

Crowding-out in einer kleinen offenen Volkswirtschaft

Einleitung

Unter Crowding-out im Sinne der wissenschaftlichen Literatur versteht man allgemein die Verdrängung privater Güternachfrage durch eine Ausweitung der Staatsausgaben, wodurch der Effekt der zusätzlichen staatlichen Nachfrage auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zumindest teilweise (und oft erst nach Ablauf einer angemessenen Anpassungsfrist) neutralisiert wird. Crowding-out ist häufig ein theoretisches Ergebnis neoklassischer Modellannahmen und wird daher in erster Linie von Monetaristen als ein auch für die wirtschaftspolitische Praxis relevantes Phänomen betrachtet. In der theoretischen Diskussion werden für das Auftreten von Crowding-out-Effekten oft folgende einschränkende Annahmen gesetzt:

- Von der Geldpolitik wird vorausgesetzt, daß sie sich "neutral" verhält
- Manche Crowding-out-Effekte treten nur in einer Vollbeschäftigungssituation auf.
- Die Crowding-out-Diskussion beschränkt sich überwiegend auf geschlossene Volkswirtschaften.

In der folgenden theoretischen und empirischen Darstellung sollen auch Aspekte einer offenen Volkswirtschaft berücksichtigt werden. Entsprechend den gegenwärtigen Ausgangsbedingungen wird sich die Analyse mit Vollbeschäftigungseffekten nur am Rande beschäftigen.

Crowding-out ist ein sehr vielschichtiges Problem. Die Kanäle, über die sich Verdrängungseffekte ausbreiten können, sind unter flexiblen Wechselkursen andere als unter fixen Kursen. Unterschiede ergeben sich weiters zwischen Außenwirtschaftssystemen mit vollkommener Kapitalmobilität (d. h. mit exogen bestimmten Zinssätzen) und solchen mit unvollkommener Kapitalmobilität (in denen die Zinssätze durch das System bestimmt werden können). In jedem dieser Teilbereiche kann man nach der Art der Gleichgewichtsbetrachtung kurzfristige Effekte (die Vermögensbestände sind gegeben und wirken nicht auf die Stromgrößen zurück), mittelfristige Effekte (Vermögensänderungen wirken auf die Stromgrößen zurück) und langfristige Effekte (die Vermögensakkumulation ist beendet, es herrscht Gleichgewicht sowohl in den Strom- als auch in den Bestandsgrößen) unterscheiden. Weitere Untergliederungen wären hinsichtlich der Auslastung der Produktionskapazitäten (Vollbeschäftigung bzw. Unterbeschäftigung) und der Finanzierungsart für die zusätzlichen Staatsausgaben (Steuer-, Kredit- und Geldfinanzierung) zu treffen, um

eine theoretisch einigermaßen saubere Isolierung von Crowding-out-Kanälen zu erreichen

Im nächsten Abschnitt wird eine knappe Übersicht über die wichtigsten möglichen Crowding-out-Kanäle gegeben, im empirischen Teil wird ergänzend zu *Handler* (1981) versucht, für einige dieser Kanäle eventuell auftretenden Crowding-out-Erscheinungen in Österreich in der Periode seit Ende der siebziger Jahre nachzugehen.

Theoretische Zusammenhänge

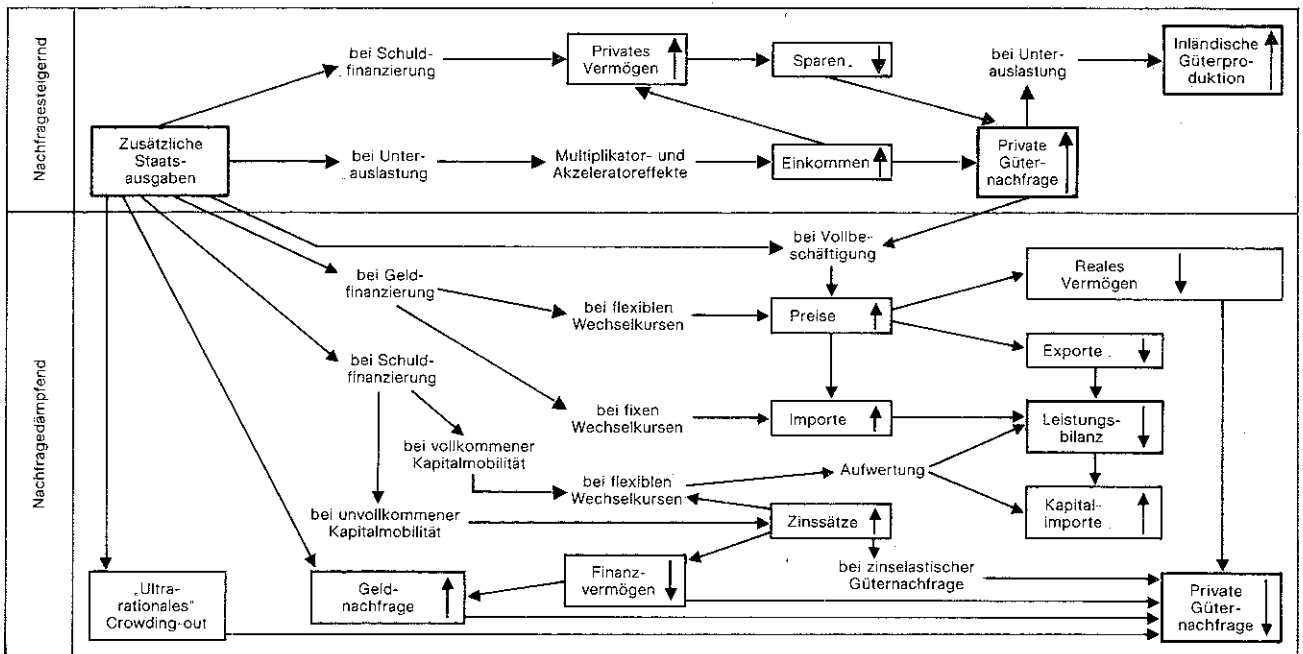
Der Effekt, der sich nach einer Erhöhung von Staatsausgaben auf die Veränderung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ergibt, setzt sich aus einer Palette von nachfragesteigernden Impulsen und von Crowding-out-Effekten zusammen, die diesen Impulsen entgegenwirken. Welche dieser Teileffekte zum Tragen kommen — und in welchem Ausmaß —, hängt von den Verhaltensweisen der beteiligten Wirtschaftssubjekte, von institutionellen und von wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen ab.

