zur Frage der normativen Interpretation von Leistungsbilanzsalden

Von Otmar Issing und Klaus Masuch, Würzburg

I. Widersprüche in der aktuellen Diskussion

In ansonsten seltener Einmütigkeit herrscht in Wissenschaft und Politik die Auffassung vor, daß die Weltwirtschaft nunmehr schon seit einigen Jahren von anhaltenden Ungleichgewichten der Leistungsbilanzen beherrscht wird. Selbst ein so kritischer Beobachter des aktuellen Geschehens wie *Haberler* versteht sich zu dem eindeutigen Satz: „I take it for granted, and I believe it is almost universally accepted, that a global imbalance exists¹.“ Hinter dieser einhelligen Diagnose steht die – meist auch explizit ausgesprochene – Forderung, die einzelnen Länder, allen voran die USA auf der einen sowie Japan und die Bundesrepublik Deutschland auf der anderen Seite, hätten ihre Wirtschaftspolitik an der Zielsetzung auszurichten, die bestehenden Salden zu beseitigen oder doch zumindest erheblich zu verringern. Dabei scheint die Überzeugung vorzuherrschen, die letztlich erwünschte Situation eines Gleichgewichts sei (in etwa) durch ausgeglichene Zahlungsbilanzen bzw. Leistungsbilanzen charakterisiert.

Eine merkwürdige Diskrepanz zwischen den eindeutigen Äußerungen über die bestehenden Ungleichgewichte und den überwiegend nur äußerst vagen Aussagen über das anzustrebende Ziel ist allerdings nicht zu übersehen. Wenige Überlegungen genügen jedoch, um auch das Bild einer einhelligen Diagnose in Frage zu stellen.

So wird zwar das Leistungsbilanzdefizit der USA sowohl in seiner Höhe wie in seiner Dauer beinahe ausnahmslos angeprangert, doch finden sich auch immer wieder Hinweise auf dessen positive Auswirkungen auf die Weltkonjunktur und die Lage der hochverschuldeten Länder Lateinamerikas. Wesentlich gravierender sind jedoch die Widersprüche in der Diskussion innerhalb der USA selbst. Der hohe Importüberschuß galt in der Vergangenheit als wichtigste Ursache für die (vor allem regionalen) Beschäftigungsprobleme und die Deindustrialisierung des Landes; für die Protektio-

¹ *Haberler* (1987), S. 28.

nisten liefert er unverändert den entscheidenden Grund für die Forderung nach Vergeltungsmaßnahmen gegenüber den „unfairen Praktiken der Handelspartner“.

Nun sind die Forderungen nach dem (tendenziellen) Ausgleich der Leistungsbilanz identisch mit dem Postulat eines Ausgleichs der Kapitalbilanz². Abbau der Importüberschüsse bei Waren sowie Dienstleistungen und Verringerung des Nettokapitalimports sind also nichts anderes als die jeweilige Kehrseite der gleichen Münze, von der die Protektionisten freilich nur die dem Wähler gegenüber offensichtlich erfolversprechende vorzeigen. Man stelle sich schließlich nur vor, welche Konsequenzen eine abruptes Ende der Kapitalzufuhr für die Höhe des Zinses in den USA bzw. den Kurs des Dollars haben müßte.

Ähnliche Diskrepanzen, die ebenfalls dadurch bedingt sind, daß zum einen die Kapitalbilanz, zum anderen die Leistungs- bzw. Handelsbilanz den Ausgangspunkt bilden, lassen sich auch für die Bundesrepublik beobachten. So wird einerseits häufig der Nettokapitalexport als Ausdruck eines Exports von Arbeitsplätzen beklagt, andererseits der Überschuß im Export von Waren als Stütze der inländischen Konjunktur und Beschäftigung betont.

Vordergründig handelt es sich hier um Mißverständnisse, die sich schon durch einfache Hinweise auf die Zahlungsbilanzarithmetik ausräumen lassen müßten. Dazu bedarf es aber erheblicher Anstrengungen, um nicht zuletzt dem Mißbrauch einseitiger und damit falscher Interpretationen durch Aufklärung der Öffentlichkeit entgegenzuwirken. Zum Teil muß man jedoch offensichtlich Unklarheiten der theoretischen Analyse vermuten, Anlaß genug, einige grundlegende Zusammenhänge näher zu erläutern.

II. Grundlagen der intertemporalen Theorie der Leistungsbilanz

Leistungsbilanzüberschüsse bzw. Nettokapitalexporte bedeuten eine Zunahme des Nettovermögens gegenüber dem Ausland. In der Periode eines solchen Überschusses wird im Inland weniger konsumiert und investiert als produziert, d. h. die heimische Produktion übersteigt die Absorption.

Gesamtwirtschaftlich betrachtet spart die Überschußvolkswirtschaft, während das Land mit einem Leistungsbilanzdefizit entspart bzw. sich verschuldet. In der Weltwirtschaft müssen sich die Leistungsbilanzsalden

² Hier wie im folgenden wird von Übertragungen und dem Restposten in der Zahlungsbilanz abstrahiert. Die Devisenbilanz wird in die Kapitalbilanz integriert. Auf die grundsätzliche Argumentation haben diese Vereinfachungen keinen Einfluß.

selbstverständlich zu Null addieren (von den bekannten statistischen Schwierigkeiten einmal abgesehen). Ein durch Restriktionen nicht behinderter Kapitalverkehr führt zur Gleichheit der Rendite in allen Ländern und zum Ausgleich zwischen Sparen und Investieren. Die Salden in den Kapitalbilanzen – und damit in den Leistungsbilanzen – sind somit Ergebnis sämtlicher Entscheidungen über Investition, Sparen und Konsum in der Weltwirtschaft. Die Analyse dieser Zusammenhänge erfordert eine intertemporale Betrachtungsweise, ein atemporaler oder einperiodiger Ansatz wird dem Problem nicht gerecht.

Zur Untersuchung der grundlegenden Zusammenhänge eignet sich das auf *Irving Fisher* zurückgehende Konzept der intertemporalen Nutzenmaximierung, und zwar sowohl unter dem Aspekt einer normativen Theorie zur Beurteilung von Leistungsbilanzsalden wie unter dem einer mikroökonomisch fundierten positiven Theorie zur Erklärung tatsächlicher Salden in den Leistungs- bzw. Kapitalbilanzen.

