

Laaser, Claus-Friedrich; Streit, Joachim

**Working Paper — Digitized Version**

## Das Recycling der Petrodollars - ein Problem für die Wirtschaftspolitik?

Kieler Diskussionsbeiträge, No. 76

**Provided in Cooperation with:**

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

*Suggested Citation:* Laaser, Claus-Friedrich; Streit, Joachim (1981) : Das Recycling der Petrodollars - ein Problem für die Wirtschaftspolitik?, Kieler Diskussionsbeiträge, No. 76, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/365>

**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.*

# Das Recycling der Petrodollars – ein Problem für die Wirtschaftspolitik?

von Claus-Friedrich Laaser und Joachim Streit

## AUS DEM INHALT

In vielen Ölimportländern wird befürchtet, daß das Recycling der Petrodollars nach der zweiten Ölpreiskrise schwieriger sein werde als nach 1973/74. Daraus wird häufig die Forderung nach staatlichem Eingreifen in den Recyclingprozeß abgeleitet. In diesem Beitrag wird gezeigt, daß die dafür vorgebrachten Argumente nicht ausreichen, um Interventionen auf den internationalen Kapitalmärkten zu rechtfertigen.

- Im Jahre 1980 sind die Leistungsbilanzdefizite der Ölimportländer – unter anderem wegen der geringeren Absorptionsneigung der Ölexportstaaten – höher ausgefallen als nach der ersten Ölpreiskrise. Dies braucht jedoch kein Anlaß zur Besorgnis zu sein: Die Beurteilung auch sich wiederholender Leistungsbilanzdefizite hängt davon ab, ob die realen Ressourcen, die andernfalls jetzt schon als Gegenleistung in die Ölförderländer geflossen wären, inzwischen für rentable Investitionen in Human- und Sachkapital genutzt werden. Durch den gestiegenen relativen Ölpreis ist ein Teil des bestehenden Kapitalstocks entwertet worden. Zugleich haben dadurch aber auch die Anreize für Investitionen im Öl-Substitutionsbereich zugenommen, so daß die Chancen für eine rentable Verwendung der realen Ressourcen – zumindest in den Industrieländern – nicht gering sind. Freilich können diese Anreize von konjunkturellen Effekten überlagert werden.
- Da auch in den nächsten Jahren mit einer geringen Absorptionsneigung der Ölexportstaaten zu rechnen ist, wird dem finanziellen Recycling weiterhin eine große Bedeutung zukommen. Solange sich die Rentabilität der Investitionen auf den Kapitalmärkten widerspiegeln kann, besteht kaum ein Anlaß zu der Befürchtung, daß die Finanzströme aus den Ölländern versiegen werden. Allerdings dürfen die Marktzutrittsmöglichkeiten und die Zinsflexibilität auf den Kreditmärkten nicht eingeschränkt werden, damit andere Finanzintermediäre hinzutreten können, wenn einzelne Banken nicht mehr bereit sind, sich bei gegebenen Erträgen und Risiken weiterhin im Recyclingprozeß zu engagieren.
- Die Entwicklungsländer stehen vor der Schwierigkeit, am Petrodollarrecycling nicht im gewünschten Maße partizipieren zu können. Die eigentliche Ursache dafür liegt jedoch darin, daß ihren Produkten der Zugang zu den Märkten der Industrieländer erschwert wird. Würde man mit dirigistischen Maßnahmen die Petrodollars in diese Länder umlenken, kurierte man deshalb nur am Symptom. Mit einem Abbau der Zollschranken in den Industrieländern wäre den Entwicklungsländern mehr gedient als mit "weichen" Krediten.
- Vielfach werden Befürchtungen geäußert, daß die Ölexportländer auch auf lange Sicht überwiegend kurzfristige Aktiva bevorzugen, während die Verbraucherländer an langfristigen Krediten interessiert sind. Diese Befürchtungen erscheinen aber vor dem Hintergrund der Erfahrungen, die nach der ersten Ölpreiskrise gemacht wurden, als nicht gerechtfertigt. Auch damals erwarben die Ölstaaten zunächst überwiegend kurzfristige Titel; sie diversifizierten ihr Portefeuille jedoch schon bald zugunsten langfristiger Anlagen. Ein solches Verhalten ist größtenteils auf Informations- und Transaktionskosten zurückzuführen, die im Verlauf des Anlageprozesses abnehmen.
- Um die Informations- und Transaktionskosten weiter zu senken und zugleich die Unsicherheit zu verringern, die bei den Kapitalanlegern aus den Ölförderländern über die künftige Preisentwicklung in den Anlagestaaten besteht, ist es für die Industriestaaten vorteilhaft, als Ersatz für kurzfristig nicht erreichbare Geldwertstabilität Wertsicherungsklauseln auf den Kapitalmärkten zuzulassen.