Beschränkt man sich nicht auf das (heute nur für abstrakte Betrachtungen brauchbare) Wirtschaftsmodell bei Vollbeschäftigung — in dem Crowding-out-Effekte systemimmanent sind —, dann kann man einige Haupteffekte herauschälen, die in Verbindung mit einer kreditfinanzierten Steigerung der Staatsausgaben auftreten; sie sind in Übersicht 1 schematisch dargestellt¹⁾.

1 *Nachfragesteigernde Effekte*. Eine exogene Ausweitung der Staatsausgaben, die nicht zur Gänze durch Steuererhöhungen finanziert wird (ein gegebenes Budgetdefizit steigt und bleibt hoch), erhöht zunächst die gesamtwirtschaftliche Nachfrage über den *direkten Einkommenseffekt*, weil die Staatsausgaben ein Teil dieser Nachfrage sind. Der direkte Einkommenseffekt kann durch *indirekte Einkommenseffekte* verstärkt werden, wenn es bei Unterauslastung des Produktionspotentials zu Multiplikator- und Akzeleratorprozessen kommt. Werden die zusätzlichen Staatsausgaben durch die Emission von Staatspapieren finanziert, die zu einem Vermögensbestandteil des privaten Sektors werden, kann die Gesamtnachfrage durch *Vermögensseffekte* weiter stimuliert werden. Vorausset-

¹⁾ Eine eingehende Behandlung einzelner Crowding-out-Effekte sowie der Bedeutung unterschiedlicher Finanzierungsarten von Staatsausgaben findet sich in *Handler* (1981)

Geraffte Darstellung wichtiger Crowding-out-Kanäle



zung hierfür ist, daß der Erwerb der staatlichen Wertpapiere vom privaten Sektor als Vermögenszuwachs empfunden wird, also nicht nur als eine Umschichtung in der Gegenwart von einer (liquiden) in eine andere (weniger liquide) Vermögensart und auch nicht als ein Vorgriff des Staates auf künftige Steuererhöhungen. Eine Nachfragesteigerung tritt unter diesen Bedingungen ein, wenn etwa der private Konsum auf einen derartigen Vermögenszuwachs reagiert: Befand sich die Vermögensposition vor dem Zuwachs im Gleichgewicht, so werden die Konsumenten nachher versuchen, das nun "zu hohe" Vermögen durch Entsparen bis auf den Gleichgewichtswert abzubauen; dies geschieht unabhängig von der Kapazitätsauslastung

2. **Nachfragedämpfende Effekte** Den nachfragesteigernden Wirkungen stehen kompensatorische Effekte gegenüber, die zumindest einen Teil der Nachfrageausweitung neutralisieren können. Sieht man vom wenig wahrscheinlichen "ultrationalen Crowding-out" ab (bei dem die privaten Nachfrager auf einen Teil ihrer bisherigen Ausgaben verzichten, weil ihre Wünsche nun vom Staat befriedigt werden), kann es bei Schuldfinanzierung der zusätzlichen Staatsausgaben zu *Zinssteigerungen* kommen, die bei zinselastischer Güternachfrage die privaten Investitions- und Konsumausgaben unmittelbar verringern. Allerdings gilt dies in einem kleinen Land nur bei unvollkommener Kapitalmobilität, durch die eine vom Ausland unabhängige Zinsentwicklung möglich wird.

Aus der Anhebung des Zinssatzes folgt indirekt ein *Vermögenseffekt*: Der Kurswert des Finanzvermögens vermindert sich, sodaß auch die Güternachfrage (entweder unmittelbar über die Konsumfunktion oder mittelbar über eine Zunahme der Geldnachfrage) sinkt. Bei flexiblen Wechselkursen impliziert die Zinssatzsteigerung aber auch eine *Aufwertung* der eigenen Währung, in deren Folge unter bestimmten Voraussetzungen das Leistungsbilanzdefizit steigt; finanziert wird dieses Defizit durch die zinsinduzierten Kapitalimporte. Herrscht in einem kleinen Land vollkommene Kapitalmobilität bei flexiblen Wechselkursen, dann haben schuldfinanzierte Staatsausgaben praktisch keine Auswirkung auf die Inlandsnachfrage²⁾.

Über die Gütermärkte kann es nach einer Steigerung der Staatsausgaben zu *Preissteigerungen* kommen, wenn das Güterangebot unelastisch ist (etwa bei Vollbeschäftigung und geschlossener Volkswirtschaft), oder wenn die Erhöhung der Staatsausgaben durch eine bleibende Geldmengenausweitung finanziert wird; eine autonome Gestaltung der inländischen Inflationsrate ist bei offener Volkswirtschaft allerdings nur unter flexiblen Wechselkursen möglich. Sind die Wechselkurse fix, dann orientiert sich die Inflationsrate eines kleinen Landes nach jener im Leitwährungsland, und es findet an Stelle der Preisanpassung eine *Mengenanpassung* statt: Die Importe werden steigen und die

²⁾ Vgl. hierzu etwa die Darstellung von Lehment (1983).

Theoretisch wahrscheinliche Crowding-out-Effekte in offenen Volkswirtschaften
(Kreditfinanzierte Staatsausgaben bei Unterbeschäftigung)