Ansätze dieser Art, die inzwischen zu komplexen intertemporalen Modellen offener Volkswirtschaften weiterentwickelt wurden, finden sich zunehmend insbesondere in der angelsächsischen Literatur³. Im folgenden sollen einige grundlegende Aspekte verdeutlicht werden⁴. Dabei beschränken wir uns hier im allgemeinen auf zweiperiodige Modelle eines kleinen Landes, das ein Gut produziert und konsumiert. Die Analyse ist, da Vollbeschäftigung angenommen und von der Dauer und den Kosten von Anpassungsprozessen hin zu einem neuen Gleichgewicht abgesehen wird, eher für die mittel- und langfristige Betrachtungsweise geeignet.

Die intertemporale Analyse einer gleichgewichtigen Leistungsbilanz erfordert die Spezifizierung der technologischen Möglichkeiten und der Marktgegebenheiten, die einem Land zur Verfügung stehen, um durch Investitionen im Inland und internationale Kreditaufnahme bzw. -vergabe den Konsumpfad zeitlich optimal zu gestalten.

In Abb. 1 werden die Investitionsmöglichkeiten durch die intertemporale Transformationskurve T dargestellt. Sie gibt die maximale Gütermenge C_2 an, die in Zukunft ($t = 2$) bei einer bestimmten in der Gegenwart investierten Gütermenge I_1 konsumiert werden kann. Die Differenz zwischen Ausstattung in der Gegenwart ($t = 1$) A_1 und I_1 ist dann die entsprechende Konsummenge C_1 ⁵. Die internationalen intertemporalen Tausch- bzw. Marktmöglichkeiten werden durch die Kapitalmarktklinie K dargestellt.

³ Vgl. z.B. *Sachs* (1981 u. 1983), *Obstfeld* (1982), *Svensson und Razin* (1983), *Frenkel und Razin* (1985, 1986 a und 1986 b), *Siebert* (1987).

⁴ Für eine ausführliche formale Analyse sei auf die in Fußnote 3 genannten Arbeiten und die dort angegebene weitere Literatur verwiesen.

Die Steigung dieser Kapitalmarktlinie beträgt absolut eins plus (Welt-) Realzins. Zu diesem Kapitalzins kann an das Ausland Kredit vergeben oder vom Ausland Kredit aufgenommen werden⁶. Der repräsentative Akteur der betrachteten Volkswirtschaft maximiert eine intertemporale Nutzenfunktion, die durch die Indifferenzkurven U_1, U_2, \dots repräsentiert ist⁷.

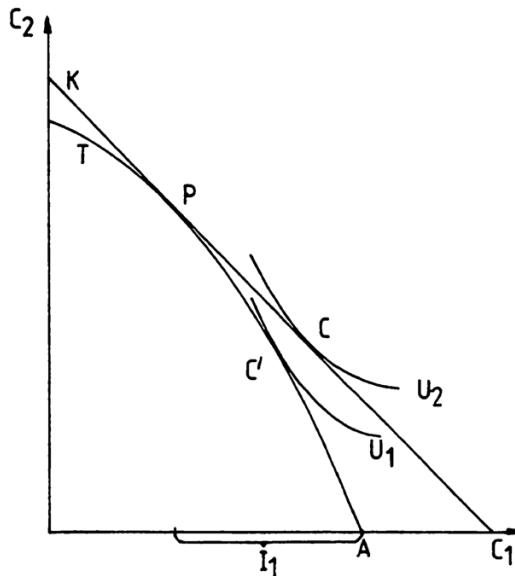


Abbildung 1

Für das hier dargestellte Land ist es optimal, in der ersten Periode ein Leistungsbilanzdefizit in Höhe der horizontalen Differenz zwischen C , dem Konsumpunkt, und P , dem Produktions- bzw. Investitionspunkt, einzugehen und in der zweiten Periode einen entsprechenden Leistungsbilanzüberschuß (vertikale Distanz zwischen P und C) zu realisieren⁸.

Wäre einem Land, dessen optimaler Saldo wie in Abb. 1 von Null verschieden ist, durch eine politische Entscheidung – Verhinderung der Inan-

⁵ Daß die Ausstattung hier auf der Abszisse abgetragen wird, ist eine Vereinfachung, die die Schlußfolgerungen nicht beeinflußt.

⁶ Dabei zählen hier zum Begriff Kredit(vergabe) sämtliche in der Kapitalbilanz zu erfassenden Transaktionen, also z. B. auch Direktinvestitionen.

⁷ Die Nutzenfunktionen verschiedener Länder können sich durch die Höhe der Zeitpräferenzrate unterscheiden, also der absoluten Steigung der Indifferenzkurve im Schnittpunkt mit der 45° Linie minus eins.

⁸ Für eine entsprechend niedrigere Zeitpräferenzrate wäre ein anfänglicher Leistungsbilanzüberschuß optimal.

spruchnahme des internationalen Kapitalmarktes – eine ausgeglichene Leistungsbilanz auferlegt, so hätte dies ein niedrigeres Nutzenniveau (U_1) zur Folge. Die Konsummengen in beiden Perioden wären in der in Abb. 1 mit C' dargestellten Situation geringer als im Falle des Leistungsbilanzdefizits in der ersten Periode. Die Investitionen wären niedriger; der sich ohne die Möglichkeit der Kreditaufnahme am internationalen Kapitalmarkt im Inland einstellende Zinssatz, im folgenden als (Kapital-) Autarkie-Zins bezeichnet, wäre höher als der Weltrealzins. International gesehen überdurchschnittlich rentable Investitionsprojekte würden also nicht durchgeführt. Als Ergebnis wäre daher weltwirtschaftlich eine Fehlallokation des Kapitals zu diagnostizieren.

Im wohlfahrtstheoretischen Sinne wäre das angestrebte Ziel einer ausgeglichenen Kapital- und damit Leistungsbilanz also suboptimal, der Leistungsbilanzsaldo ohne politische Interventionen hingegen optimal⁹.