		Kurzfristig	Mittelfristig	Langfristig
Flexible Wechselkurse	Vollkommene Kapitalmobilität	Staatsausgaben ↑ → Aufwertung (bei fixem Zinssatz) → private Nachfrage im Ausmaß der Staatsausgaben verdrängt: Budgetdefizit → Leistungsbilanzdefizit Ausland kauft Staatspapiere <i>Gesamteffekt</i> Vollständiges Crowding-out	(Keine Vermögensänderung des privaten Inlands, daher keine zusätzlichen mittelfristigen Effekte) <i>Gesamteffekt</i> Vollständiges Crowding-out	Permanentes Budget- und Leistungsbilanzdefizit (solange Aufwertung erhalten bleibt d. h. solange das Ausland die inländischen Wertpapiere kauft) <i>Gesamteffekt</i> Vollständiges Crowding-out
	Unvollkommene Kapitalmobilität	Staatsausgaben ↑ → Einkommen und Zinssätze ↑ (Vermögen ↓) Aufwertung → Leistungsbilanzdefizit ↑ Inlandsnachfrage ↓ <i>Gesamteffekt</i> Partielles Crowding-out	Konkurrierende Crowding-out-Kanäle wenn Staatspapiere im Inland verkauft werden: ● Zinssätze ↑ → Aufwertung ● Vermögen ↑ → Nachfrage ↑ ● Einkommen ↑ → Leistungsbilanzdefizit ↑ → Abwertung <i>Gesamteffekt</i> Fraglich	Budget und Leistungsbilanz ausgeglichen wenn Staatspapiere im Inland bleiben (Geldmenge unverändert Zinssätze ↑) <i>Gesamteffekt</i> Fraglich
Fixe Wechselkurse	Vollkommene Kapitalmobilität	Staatsausgaben ↑ → Leistungsbilanzdefizit ↑ (im Ausmaß der marginalen Importquote, kein Aufwertungs-Crowding-out insgesamt daher größerer Einkommenseffekt als bei flexiblen Wechselkursen) <i>Gesamteffekt</i> Partielles Crowding-out	Zusätzlicher Einkommenseffekt weil Vermögen ↑ <i>Gesamteffekt</i> Fraglich	Budgetdefizit → Leistungsbilanzdefizit (solange das Ausland die inländischen Wertpapiere kauft) <i>Gesamteffekt</i> Fraglich
	Unvollkommene Kapitalmobilität	Gesamteffekt der Staatsausgabenerhöhung wie bei vollkommener Kapitalmobilität aber: Geldnachfrage und Zinssätze ↑ <i>Gesamteffekt</i> Partielles Crowding-out	Konkurrierende Crowding-out-Kanäle ● Geldnachfrage und Zinssätze ↑ → Substitutionseffekte ● Vermögen ↑ → Nachfrage ↑ ● Leistungsbilanzdefizit <i>Gesamteffekt</i> Partielles Crowding-out	Budgetdefizit → Leistungsbilanzdefizit; Geldnachfrage und Zinssätze ↑; insgesamt kleinerer Einkommensanstieg als bei flexiblen Wechselkursen <i>Gesamteffekt</i> Partielles Crowding-out

Exporte fallen. Es kommt — zumindest der Richtung nach — zu gleichen Effekten wie nach einer tatsächlichen Erhöhung der Inlandspreise oder nach einer Aufwertung: Die Leistungsbilanz verschlechtert sich und hebt damit einen Teil des ursprünglichen Inlandsnachfrageeffektes einer Steigerung der Staatsausgaben wieder auf.

Da diese verschiedenartigen und teilweise einander kompensierenden Effekte auch noch mit unterschiedlicher zeitlicher Verzögerung auftreten, ist es nur in besonderen Fällen möglich, einigermaßen sichere Aussagen über die endgültige Auswirkung einer Erhöhung der Staatsausgaben auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu treffen. In Übersicht 2 wird noch einmal versucht, an Hand alternativ vorgegebener Ausgangssituationen die theoretisch zu erwartenden aggregierten Crowding-out-Effekte in der kurzen, mittleren und langen Frist zusammenzufassen. Diese Darstellung stützt sich auf die von Schmidberger — Siebke (1981) bzw. Siebke — Knoll — Schmidberger (1981) verwendete Modellanalyse.

Crowding-out in Österreich

Zur Abgrenzung des österreichischen Falls

Im Gegensatz zur vorstehenden theoretischen Darstellung, in der versucht wurde, einen Überblick über die wichtigsten Effekte zu geben, die nach einer Ausweitung der Staatsausgaben möglicherweise auftreten, kann und muß sich die folgende empirische Analyse für Österreich auf eine gezielte Auswahl von Crowding-out-Kanälen beschränken. Dies ergibt sich einerseits aus dem Mangel an Daten, sodaß nicht alle theoretischen Konzepte unmittelbar getestet werden können. Andererseits kann für konkrete Situationen auf die Untersuchung mancher Crowding-out-Kanäle verzichtet werden, wenn diese Wege unter den gegebenen Rahmenbedingungen schon theoretisch nicht gangbar sind.

Die Einordnung Österreichs in einen der theoretisch unterscheidbaren Fälle wird allerdings durch die Mehrdeutigkeit erschwert, die manchen Randbedin-

gungen in der Praxis anhaftet. Insbesondere ist die Frage, ob in Österreich ein *Regime fixer oder flexibler Wechselkurse* herrscht, nicht von vornherein eindeutig zu beantworten. Die Politik der Oesterreichischen Nationalbank, den Schillingkurs der D-Mark nur wenig schwanken zu lassen, bedeutet einerseits, daß die österreichischen Finanzmärkte eng mit den deutschen verbunden sind; deshalb können sich die heimischen Zinssätze und monetären Aggregate (und in weiterer Folge auch die vom monetären Sektor abhängigen realen Aggregate) nur in sehr engen Grenzen autonom entwickeln. Nun kann zwar diese Politik von den österreichischen Währungsbehörden frei gewählt werden, doch lassen sich dann andererseits die Schillingkurse aller anderen Währungen durch die österreichische Politik nicht mehr beeinflussen. In einer Welt flexibler Wechselkurse ist dann der für die gesamte Wirtschaftsentwicklung maßgebliche effektive Wechselkurs mitunter erheblichen Schwankungen unterworfen.

In Österreich herrscht daher ein Regime "fixer" Kurse nur im Sinne "exogener" Wechselkurse: Die bilateralen Kurse können sich durch endogene Prozesse nicht verändern, weil sie entweder (wie im Falle des Schillingkurses der D-Mark) von den österreichischen Währungsbehörden festgelegt oder durch die von Österreich nicht beeinflussbaren bilateralen Kurse zwischen D-Mark und Drittwährungen bestimmt werden. Durch die Fixierung des einen bilateralen Wechselkurses muß Österreich Kursschwankungen gegenüber allen anderen Währungen in Kauf nehmen, wodurch Rückwirkungen auf den heimischen realen Sektor bzw. die Preise eintreten, wie sie von der Theorie der flexiblen Wechselkurse postuliert werden.

Für Österreich bedeuten somit schwankende effektive Wechselkurse nicht, daß aus zusätzlichen Staatsausgaben eine Werterhöhung des Schillings und daraus wieder ein Aufwertungs-Crowding-out folgen könnte. Wohl aber könnte eine unabhängig von den Staatsausgaben (exogen) eingetretene effektive Wechselkursänderung die aus anderen Kanälen ableitbaren Crowding-out-Effekte verstärken oder abschwächen

Eine andere wichtige Rahmenbedingung für die Unterscheidung von Crowding-out-Kanälen ist der *Grad der internationalen Kapitalmobilität*, der sich für Österreich ebenfalls nicht eindeutig angeben läßt. Zwar ist heute die Freizügigkeit des Kapitals praktisch für alle Zwecke gewährleistet³⁾, doch ist dies erst mit der zunehmenden Integration der österreichischen in die internationalen Finanzmärkte voll zum Tragen gekommen. Daher war es noch bis in die späten siebziger Jahre möglich, daß selbst die kurzfristi-

gen Zinssätze über längere Zeit merklich von den vergleichbaren ausländischen (insbesondere auch deutschen) Zinssätzen abwichen (vgl. hierzu *Handler*, 1980, S 235ff). In den letzten Jahren sind solche Abweichungen auch deshalb seltener geworden, weil die Währungsbehörden immer noch bestehenden institutionellen Zinsrigiditäten durch monetäre Interventionen (Swap-Politik und Offenmarktgeschäfte) entgegengewirkt haben

Frühere empirische Untersuchungen für Österreich

Mit Crowding-out-Phänomenen in Österreich haben sich bisher nur wenige Arbeiten empirisch auseinandergesetzt. Der Autor kam in einer früheren Untersuchung (*Handler*, 1981) zum Schluß, daß auf Grund der Verhaltensweisen im realen wie im monetären Sektor der österreichischen Wirtschaft Crowding-out im Prinzip möglich ist, aber bis zum Ende der Untersuchungsperiode (1979) wegen der damals herrschenden gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht in meßbarem Ausmaß auftrat

Unter den seither erschienenen empirischen Arbeiten kommt *Rathwallner* (1982) — dessen Untersuchungszeitraum nicht über 1978 hinausreicht — zu einer etwas optimistischeren Einschätzung der Gesamtwirkung von Staatsausgaben. Sie gründet sich vor allem auf die Vermutung (für die ein empirischer Nachweis versucht wird), daß es keinen signifikanten Einfluß der Schuldfinanzierung des Staates auf das inländische Zinsniveau gäbe. Potentielle Crowding-out-Effekte träten zwar durch Kreditrationierung auf, wenn die Kreditunternehmungen bei angespannter Liquidität die Kreditnachfrage des Bundes (etwa aus Risikoerwägungen) bevorzugt befriedigten. Doch habe der Bund seine Inlandverschuldung immer dann kräftiger ausgeweitet, wenn sich die Kreditunternehmungen in einer günstigen Liquiditätsslage befunden hätten und umgekehrt; und überdies wäre die Geldpolitik insgesamt zu expansiv gewesen, um Crowding-out-Effekte hervortreten zu lassen

Zu einer noch deutlicheren Verneinung von empirisch feststellbarem Crowding-out kommen *Mooslechner* — *Nowotny* (1981), u. a. mit dem Argument, daß nachfragedämpfende Vermögenseffekte als Folge zunehmender Inlandverschuldung des Staates unwahrscheinlich seien, weil der öffentliche Sektor den privaten Nichtbanken gegenüber eine (steigende) Nettoforderungsposition aufweise. Indirekte Vermögenseffekte über die Kreditunternehmungen seien nicht anzunehmen, solange eine lockere Geldpolitik verfolgt werde. Eine Untersuchung von Substitutionselastizitäten für verschiedene Formen staatlicher Verschuldung zeigte eine höhere Komplementarität zur Geldhaltung (und damit höhere Wahrscheinlichkeit von Crowding-out) bei längerfristigen Schuldtiteln (z B

³⁾ Wesentlich eingeschränkt ist die Freizügigkeit nur durch die restriktive Handhabung des Devisengesetzes gegenüber privaten Nichtbanken und durch Gentlemen's Agreements der Oesterreichischen Nationalbank mit den Kreditunternehmungen

Anleihen) und eine höhere Substitutionalität (und damit geringere Crowding-out-Wahrscheinlichkeit) bei kürzerfristigen Schuldtiteln (Bundesschatzscheinen).

Die Arbeit von Mosburger — Rainer (1982) enthält eine Multiplikatoranalyse, die insbesondere die mit der Außenwirtschaft und der Veränderung der Einkommensverteilung verbundenen Crowding-out-Kanäle behandelt. Den Autoren geht es weniger um die Feststellung, ob und in welchem Ausmaß Crowding-out in der Vergangenheit aufgetreten ist, sondern um Anweisungen an die Wirtschaftspolitik, wie Crowding-out künftig möglichst vermieden werden kann. In den beiden erwähnten Bereichen wäre dies durch eine Verlagerung von Ausgaben zu Lasten der Konsumenten und zugunsten des Staates (der in der Regel eine niedrigere marginale Importquote als die Konsumenten hat und daher zu einer Multiplikatorerhöhung beiträgt) und durch eine Umverteilung zugunsten unterer Einkommensschichten mit relativ hoher Konsumneigung zu erzielen.

Streißler (1981) kommt in seiner Analyse zum Schluß, daß insbesondere in den Jahren 1980 und 1981 Crowding-out-Effekte aufgetreten seien, und zwar als Folge von (teilweise) "hausgemachten" Zinssteigerungen, einer relativ hohen Kreditnachfrage wichtiger heimischer Produktionsbereiche (im Gegensatz zum Rezessionsjahr 1975, als die staatliche Kreditnachfrage auf einen sehr schwachen privaten Kreditbedarf traf) und einer Verdrängung der privaten Kreditnachfrage in schlechtere (teurere) Kreditqualitäten.

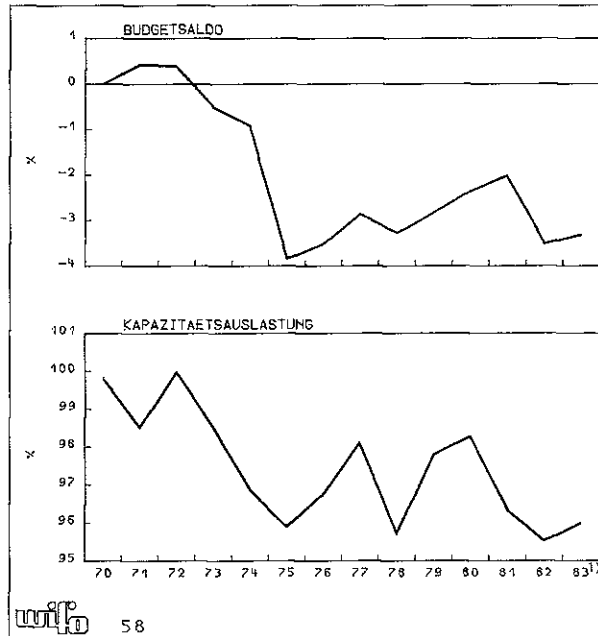
Änderung der Rahmenbedingungen

Aus heutiger Sicht ergeben sich teilweise andere Rahmenbedingungen für die Crowding-out-Analyse, als sie noch für die in Handler (1981) untersuchte Periode galten.