Grundsätzlich sind der gleichgewichtige Aktivsaldo der Leistungsbilanz bzw. Passivsaldo der Kapitalbilanz in der Gegenwart um so größer, je geringer die Zeitpräferenzrate und je ungünstiger die Investitionsmöglichkeiten im Vergleich zum Ausland sind. Analog kann eine passive Leistungsbilanz also sowohl auf gegenwärtig relativ günstige Investitionsbedingungen als auch auf eine relativ hohe Präferenz für Gegenwartsverbrauch zurückzuführen sein¹⁰. Verändern sich die intertemporale Transformationsmöglichkeit bzw. die Investitionsrendite oder die Zeitpräferenzrate eines Landes, so ändert sich im allgemeinen auch der optimale Saldo der Leistungsbilanz. Verschlechtern sich z.B. die Investitionsbedingungen bei gegebener Ausstattung so, daß für jedes Investitionsvolumen eine geringere Grenzproduktivität als vorher resultiert, dann muß sich die Leistungsbilanz verbessern. Dieser Fall ist in Abb. 2 dargestellt. In der alten Situation (Transformationskurve T) hätte das betrachtete Land in der ersten Periode ein Defizit aufgewiesen. Nach der Verschlechterung der Investitionsbedingungen, die zu der durchweg flacher verlaufenden Transformationskurve T' führt, ist die Leistungsbilanz dagegen in der ersten Periode im Überschuß, während das maximal mögliche Nutzenniveau auf U_1 gesunken ist¹¹.

⁹ Im Falle der erzwungenen Kapitalautarkie, aber bei grundsätzlich freiem Handel ist zu vermuten, daß dieses Land verstärkt kapitalintensive Güter importiert und so das Kapitalimportverbot teilweise unterläuft. Bei der Ermittlung der Wohlfahrtsverluste im Vergleich zur optimalen Allokation sind aber auch die höheren Transaktionskosten dieses „gütergebundenen Kapitalimports“ nicht zu vernachlässigen.

¹⁰ Für eine ausführliche Analyse der Bestimmungsfaktoren für die Aufteilung der internationalen Kreditaufnahme auf Kapitalakkumulation und Konsum siehe Siebert (1987).

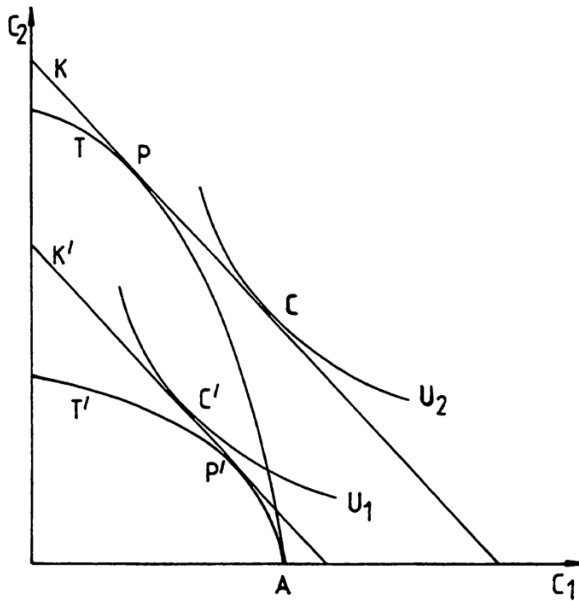


Abbildung 2

Die Bevölkerungsentwicklung eines Landes kann ebenfalls durchaus relevant für die optimale Höhe gegenwärtiger Leistungsbilanzsalden sein. Zur Veranschaulichung der tendenziellen Wirkung der relativen demographischen Entwicklungen kann man Abb. 2 auch in einem etwas anderen Sinne interpretieren, ein insbesondere für die Bundesrepublik angesichts des Bevölkerungsrückgangs aktueller Fall. In der Abbildung seien zwei kleine Länder dargestellt, die bis auf die Transformationskurven (T gehöre zu Land A, T' zu Land B) völlig identisch sind.

Der ungünstige Verlauf der Transformationskurve von Land B beruhe nun nicht auf einer anderen Produktionsfunktion, sondern darauf, daß das Bevölkerungswachstum im Land B wesentlich geringer als in Land A ist. Das gleiche Investitionsvolumen in der Gegenwart führt in Land B zu einem geringeren zukünftigen Output und einem geringeren Autarkierealzins als in Land A, da die Menge des Produktionsfaktors Arbeit, die zusammen mit dem Faktor Kapital den zukünftigen Output produziert, in Land B (relativ) geringer ist als in Land A¹². Unterstellt man nun der Einfachheit halber

¹¹ Dies setzt allgemein voraus, daß (ceteris paribus) bei einer Verminderung (Erhöhung) des Vermögens sowohl der Gegenwarts- als auch der Zukunftskonsum sinkt (steigt). Hier wird durchgängig die Annahme getroffen, daß die intertemporale Nutzenfunktion die hierzu nötige Eigenschaft aufweist, daß also Gegenwarts- und Zukunftskonsum superiore „Güter“ sind.

vollkommene Immobilität des Faktors Arbeit und perfekte Mobilität des Faktors Kapital, dann wird das Land mit künftig (relativ) geringerer Bevölkerung in der Gegenwart seine Nettoauslandsinvestitionen zunächst erhöhen, also Leistungsbilanzüberschüsse aufweisen, da eine geringere Investitionsrendite im Inland erwartet wird.

In Zukunft wird dann ein Leistungsbilanzdefizit eintreten, die Auslandsanlagen und deren Zinserträge werden in Form von Importüberschüssen konsumiert. Die optimalen Salden werden vermutlich um so höher ausfallen, je stärker die Arbeitsbevölkerung in B aufgrund des wachsenden Rentenanteils in Zukunft im Vergleich zur Gesamtbevölkerung schrumpft.

Anhand des in den beiden Abbildungen präsentierten Modells lassen sich eine ganze Reihe weiterer Zusammenhänge darstellen. So kommt es, ausgehend von einer ursprünglich ausgeglichenen Leistungsbilanz, sowohl bei einem Anstieg des Weltrealzinses wie bei einer erhöhten Kapitalmobilität (und relativ niedrigem Autarkiezins) zu einer Verbesserung der gegenwärtigen Leistungsbilanz; somit stellt sich also ein Aktivsaldo der Leistungsbilanz und ein Passivsaldo der Kapitalbilanz in der Gegenwart und die genau umgekehrte Entwicklung in der Zukunft ein.

Ebenso führt eine Rechtsverschiebung der Transformationskurve, bei unveränderter Form derselben und damit unverändertem Grenzproduktivitätsverlauf, tendenziell zu einem höheren Leistungsbilanzüberschuß bzw. einem geringeren Defizit in der ersten Periode. Eine solche Rechtsverschiebung kann interpretiert werden als ein positiver Outputschock in der Gegenwart, der die Investitionsbedingungen unverändert läßt, d. h. für jedes Investitionsvolumen (= Verzicht auf Gegenwartskonsum) ergibt sich die gleiche Grenzproduktivität und damit auch die gleiche Menge an Zukunftskonsum wie vor dem Outputschock.

III. Zielvorgaben für die Leistungsbilanz aus der Sicht des intertemporalen Ansatzes

Aus diesen ersten Überlegungen geht bereits hervor, wie wenig angemessen es ist, etwa die Wettbewerbsfähigkeit der Industrie eines Landes ohne

¹² Die Interpretation von Abb. 2 in diesem Sinne ist sicher eine sehr starke, im einzelnen nicht unproblematische Vereinfachung. Eine genauere Analyse der Folgen der demographischen Entwicklung erfordert ein spezielles Wachstumsmodell mit überlappenden Generationen und genauer Spezifizierung der Produktionsfunktion, des Grades von Kapital- und Arbeitsmobilität und der Ausgestaltung des Altersversorgungssystems. Für die Ableitung der grundlegenden Zusammenhänge scheint die Darstellung gleichwohl geeignet.

nähere Analyse anhand des Saldos der Leistungsbilanz und seiner Veränderung messen zu wollen. Eine aktive bzw. passive Leistungsbilanz kann nach den Modellüberlegungen auf vielfältige und vor allem ganz unterschiedlich zu beurteilende Ursachen zurückzuführen sein. Ebenso fragwürdig sind folglich aber auch alle wirtschaftspolitischen Zielvorgaben für die Leistungsbilanz, die diese Zusammenhänge nicht berücksichtigen. Nun wäre es andererseits wenig sinnvoll, schon die Möglichkeit der Existenz von außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten einfach mit dem Hinweis auf ein Modell zu bestreiten, nach dem a priori jeder Saldo dem Kriterium der modellimpliziten Optimalität entspricht. Das heißt jedoch wiederum nicht, dem Ansatz rein tautologischen Charakter beizumessen.

So läßt sich anhand der dargelegten Zusammenhänge – über die optimale Allokation des Kapitals hinaus – zeigen, daß gerade bei einem Abbau von Kapitalverkehrskontrollen mit größeren Salden der Leistungsbilanz zu rechnen ist – wiederum ein Indiz dafür, daß die Höhe bestehender Salden per se nichts über das Vorliegen irgendwelcher „Ungleichgewichte“ besagt: Würde man jeden Kapitalverkehr unterbinden, wären die Leistungsbilanzen zwangsläufig jederzeit ausgeglichen, von einem „Gleichgewicht“ könnte man aber dann gewiß nicht sprechen.

Bei der Diskussion und wirtschaftspolitischen Interpretation des dargestellten intertemporalen Ansatzes sind jedoch die restriktiven Annahmen zu beachten. Es handelt sich dabei vor allem um die Beschränkung auf ein Gut, zwei Perioden und den Fall des kleinen Landes sowie um die Voraussetzungen der Vollbeschäftigung und der vollkommenen Kapitalmobilität.

Die Außenwirtschaftspolitik agiert dagegen in einer Welt der Unsicherheit, Anpassungskosten, Rigiditäten, steuer- und regulierungsbedingter Verzerrungen und vielfältiger „politisch“ bedingter Störungen. Aus der Existenz dieser Faktoren folgt freilich noch lange nicht zwangsläufig die Notwendigkeit, Zahlungsbilanzziele zu postulieren, zumal dies auch noch die wichtige Aufgabe einschließt, diese Politik zu implementieren¹³, also über geeignete wirtschaftspolitische Maßnahmen adäquat umzusetzen. Dieser Vorbehalt sei im folgenden anhand einiger Beispiele näher begründet.

So kann z. B. Unsicherheit darüber bestehen, ob ein Land, das sich in der Gegenwart international stark verschuldet, in Zukunft immer bereit und in der Lage sein wird, den erwarteten Schuldendienst zu leisten. Insbesondere

¹³ Auch die Tatsache, daß die Politik gerade in diesem Bereich wegen erheblicher statistischer Erfassungsprobleme auf der Basis teilweise höchst unverlässlicher und ungenauer Daten agieren muß, ist in diesem Zusammenhang grundsätzlich zu bedenken.

wenn die anfänglichen Nettokapitalimporte eher auf eine relativ hohe Zeitpräferenzrate des betrachteten Landes als auf besonders rentable Investitionsprojekte zurückzuführen sind, scheint Vorsicht geboten. Wollte man deshalb Zielvorgaben für den Kapitalverkehr – und damit für die Leistungsbilanz festlegen, bedürfte es vorher einer entsprechenden Unterscheidung, die jedoch kaum möglich erscheint. Dagegen ist im Falle privater Kredite und Direktinvestitionen sehr viel eher mit einer effizienten Kapitalverwendung zu rechnen, und zwar insbesondere dann, wenn bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind; dazu zählt nicht zuletzt die glaubwürdige Ankündigung der Politik, daß sie ex post weder die Investitionen und ihre Erträge noch etwaige Verluste der Kreditgeber sozialisiert. Wollte man den privaten Kapitalverkehr in die Formulierung der Zahlungsbilanzziele einbeziehen, wäre zu begründen, warum private Investoren kurzfristiger sind oder bei der Risikoeinschätzung systematisch größere Fehler machen als staatliche Instanzen.

Ein weiterer möglicher Ansatzpunkt für die Begründung von Leistungsbilanzzielen ist die Existenz vielfältiger Verzerrungen des Kapitalverkehrs und damit auch der Leistungsbilanzen. Dabei ist allerdings zu bedenken, daß eine ganze Reihe von Fehlallokationen auf den internationalen Kapitalmärkten auch durch politisch bedingte Instabilitäten, Unsicherheiten und Interventionen verursacht sind, die ihrerseits im Privatsektor zu Anpassungsprozessen führen, die mit Änderungen der Leistungsbilanzsalden einhergehen. Zu nennen sind hier z.B. Devisenmarktinterventionen, unerwartete Änderungen von Property-Rights, Kapitalverkehrsbeschränkungen sowie Importhemmnisse und Exportsubventionen.