- Die Geldpolitik war zwischen Anfang 1980 und Mitte 1982 zumindest de facto restriktiv, weil die Zinssatz- und Geldmengenentwicklung der Hartwährungspolitik unterstellt war: Daher zogen die österreichischen Zinssätze im Zuge der internationalen Zinshausse kräftig an
- Die fortschreitende Integration der österreichischen Finanzmärkte in das internationale Finanzierungsgeschehen wurde erstmals 1979 deutlich, als der Versuch einer autonomen österreichischen Zinsgestaltung scheiterte. Seither ist, mit zunehmender internationaler Kapitalmobilität, der Spielraum für eine eigenständige Zinspolitik Österreichs weiter geschrumpft.
- Die Fiskalpolitik ist in dem Sinne restriktiv geworden, daß der Beitrag des Netto-Budgetdefizits des Bundes zum Wachstum des Brutto-Inlandsproduktes in den Jahren 1979 und 1980 merklich sank

Abbildung 1

Inlandwirksamer Budgetsaldo und Kapazitätsauslastung
(In % des Potential Output)



¹⁾ Prognose- bzw. Budgetdaten

und 1981 auf niedrigem Niveau stagnierte. Erst 1982 ist er wieder kräftig gestiegen, und für 1983 ist zu erwarten, daß er auf hohem Niveau verharren wird.

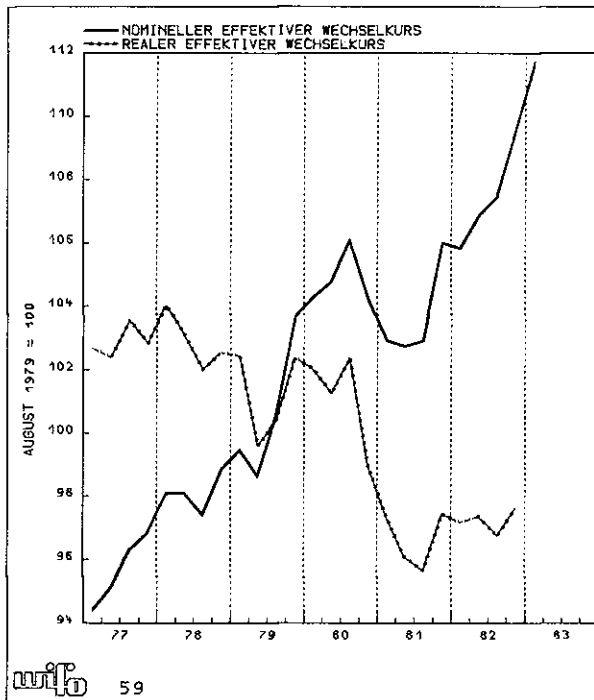
- Bis Ende 1981 waren die Arbeitsmarktsituation und die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten viel günstiger als im vergleichbaren Ausland. Inzwischen kann man aber auch in Österreich nicht mehr von einer Vollbeschäftigung sprechen

Die neuen Rahmenbedingungen kommen Crowding-out-Effekten teilweise entgegen, teilweise schwächen sie diese ab. So schuf die Abkehr von einer akkommodierenden Geldpolitik zu Beginn der achtziger Jahre erstmals seit den frühen siebziger Jahren wieder eine der Voraussetzungen, um überhaupt von einer potentiellen Crowding-out-Situation sprechen zu können. Andererseits hat in den Jahren mit guter Beschäftigungslage (1979 und 1980) die Fiskalpolitik auf expansive Impulse verzichtet, die expansivere Gestaltung des Bundeshaushalts in jüngster Zeit sieht sich aber bereits einer Unterbeschäftigungssituation gegenüber (Abbildung 1)⁴⁾. Und selbst die Hartwährungspolitik, die zu einer nominellen effektiven Aufwertung des Schillings führte, dürfte kaum eine globale Verschlechterung der österreichischen Wettbe-

⁴⁾ Die Wirkung der Fiskalpolitik wird hier am inlandwirksamen Budgetsaldo in Prozent des Produktionspotentials gemessen. Diese Maßzahl ist am ehesten mit der gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung vergleichbar, die ebenfalls in Prozent des Produktionspotentials ausgedrückt ist

Abbildung 2

Nominelle und reale Wechselkursentwicklung



werbsposition auf den Auslandsmärkten und damit Crowding-out über die Gütermärkte bewirkt haben. Mit dieser Wechselkursentwicklung ist nämlich auch die Entwicklung der Inlandspreise gedämpft worden, sodaß der reale effektive Wechselkurs (also der für die Konkurrenzfähigkeit entscheidende Indikator) zwischen 1977 und 1980 abgewertet wurde und seither ziemlich konstant geblieben ist (Abbildung 2). Diese Überlegungen zeigen, daß sich auch für die Periode nach 1979 gesamtwirtschaftlich keine eindeutige Crowding-out-Konstellation ergeben hat. Im folgenden soll nun versucht werden, diese Aussage an Hand ausgewählter Crowding-out-Kanäle, für die empirische Indikatoren zur Verfügung stehen, näher zu analysieren.

Untersuchung einzelner Crowding-out-Kanäle

Zinssatz und Staatsschuld

Zunächst soll versucht werden, frühere Tests eines möglichen Zusammenhangs zwischen der Neuverschuldung des Bundes im Inland und dem inländischen Zinsniveau (repräsentiert durch die Sekundärmarktrendite des Rentenmarktes) zu wiederholen. Da sich im Hinblick auf die Zinsbestimmungsgründe gerade in den letzten Jahren markante Änderungen er-

geben haben, kann nicht mehr unmittelbar an die in *Handler* (1981) vorgestellte Schätzung des Zusammenhangs der Sekundärmarktrendite (*ZS*) und der Umlaufveränderung an Rentenwerten des Bundes (*BE*) angeknüpft werden. Die schon erwähnte Integration des österreichischen in die internationalen Finanzmärkte gemeinsam mit der konsequenten Hartwährungspolitik läßt es angezeigt erscheinen, auch die Wechselkursentwicklung zwischen Schilling und D-Mark (*WK*) und das deutsche Zinsniveau in Form der deutschen Sekundärmarktrendite (*ZD*) zu berücksichtigen.