Vielfältige und divergierende Steuern, Subventionen und Regulierungen in den einzelnen Ländern verzerren zudem die jeweiligen Investitions-, Spar- und Konsumentscheidungen, beeinflussen damit auch die Zinsen und den Kapitalverkehr. So können z. B. einzelne Staaten versuchen, ein bewußtes „Gefälle“ durch gezielte Steuersenkungen und Subventionierung von Industrieansiedelung zu schaffen, etwa um Direktinvestitionen ausländischer Unternehmen im Inland zu fördern. Wegen des von der Politik bewußt herbeigeführten Kapitalimports könnte sich nun aber die Leistungsbilanz derart verschlechtern, daß dieses „Ungleichgewicht“ wiederum zum Anlaß für wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Verbesserung der Leistungsbilanz genommen wird. Dies wäre dann ein Beispiel dafür, wie die Politik die Probleme, die sie bekämpfen möchte, erst selbst erzeugt und darüber in einem unkontrollierten Aktivismus des stop and go endet.

In diesem Zusammenhang liegt es nun auf der Hand, die Aussagekraft eines Modells zu bestreiten, das die optimale internationale Allokation des

Kapitals unterstellt, und den (bekannten) Einwand des Marktversagens als Argument für die Notwendigkeit wirtschaftspolitischer Eingriffe anzuführen.

Damit könnte zweierlei gemeint sein. Zum einen gibt es in der Tat viele Hindernisse und Beschränkungen etc., die der optimalen Allokation des Kapitals im Wege stehen. Dieses „Versagen“ ist jedoch weitgehend politisch verursacht und kann durch entsprechende Reformmaßnahmen abgebaut bzw. beseitigt werden¹⁴. Zum anderen orientieren sich die Anleger bei ihren Entscheidungen vor allem am Vergleich der Zinsen und des Risikos inländischer und ausländischer Aktiva. Von daher kann es derzeit folglich nicht überraschen, wenn etwa Anlagekapital in die (reiche) USA und nicht in die Entwicklungsländer fließt, wo die Kapitalausstattung besonders niedrig ist. Will man politisch eine andere Allokation des Kapitals erreichen, dann bedarf es dazu in erster Linie einer grundlegenden Änderung der Wirtschaftspolitik in den Entwicklungsländern. Mit administrativen Eingriffen, subventionierten Kreditprogrammen etc. ist hier wenig zu erreichen, das zeigt nicht zuletzt die anhaltende Kapitalflucht, die in vielen dieser Länder zu beobachten ist.

Das Beispiel USA weist aber auch auf die Verknüpfung von binnen- und außenwirtschaftlichen Vorgängen hin. So mag man mit Fug und Recht bezweifeln, ob es sinnvoll ist, daß das reichste Land der Welt einen hohen Anteil der Weltersparnis an sich zieht. Der Kapital- bzw. Leistungsbilanzsaldo ist jedoch nur der Reflex der Situation wie sie sich für die Anleger in der Welt darbietet: Unter den gegebenen Bedingungen stellen sich – durchaus modellgerecht – alle am besten¹⁵. So gesehen ist also etwa die US-Leistungsbilanz nicht im „Ungleichgewicht“ – unter den gegebenen Bedingungen wäre eine andere Konstellation kaum denkbar. Wohl aber spricht vieles dafür, daß die USA das Ausmaß und Tempo der wachsenden Verschuldung nicht durchhalten können. Damit rückt das Kriterium der „sustainability“ in den Mittelpunkt der Betrachtung. Allein schon die Definition und schließlich erst recht die operationale Interpretation dieses Konzeptes stößt

¹⁴ Falls solche Reformmaßnahmen grundsätzlich nicht möglich sind, dürfte die sich dann stellende Aufgabe kaum lösbar sein, nämlich die angesichts der vielfältigen, insbesondere auch vom Ausland exogen vorgegebenen, verzerrenden staatlichen Eingriffe suboptimalen Leistungsbilanzsalden mittels geeigneter weiterer Interventionen einer second-best-Lösung zuzuführen. Im übrigen wäre auch in diesem Falle kaum anzunehmen, daß einer solchen Politik zwangsläufig das Ziel ausgeglichener Leistungsbilanzen entspräche.

¹⁵ Dies gilt – ex ante – unter Einschluß des Wechselkursrisikos –, nachträgliche Verluste aufgrund des sinkenden Dollars sind kein Indiz gegen diese Aussage. Im konkreten Falle verfälschen allerdings die Interventionen der ausländischen Notenbanken das Bild einer von individuellen Anlageentscheidungen geprägten Situation.

freilich auf gravierende Schwierigkeiten. Immerhin ist es als Fortschritt zu betrachten, daß inzwischen dem Zusammenspiel zwischen Leistungs- und Kapitalbilanz größere Aufmerksamkeit gewidmet wird¹⁶.

Schon für ein einzelnes Land ist dazu freilich eine umfangreiche Analyse erforderlich, die den komplexen Zusammenhängen Rechnung trägt – der Hinweis auf den Einfluß der demographischen Entwicklung mag hier genügen. Darüber hinaus wäre aber auch grundsätzlich zu fragen, ob der Befund, daß gegenwärtige Salden nicht „sustainable“ sind, überhaupt politische Interventionen zur Verringerung bestehender Defizite oder Überschüsse erforderlich macht. Zum einen folgt nämlich z.B. aus einem hohen Defizit keineswegs zwangsläufig, daß das optimale Leistungsbilanzdefizit in der näheren Zukunft niedriger sein muß; ganz im Gegenteil könnte sogar ein vorübergehend weiter steigendes Defizit bei bestimmten Datenkonstellationen vorteilhaft für die Volkswirtschaft sein. Zum anderen müßte die Frage beantwortet werden, warum der Markt – im Gegensatz zur Politik! – die diagnostizierte mangelnde sustainability nicht erkennt und nicht die notwendige Korrektur auch ohne politische Zugriffe einleitet.