Unterstellt man zunächst einen fixen Schillingkurs der D-Mark, so müßte sich das österreichische Zinsniveau bei freiem Kapitalverkehr im großen und ganzen parallel zum deutschen entwickeln. Tatsächlich läßt sich seit Beginn der siebziger Jahre eine zuerst lose, später immer enger werdende Beziehung zwischen den Zinsniveaus der beiden Länder feststellen. Das Regressionsergebnis weist allerdings darauf hin, daß sich im Durchschnitt der Stützperiode Veränderungen der deutschen Sekundärmarktrendite erst mit leichter Verzögerung und dann nur abgeschwächt im österreichischen Zinsniveau niederschlugen. Dies dürfte vor allem mit der österreichischen Politik der frühen siebziger Jahre zusammenhängen, die Nominalzinssätze möglichst wenig schwanken zu lassen. Der Zinszusammenhang zwischen den beiden Ländern kann durch die Wechselkursentwicklung zwischen Schilling und D-Mark gestört werden. Wertet der Schilling im Vorjahresvergleich autonom gegen die D-Mark auf (die Variable *WK* sinkt), dann steigt nach den Ergebnissen der unten angeführten Gleichung das inländische Zinsniveau mit halbjähriger Verzögerung bzw. es muß höher gehalten werden, als es dem deutschen Zinsniveau entspräche, und umgekehrt.

In dieser Gleichung trägt die Umlaufveränderung an Rentenwerten des Bundes signifikant zur Zinsentwicklung auf dem Rentenmarkt bei. Betrachtet man den Einfluß von *BE* über die Zeit, dann hat dieser zwischen 1979 und 1982 merklich nachgelassen (vgl. Abbildung 3). Dies bedeutet, daß sich auch die Zinseffekte, die zu Crowding-out führen, abgeschwächt haben.

Die *ZS*-Gleichung enthält als erklärende Variable auch noch die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (*UG*), um Schwankungen in der Geldnachfrage zu erfassen. *UG* ist definiert als Verhältnis von verfügbarem Güter- und Leistungsvolumen zur Geldmenge *M1'*, die jedoch von den Umschichtungen zu Beginn des Jahres 1979 von Sichteinlagen zu anderen Finanztiteln bereinigt ist. Die Gleichung wurde für Quartalsdurchschnitte des Zeitraums vom II. Quartal 1971 bis zum III. Quartal 1982 geschätzt. In Klammer unter den Koeffizienten stehen deren Standardabweichungen in Prozent der Koeffizienten.

$$\begin{aligned}
 ZS = & - 3,936 + 0,029 BE - 3,211 WK_{-2} + \\
 & \quad (33) \quad (31) \quad (16) \\
 & + 0,340 ZD_{-1} + 6,546 UG_{-1} \\
 & \quad (17) \quad (15) \\
 \bar{R}^2 = & 0,85 \quad DW = 1,15 \quad SE = 0,40
 \end{aligned}$$

- ZS* = Österreichische Sekundärmarktrendite, Quartalsdurchschnitte, in %,
- BE* = Veränderung des Umlaufs an Bundesanleihen und Bundesobligationen gegen das Vorjahr, Quartalssummen, in Mrd. S,
- WK* = Schillingkurs der D-Mark, Veränderung der Quartalsdurchschnitte gegen das Vorjahr, Schilling je D-Mark,
- ZD* = Deutsche Sekundärmarktrendite (Umlaufrendite insgesamt), Quartalsdurchschnitte, in %,
- UG* = Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, errechnet als Verhältnis von verfügbarem Güter- und Leistungsvolumen zur Geldmenge M1', bereinigt um die Sichteinlagenumschichtungen des Jahres 1979, Quartalsdurchschnitte.

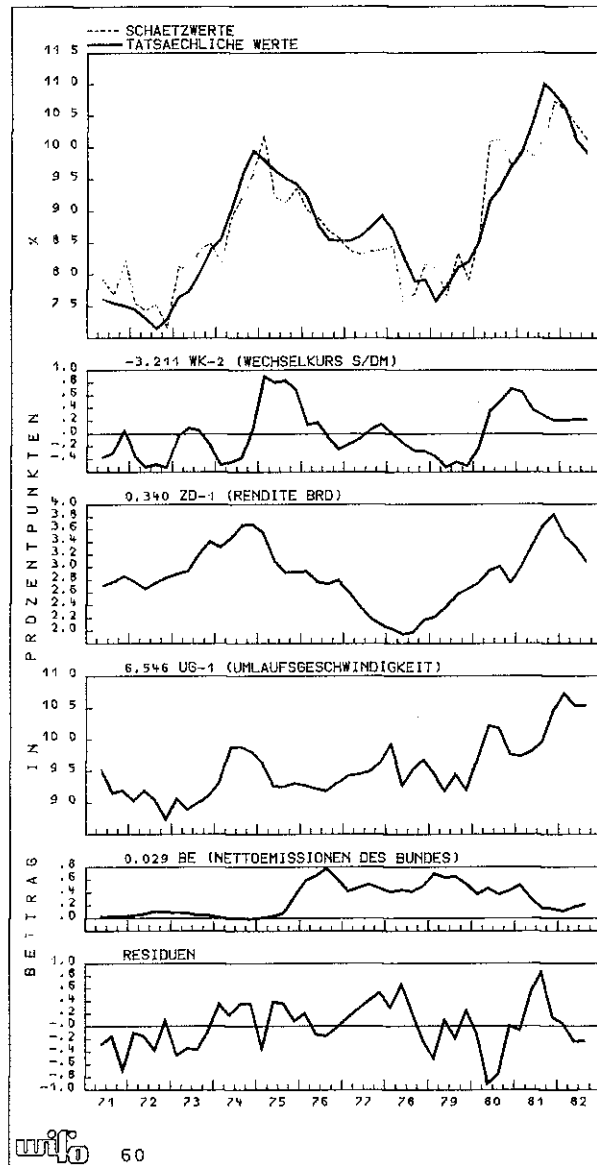
Kreditrationierung

Nach dem Rationierungsargument befriedigen die Kreditunternehmungen eine Übernachfrage nach Krediten nicht nach der Höhe der von den Kreditnachfragern gebotenen Verzinsung, sondern sie teilen die vorhandenen Finanzierungsmittel nach anderen Kriterien (etwa nach unterschiedlichem Risiko) zu. Crowding-out tritt ein, wenn dadurch zu einem gegebenen Zinssatz der Staat gegenüber privaten Kreditnachfragern bevorzugt behandelt wird. Derartige Verhaltensweisen konnten aber für Österreich weder von *Mooslechner* — *Nowotny* noch von *Rathwallner* festgestellt werden.