Das Problem der adäquaten Zielvorgabe für die Leistungsbilanz – hier sei einmal unterstellt, eine solche Zielvorgabe sei grundsätzlich überhaupt sinnvoll – wird noch weiter gravierend erschwert, wenn stabilitätspolitische Zielsetzungen einbezogen werden. Um mit einem wichtigen Gegenargument gegen die verbreitete Vorstellung vom möglichst jederzeitigen Leistungsbilanzausgleich zu beginnen: Gerade von wechselnden Leistungsbilanzsalden wäre ein stabilisierender Effekt auf das Inlandseinkommen zu erwarten – allerdings nur dann, wenn die Verschiebungen „konjunkturgerecht“ verlaufen, also bei nachfragebedingten Schwankungen von Produktion und Beschäftigung eine Verbesserung im Abschwung und eine Verschlechterung im Aufschwung einsetzt. Sofern die Preis- und Einkommensentwicklung im Inland nicht durch Inflationseinflüsse überlagert wird, müßte sich diese Konstellation im übrigen automatisch einstellen. Genau umgekehrt entwickeln sich dagegen die optimalen Leistungsbilanzsalden, wenn Produktionsschwankungen bzw. vorübergehende Outputschocks angebotsbedingt sind. Ein negativer gegenwärtiger Outputschock – z.B. verursacht durch einmalige Streiks oder Mißernten – ist dann aufgrund vorübergehendem gesamt-

¹⁶ In einer Studie des IMF wird z.B. folgendes Resümee gezogen: “The foregoing analysis suggests that the appraisal of policy interactions among industrial countries could be based on an analytical framework in which ‘underlying’ current account positions (based on existing policies and exchange rates) would be compared with ‘sustainable’ positions (derived from an assessment of the medium-run determinants of savings and investment).” *Crockett und Goldstein* (1987) S. 37.

wirtschaftlichen Entsparens tendenziell mit einem Leistungsbilanzdefizit verbunden. Dadurch kann eine unerwünschte Destabilisierung des Konsumpfads vermieden werden¹⁷.

Ein Leistungsbilanzziel, das ohne genaue Analyse der Ursache von Produktionsschwankungen festgelegt wird, ist somit stabilitätspolitisch nicht zu rechtfertigen.

Darüber hinaus müssen Zielvorgaben für die Leistungsbilanzen, die von einzelnen Ländern isoliert vorgenommen werden, beinahe zwangsläufig inkompatibel sein. Dies gilt insbesondere bei weitgehender Synchronisation der Konjunkturverläufe. Strebt z.B. ein Land, in dem die Arbeitslosigkeit hoch ist bzw. zunimmt, mit dieser Begründung eine Verbesserung seiner Leistungsbilanz an, so wird dies naheliegenderweise in den Partnerländern leicht den Vorwurf der *beggar-my-neighbour-policy* auslösen¹⁸. In noch größere Komplikationen führt eine Konstellation, in der die Arbeitslosigkeit vornehmlich nicht-konjunktureller Art ist: Welches Leistungsbilanzziel erscheint unter diesem Aspekt angemessen? Wird die Ursache der Arbeitslosigkeit im Kapitalmangel gesehen, so wäre – im Gegensatz zur Nachfrage-mangelarbeitslosigkeit – *ceteris paribus* ein höherer Nettokapitalimport, also eine Verschlechterung der Leistungsbilanz angebracht.

Unterstellt man jedoch einmal, die Schwierigkeiten einer Zielvorgabe für die Leistungsbilanz seien gelöst, so gilt es in einem nächsten Schritt, die entsprechende Politik zu implementieren, also in konkrete Maßnahmen umzusetzen¹⁹. Um mit den nicht-adäquaten, politisch aber unter Umständen dennoch präferierten Mitteln zu beginnen: Die Behinderung der Importe und (künstliche) Förderung der Exporte ist grundsätzlich kein geeigneter Weg, um das Ziel einer Verbesserung der Leistungsbilanz adäquat zu erreichen. Ganz im Gegenteil kann auf absehbare Frist genau das Gegenteil eintreten, wenn insbesondere die Einfuhr kapitalintensiver Importgüter behindert wird und infolgedessen die Kapitalnachfrage im Inland steigt und einen verstärkten Kapitalimport bzw. eine Verschlechterung der Leistungsbilanz induziert²⁰. Protektionismus ist aber vor allem auch deshalb kein geeignetes

¹⁷ Dabei ergeben sich teilweise völlig unterschiedliche Änderungen der optimalen Leistungsbilanzsalden, je nachdem, ob Outputschocks gegenwärtig oder künftig erwartet sind und als transitorisch oder permanent angesehen werden. Vgl. dazu *Sachs* (1983) S. 117 ff. sowie *Sachs* (1981) S. 218 ff.

¹⁸ In einer Lage der Weltwirtschaft, in der die meisten Länder Beschäftigungsprobleme beklagen, findet sich aus dieser Warte kein Kandidat – z. Zt. allenfalls mit Ausnahme der USA! – für die Defizitposition. Ergibt sich aus dieser Situation damit aber schon die Forderung nach ausgeglichenen Leistungsbilanzen?

¹⁹ Das z. Zt. vieldiskutierte Problem der „Koordination“ der Maßnahmen der einzelnen Länder sei hier nur erwähnt.

Mittel zum Abbau von Leistungsbilanzdefiziten, weil er – wie besonders deutlich im Falle der USA zu sehen – nicht an der eigentlichen Ursache, der überhöhten inländischen Absorption ansetzt²¹.

Das Hauptaugenmerk richtet sich in diesem Zusammenhang aber zwangsläufig auf die Geld- und Fiskalpolitik. Es ist hier nicht der Ort, auf die seit jeher umfangreiche Diskussion näher einzugehen. Stattdessen sei auf zwei Aspekte verwiesen.

Zum einen entstammt die Ableitung geld- und fiskalpolitischer Maßnahmen unter dem Aspekt eines bestimmten Zahlungsbilanzzieles grundsätzlich aus der Welt der festen Kurse. Mit der Freigabe des Wechselkurses hört grundsätzlich auch die Zahlungsbilanz auf, unmittelbares Ziel der Wirtschaftspolitik zu sein. Inwieweit dieses Postulat tatsächlich mit dem Hinweis auf „Defekte“ im Funktionieren flexibler Kurse aufzugeben wäre, bedürfte einer intensiven Diskussion.

Zum anderen ist das Assignment-Problem gerade in dem hier diskutierten Zusammenhang eingehender zu erörtern, als dies häufig geschieht. So können z.B. von der Umwelt-, Sozial-, Rechtspolitik etc. erhebliche Einflüsse auf die Leistungsbilanz bzw. auf die Kapitalbilanz ausgehen, verbunden im übrigen mit direkten Auswirkungen auf die binnenwirtschaftliche Lage. So kann man sich ein Land vorstellen, das durch verschiedene Maßnahmen Investitionskapital ins Ausland treibt – und zudem ausländische Investoren abschreckt – und gleichzeitig die Beschäftigung im Inland beeinträchtigt. Eine – unter Umständen sogar erhebliche – „Verbesserung“ der Leistungsbilanz wäre sozusagen der außenwirtschaftliche Niederschlag dieser Politik, sicherlich ein Anlaß, um die Aussagekraft des bloßen Saldos in Frage zu stellen. Noch fragwürdiger wäre es freilich, wenn die Partner von diesem Land mit dem Hinweis auf seine „positive“ Leistungsbilanz eine expansive Geld- und Fiskalpolitik verlangten.