Unterstellt man wie die zitierten Autoren, daß Crowding-out durch Kreditrationierung global dann nicht aufgetreten sein kann, wenn zwischen der Ausweitung der Inlandschuld des Bundes und der Liquidität der Kreditunternehmungen ein positiver Zusammenhang besteht, dann kann dieses Argument nicht nur für die siebziger Jahre, sondern auch für die ersten achtziger Jahre gegen das Auftreten von Rationierungs-Crowding-out ins Treffen geführt werden. Mit der restriktiven Geldpolitik der Oesterreichischen Nationalbank ist zwischen Anfang 1980 und Anfang 1982 die gesamte Liquidität der Kreditunternehmungen in Relation zu ihrer Kreditgewährung (gemessen als "gesamter Liquiditätskoeffizient" in der OeNB-Definition) rasch zurückgegangen. Begleitet wurde diese Entwicklung von einer zurückhaltenden Ausweitung der Inlandschuld des Bundes, der 1980 und 1981 ein

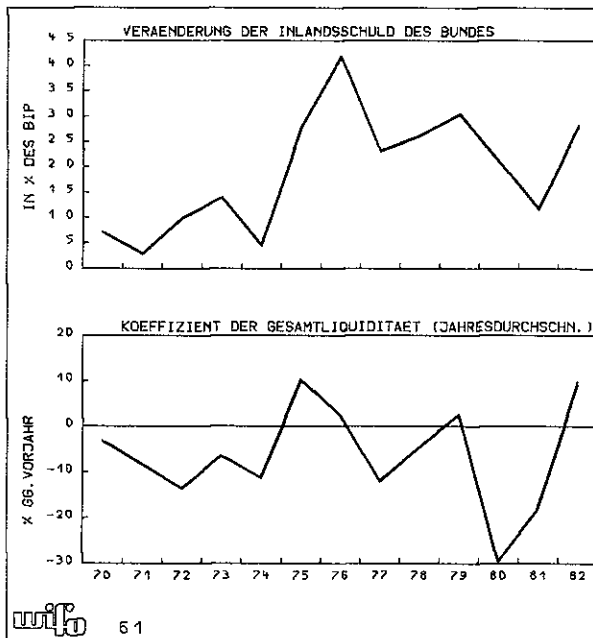
Abbildung 3

Gleichung für die Sekundärmarktrendite



stark steigender Anteil der Auslandsfinanzierung gegenüberstand. Im Laufe des Jahres 1982 hat sich dann die Liquiditätslage der Kreditunternehmungen merklich gebessert, und parallel dazu erhöhte der Bund auch seine Inlandverschuldung. Als Indiz gegen die undifferenzierte Auffassung, der Kreditapparat würde den Staat gegenüber den privaten Kreditnehmern bevorzugt behandeln, kann wohl auch die Situation vom Mai 1981 gelten, als sich die Kreditunternehmungen erfolgreich weigerten, eine vom Bund geplante Anleiheemission zu den vom Bund gewünschten Konditionen zu placieren bzw. zu übernehmen. Eine Sonderform der Kreditrationierung könnte aber durch *selektive Geldschöpfung* i. w. S. aufgetreten

Abbildung 4
Veränderung der Inlandschuld des Bundes und Liquidität der Kreditunternehmen



sein. Dazu zählt die selektive Geldschöpfung durch die OeNB (etwa die im Rahmen der Top-Aktion zur Verfügung gestellten Mittel), aber auch jene Geldschöpfung, die über Kapitalimporte des Bundes und der Oesterreichischen Kontrollbank AG (OeKB) zustande kommt. Solange die OeNB die Entwicklung der gesamten inländischen Geldmenge kontrollieren will (und sei es nur, indem sie über die Hartwährungspolitik das inländische Zinsniveau festlegt), muß sie bei übermäßiger Geldschöpfung durch diese drei Kanäle bereit sein, die Geldschöpfung über andere Kanäle (etwa über Offenmarktgeschäfte oder die Normalrefinanzierung der Kreditunternehmen) zu kürzen. Solche Kürzungen würden ceteris paribus (zumindest in der "ersten Kreditrunde") bestimmte potentielle Kreditnehmer um ihre geplante Kreditfinanzierung bringen. Wie allerdings Winckler (1983) darlegt, sind die Kapitalimporte der OeKB zumindest teilweise der Kreditinstitutsrefinanzierung durch die OeNB gleichwertig, weil die Kreditunternehmen oft nur ihre allgemeinen Kreditgewährungsmöglichkeiten durch Umschichtung der Exportkreditrefinanzierung von Primärmitteln auf OeKB-Mittel ausweiten.

Schließlich ist fraglich, ob die durch selektive Geldschöpfung ausgelösten Verdrängungen im Kreditbereich in Österreich unter "Crowding-out" (dem ein negativer Wert zugemessen wird) zu subsumieren sind. Die selektive Geldschöpfung (insbesondere jene im engeren Sinn bzw. jene über die OeKB) soll ebenso wie die Hartwährungspolitik (zumindest nach frühe-

ren Intentionen der OeNB) der langfristigen Leistungsbilanz- und Strukturverbesserung dienen, also einem erwünschten Crowding-out von potentiellen Kreditnehmern, von denen keine positive Strukturwirkung zu erwarten ist.

Aufwertungs-Crowding-out

Die Theorie impliziert unter bestimmten Bedingungen, daß höhere Staatsschulden zu einem höheren inländischen Zinsniveau und damit auch zu einer Aufwertung der heimischen Währung beitragen. In Österreich kann man heute jedoch davon ausgehen, daß der Zusammenhang umgekehrt ist: Die OeNB verfolgt als primäres Zwischenziel ihrer Geldpolitik eine an die D-Mark angelehnte Schillingkursentwicklung, die in der Vergangenheit eine Aufwertung des nominalen effektiven Schillingkurses mit sich brachte. Um diese Wechselkurspolitik durchhalten zu können, muß aber ein inländisches Zinsniveau zugelassen werden, das mit dem Wechselkurs konsistent ist.