²⁰ Andererseits ist es denkbar, daß in einem Land, das durch dirigistisch-protektionistische Maßnahmen ungünstige Signale für internationale Investoren setzt, die Nettokapitalzufuhr aufgrund erwarteter geringer Investitionsrendite und höherer Risikozuschläge reduziert wird. Der langfristige Nettoeffekt protektionistischer Maßnahmen auf die Leistungsbilanz ist also von einer Vielzahl von Faktoren abhängig und vermutlich kaum einigermaßen verlässlich abzuschätzen.

²¹ Vgl. *Wissenschaftlicher Beirat* beim Bundesministerium für Wirtschaft (1988), S. 15.

IV. Expansive Fiskalpolitik zur Verminderung des Leistungsbilanzüberschusses aus der Sicht der Bundesrepublik

Das bereits angesprochene Problem der Umsetzung einer Zielvorgabe für die Leistungsbilanz in adäquate wirtschaftspolitische Maßnahmen sei kurz anhand der expansiven Fiskalpolitik diskutiert, wie sie derzeit weltweit gerade von der Bundesrepublik als Beitrag zum Abbau der weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte gefordert wird²².

Unterstellt man im Einklang mit der in der gegenwärtigen politischen Diskussion allgemein herrschenden Meinung, daß Staatsverschuldung und Realzinssatz positiv korreliert sind, so folgt ceteris paribus aus einem steigendem Budgetdefizit neben einem höheren Realzins, eine Verringerung des Nettokapitalexports und eine Verschlechterung der Leistungsbilanz. Eine Zunahme der Staatsverschuldung wäre aus dieser Sicht also der geforderte und geeignete Beitrag der Bundesrepublik zum Abbau der weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte. Es gibt jedoch gute Gründe daran zu zweifeln, daß dies ein sinnvoller Weg wäre.

Aus wachstumspolitischer Perspektive ist eine geringere gesamtwirtschaftliche Sparquote und ein höherer (Autarkie)-Realzins keinesfalls unproblematisch, auch wenn sich dieser Effekt über den internationalen Kapitalmarkt auf viele Länder verteilt und angesichts der relativen Größe der Bundesrepublik den Weltrealzins nur geringfügig erhöht²³.

Noch gravierender ist allerdings, daß für die Bundesrepublik angesichts der absehbaren demographischen Entwicklung und der riesigen, im gesetzlichen Rentenversicherungssystem implizit enthaltenen Staatsverschuldung, eine durch höhere Budgetdefizite induzierte, auf einen geringeren Leistungsbilanzüberschuß zielende Reduktion der inländischen Sparquote bzw. Kapitalbildung kaum angemessen ist.

Kann man von der Einwanderung keinen nennenswerten Beitrag zur Lösung des Rentenproblems erwarten, so legt die demographische Entwick-

²² In diese Richtung gehen z.B. die Vorschläge und Forderungen einer internationalen Gruppe bekannter Ökonomen: "... it is important to recognize that faster growth in Europe hinges especially on faster growth of domestic expenditure in Germany." Im weiteren wird kein Zweifel daran gelassen, daß hier für die Bundesrepublik insbesondere an ein auch über Steuersenkungen herbeigeführtes erhöhtes Budgetdefizit gedacht ist: "... more vigorous fiscal action is needed. The tax cuts now planned for 1990 should be brought forward and expanded in scope." Siehe *Bergsten* (1987), S. 9f.

²³ Dies würde sich jedoch ändern, wenn sich andere Überschußländer, insbesondere Japan, gleichgerichtet verhielten, ohne daß die Defizitländer ihre Verschuldung im gleichem Ausmaß abbauen würden.

lung der Bundesrepublik jedenfalls nahe, daß – nach den oben dargelegten Zusammenhängen – für die nähere Zukunft ein nicht unbeträchtlicher Leistungsbilanzüberschuß als optimal anzusehen ist. Ein politisch bewußt herbeigeführter Abbau des Leistungsbilanzüberschusses ist aus dieser Sicht als äußerst bedenklich anzusehen.

V. Resümee

Die Ausführungen konnten nicht nur gravierende Widersprüche in der üblichen Interpretation der bestehenden Leistungsbilanzsalden aufzeigen, sondern auch Zusammenhänge darlegen, die bei der Formulierung von Zielvorgaben für die Leistungs- bzw. Kapitalbilanzen und ihrer Implementierung eigentlich zu berücksichtigen wären.

Über weite Strecken führt die Untersuchung in Argumente, die grundsätzlich aus der Debatte Markt- versus Staatsversagen inzwischen hinreichend bekannt sind. Wie dieser Beitrag zeigt, ist die Beweislast für eine an Zielvorgaben für die Leistungsbilanzen orientierte Politik wesentlich größer als dies aus der gegenwärtigen Diskussion gemeinhin zu entnehmen ist.

Literatur

Bergsten, Fred C.: "Resolving the Global Economic Crisis: After Wall Street, A Statement by thirty-three Economists from thirteen Countries". Institute for International Economics, Washington D. C. 1987. – *Crockett*, Andrew and *Morris Goldstein*: Strengthening the International Monetary System: Exchange Rates, Surveillance, and Objective Indicators. International Monetary Fund, Occasional Paper No. 50, Washington D. C., 1987. – *Frenkel*, Jacob A. and *Assaf Razin*: "Government Spending, Debt, and International Economic Interdependence". The Economic Journal, Vol. 95, 1985, S. 619 - 636. – *Frenkel*, Jacob A. and *Assaf Razin* (1986 a): "Fiscal Policies in the World Economy". Journal of Political Economy, Vol. 94, 1986, S. 564 - 594. – *Frenkel*, Jacob A. and *Assaf Razin* (1986 b): "The International Transmission and Effects of Fiscal Policies". The American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 76 No. 2, 1986, S. 330 - 335. – *Fiaberler*, Gottfried: "Further Thoughts on International Policy Coordination". In: Paul A. *Volcker* et al., International Monetary Cooperation: Essays in Honor of Henry C. Wallich, Essays in International Finance, No. 169, Princeton 1987, S. 23 - 37. – *Obstfeld*, Maurice: "Aggregate Spending and the Terms of Trade: Is there a Laursen-Metzler Effect?". The Quarterly Journal of Economics, Vol. 97, 1982, S. 251 - 270. – *Sachs*, Jeffrey D.: "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s". Brookings Papers on Economic Activity 1981, S. 201 - 282. – *Sachs*, Jeffrey D.: "Aspects of the Current Account Behavior of OECD economies". In: *Emil Claassen* and *Pascal Salin* (Eds.), Recent Issues in the Theory of Flexible Exchange Rates, Amsterdam, New York, Oxford 1983, S. 101 - 122. – *Siebert*, Horst: "Foreign Debt and Capital Accumulation." Weltwirtschaftliches

Archiv, Band 123, Heft 4, 1987, S. 618 - 630. – *Svensson, Lars E. O. and Assaf Razin: "The Terms of Trade and the Current Account: The Harberger-Laursen-Metzler Effect"*, *Journal of Political Economy*, Vol. 91, 1983, S. 97 - 125. – *Wissenschaftlicher Beirat* beim Bundesministerium für Wirtschaft, Wirtschaftspolitische Konsequenzen aus den außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten der großen Industrieländer, Gutachten vom 27. 2. 1988.

Zusammenfassung

Zur Frage der normativen Interpretation von Leistungsbilanzsalden

Ausgehend vom intertemporalen Ansatz zur Analyse von Leistungsbilanzsalden wird zunächst dargelegt, auf welche unterschiedlichen Konstellationen der fundamentalen Faktoren, nämlich intertemporale Nutzen- und Produktionsfunktionen der einzelnen Länder, Leistungsbilanzsalden prinzipiell zurückzuführen sind. Überschüsse und Defizite sind demnach Ausdruck intertemporaler Optimierung. Aus dieser Sicht muß der politisch erzwungene Ausgleich sogenannter Leistungsbilanzungleichgewichte zu Wohlfahrtseinbußen führen.

In einer realitätsbezogenen Analyse sind jedoch Anpassungskosten und Unsicherheit, aber auch vielfältige Verzerrungen durch Steuern, Subventionen und Regulierungen zu berücksichtigen, die neben den fundamentalen Faktoren Einfluß in die Leistungsbilanzen ausüben und Salden verursachen können.

Aus der Existenz solcher Faktoren folgt aber keineswegs, daß es für die Politik geboten wäre, Leistungsbilanzziele zu postulieren und zu verfolgen. Wohlfahrtsverbesserungen können auf diese Weise vor allem dann nicht erreicht werden, wenn ganz pauschal eine Reduktion von Überschüssen und Defiziten angestrebt wird, ohne daß die Bestimmungsgründe bestehender Leistungsbilanzsalden eingehend analysiert werden.

Aus stabilitätspolitischer Sicht ergeben sich zudem völlig unterschiedliche optimale Leistungsbilanzsalden, je nachdem ob Produktions- und Beschäftigungsschwankungen angebots- oder nachfragebedingt sind. Schließlich stößt auch die Implementierung einer an Leistungsbilanzzielen orientierten Politik auf erhebliche Schwierigkeiten; unter den möglichen Auswirkungen sind insbesondere eine Verschärfung des Protektionismus und eine höhere Staatsverschuldung zu nennen.

Summary

Questions Relating to the Normative Interpretation of Current Balance Data

An intertemporal approach to analyzing current balance data initially shows what combinations of fundamental factors, i. e. intertemporal utility and production functions of individual countries, are at the base of current balance surpluses/deficits. According to this approach, surpluses and deficits reflect intertemporal optimization. Under this aspect, the inevitable conclusion is that redressing current account imbalances invariably leads to prosperity losses.

However, any reality-based analysis must take account of adjustment costs and uncertainties as well as of varied distortions on account of taxes, subsidies and regulations; all of them may influence current balances and be at the base of surpluses/deficits besides fundamental factors.

It would, however, be inappropriate to conclude from the existence of such factors that it would be a matter of political prudence to postulate and pursue the attainment of current balance targets. Prosperity gains can in this way not be made especially when the aim is a general lumpsum reduction of surpluses/deficits without any thorough analysis of the determinants of existing current balance surpluses/deficits.

Moreover, stability policy requirements suggest entirely different optimal current account results depending on whether production and employment fluctuations are caused by supply or by demand conditions. Finally, the implementation of a policy guided by current balance targets would meet with a substantial amount of difficulty, too; from among the possible effects thereof, mention must be made primarily of increasing protectionism and rises in publicsector debts.

Résumé

La question de l'interprétation normative de soldes des balances des opérations courantes

En se basant sur l'interprétation intertemporelle de l'analyse des soldes des balances des opérations courantes, l'auteur montre tout d'abord à quelles constellations différentes des facteurs fondamentaux, à savoir les fonctions intertemporelles de rentabilité et de production, de chaque pays, les soldes des balances des opérations courantes sont en principe imputables. Les excédents et déficits expriment par conséquent l'optimisation intertemporelle. De ce point de vue, la compensation politique forcée des dits déséquilibres des balances des opérations courantes doit entraîner des pertes de prospérité.

En tenant compte dans l'analyse de la réalité, on doit cependant considérer des coûts d'adaptation et de l'incertitude, mais aussi diverses distorsions dues aux impôts, subventions et règlements qui peuvent influencer les balances des opérations courantes, en plus des facteurs fondamentaux, et provoquer des soldes.

L'existence de tels facteurs ne justifie toutefois en aucun cas que la politique postule et poursuive des objectifs concernant les balances des opérations courantes. On ne peut certainement pas de cette manière améliorer la prospérité en visant tout à fait arbitrairement à réduire les excédents et les déficits, sans analyser en détails les causes déterminantes des soldes des balances des opérations courantes existants.

En outre, du point de vue de la politique de stabilité, les soldes des balances des opérations courantes optimaux peuvent être complètement différents d'après la nature des fluctuations de la production et de l'emploi; cela dépend si ces dernières sont causées par l'offre ou la demande. Finalement, une politique qui vise à réduire les excédents ou les déficits de la balance des opérations courantes se heurte à d'énormes difficultés. Parmi les conséquences possibles, nommons avant tout un renforcement du protectionnisme et un accroissement de l'endettement de l'Etat.