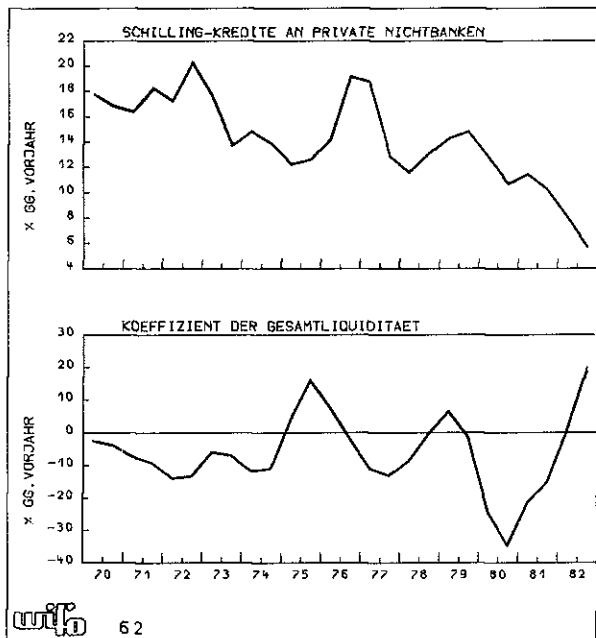
Crowding-out-Effekte kann man hier also nicht aus der Ausgabentätigkeit des Staates, sondern bestenfalls aus der Wechselkurspolitik der Währungsbehörden ableiten. Setzt man diesen Gedankengang aber fort, dann muß man auch die durch die Hartwährungspolitik ausgelöste Preisdämpfung im Inland, die dem Crowding-out entgegenwirkt, mit ins Kalkül ziehen. Wie bereits weiter oben festgehalten wurde, läßt die Entwicklung des realen effektiven Schillingkurses, der seit 1977 keine längere Aufwertungsphase durchlief, nicht auf Aufwertungs-Crowding-out schließen.

Zusammenfassung

Wie von verschiedenen Autoren früher schon für die siebziger Jahre festgehalten wurde, kann man wohl auch für den Beginn der achtziger Jahre sagen, daß es in Österreich global nicht zu unerwünschten Crowding-out-Erscheinungen gekommen sein dürfte. Ausschlaggebend hierfür sind bereits die Rahmenbedingungen. Zwar haben sie sich gegenüber der zweiten Hälfte der siebziger Jahre nicht unwesentlich geändert (zeitweilig wirkte sowohl die Geldpolitik als auch die Fiskalpolitik restriktiv), doch haben sie einander hinsichtlich ihrer möglichen Crowding-out-Wirkungen mehr oder weniger kompensiert (insbesondere 1980 und 1981). In jüngster Zeit (etwa seit Mitte 1982) sind Geld- und Fiskalpolitik leicht expansiv geworden. Da sich gleichzeitig die Unterbeschäftigung ausbreitete, hat sich jedoch die private Kreditnachfrage insgesamt abgeschwächt und die Liquidität der Kreditunternehmen erhöht (Abbildung 5).

Abbildung 5

Kreditentwicklung und Liquidität der Kreditunternehmungen



Von den hier im einzelnen behandelten Crowding-out-Kanälen, die auch in der wirtschaftspolitischen Diskussion am häufigsten genannt werden, läßt sich

zusammenfassend ebenfalls sagen, daß Crowding-out im negativen Sinn in letzter Zeit nicht aufgetreten sein dürfte. Wohl ist nach wie vor ein signifikanter Einfluß der zunehmenden Inlandverschuldung des Staates auf das inländische Zinsniveau festzustellen, doch sind seine praktischen Auswirkungen in den vergangenen Jahren immer geringer geworden. Ebenso kann man auch aus den auf die Außenwirtschaft bezogenen Größen schließen, daß in jüngster Zeit keine Crowding-out-Effekte aufgetreten sind: Sowohl die Drehung des Leistungsbilanzsaldos in einen Überschuß als auch die stabile Entwicklung des realen effektiven Wechselkurses sprechen dagegen, daß durch die staatliche Aktivität vermehrt Nachfrage in das Ausland abgeflossen wäre. Schließlich kann das Argument, daß Crowding-out durch Kreditrationierung aufgetreten sei, wegen der insgesamt günstigen Liquiditätslage der Kreditunternehmungen nur partiell zum Tragen gekommen sein, wenn bestimmte Teile der privaten Kreditnachfrage in schlechtere Kreditkonditionen abgedrängt worden sind. Aber auch dann müßte man fragen — und das kann im Rahmen der vorliegenden Arbeit nur angedeutet werden —, wie weit solche Verdrängungen aus der Sicht der Strukturpolitik nicht erwünscht oder gar beabsichtigt waren

Heinz Handler

Literaturhinweise

H. Handler: Internationale und nationale Rahmenbedingungen für die monetäre Entwicklung, in H. Seidel — H. Kramer (Hrsg.): Die österreichische Wirtschaft in den achtziger Jahren, Gustav Fischer Verlag, Wien-Stuttgart 1980.

H. Handler: Crowding-out durch Staatsausgaben. Mit einer Analyse der österreichischen Entwicklung, Österreichische Postsparkasse, Volkswirtschaftliche Schriftenreihe Heft 1, Wien 1981

H. Lehment: The Macroeconomic Implications of Public Sector Deficits Kiel Working Papers Nr 168 Februar 1983.

P. Mooslechner — E. Nowotny: Gesamtwirtschaftliche Finanzierung und öffentliche Verschuldung, Österreichisches Forschungsinstitut für Sparkassenwesen, Dr.-Stigleitner-Schriftenreihe, Band 20, Wien 1981

R. Mosburger — A. Rainer: Dimensionen des Crowding-out (CO) am Beispiel Österreichs unveröffentlichtes Manuskript Wien 1982

G. Rathwallner: Kompensatorische Fiskalpolitik und Crowding-out, Dissertationen der Johannes-Kepler-Universität Linz Nr 38, Wien 1982.

W.-D. Schmidberger — J. Siebke: Staatsverschuldung in offenen Volkswirtschaften. Papier für den Workshop "Crowding-out und die Grenzen der Staatsverschuldung" des Instituts für Volkswirtschaftslehre und Wirtschaftspolitik, Technische Universität Wien, Mai 1981.

J. Siebke — D. Knoll — W.-D. Schmidberger: Theoretische Grundlagen des Crowding-out-Effektes in W. Ehrlicher (Hrsg.): Geldpolitik Zins und Staatsverschuldung, Berlin 1981.

E. Streißler: Die Auswirkungen der Budgetdefizite des Bundes auf Zinssätze, Kredithaltigkeit, private Nachfrage und Beschäftigung, unveröffentlichtes Manuskript, Wien November 1981

G. Winckler: Exportfinanzierung, Geldkapitallücke und Geldpolitik Österreichisches Bank-Archiv 3/1983