A 2322 81 Weltwirtschaft Kiel

## I. Einleitung

Durch die zweite "Ölpreisrunde" ist es erneut zu großen Leistungsbilanzüberschüssen bei den OPEC-Staaten gekommen, denen hohe Defizite der Verbraucherländer gegenüberstehen. Es wird vielfach befürchtet, daß das Recycling der sogenannten Petrodollars in den Wirtschaftskreislauf der Ölimportländer diesmal schwieriger wird als nach 1974. Im ersten Teil der Arbeit soll untersucht werden, ob diese Befürchtungen gerechtfertigt sind. Retorsionsmaßnahmen, mit denen die Verschlechterung der Terms of Trade kurzfristig zu einem Teil neutralisiert werden könnte, sollen dabei keine Beachtung finden<sup>1</sup>. Es wird also vorausgesetzt, daß die Verbraucherländer das geringere Wachstum ihres internen Verteilungsspielraums akzeptieren.

Ein Teilaspekt des Recyclingproblems wird häufig darin gesehen, daß die Ölförderländer eine Realwertgarantie für ihre Finanzanlagen in den Industrieländern fordern und drohen, andernfalls "den Ölhahn zuzudrehen" [vgl. Yahmani, 1975; Klopstock, 1975; Al-Dukheil, Wassink, 1977]. Im zweiten Teil des Beitrags wird daher untersucht, ob es nicht auch im Interesse der Verbraucherländer liegt, wenn sie dieser Forderung der OPEC durch die Ausgabe indexierter Anleihen entgegenkommen.

---

<sup>1</sup> Zu den Retorsionsmaßnahmen wären beispielsweise eine starke Geldmengenausweitung derjenigen Währung, in der der internationale Ölhandel fakturiert wird, zu zählen, oder auch der Versuch, eine reale Aufwertung der anderen Währungen gegenüber dieser zu bewirken. Diese Maßnahmen setzen allerdings das Vorhandensein von Geldillusion seitens der OPEC-Staaten voraus und sind somit zumindest nicht mittelfristig einsetzbar, wie die jüngsten Erfahrungen gezeigt haben. Eine mittelfristig noch wirksame Retorsionsmaßnahme könnte eine Ölimportabgabe oder eine Ölsteuer innerhalb der Verbraucherländer darstellen, mit deren Hilfe ein Teil der Konsumentenrente von den Verbraucherländern und nicht von den Ölexportländern abgeschöpft würde.

## II. Wird das Recycling diesmal schwieriger?

Vielfach wird angenommen, daß das internationale Bankensystem nicht in der Lage ist, das Recycling der Petrodollars im Gefolge der zweiten Ölpreiskrise zu bewältigen. Ein Eingreifen nationaler und internationaler Organisationen in diesen Prozeß wird deshalb als dringend erforderlich angesehen. Im einzelnen werden dafür folgende Argumente genannt [Y. Laulan, 1980; BIZ, 1980]:

1. Die Größenordnung des Problems sei diesmal noch erschreckender als 1973/74. Der IMF schätzt den Leistungsbilanzüberschuß der OPEC-Staaten für 1980 auf rd. 120 Mrd. US-\$, was den Forderungsbestand der OPEC gegenüber dem Ausland auf ca. 400 Mrd. US-\$ gesteigert hätte. Die Fähigkeit international tätiger Geschäftsbanken, weitere OPEC-Einlagen aufzunehmen und weiterzuermitteln, sei damit überschritten, was sich nicht zuletzt durch ein sinkendes Eigenkapital/Ausleihungsverhältnis belegen lasse.

2. Der von den OPEC-Ländern erwirtschaftete Überschuß in der Leistungsbilanz könne sich diesmal als dauerhaftes Phänomen erweisen. Dies wird mit dem Willen der OPEC begründet, ihre Terms of Trade mindestens konstant zu halten; zudem sei die Absorptionsneigung der Ölexportländer - nicht zuletzt wegen des abschreckenden Beispiels Iran - geringer als nach 1973/74. Dies habe nicht nur größere, sondern auch dauerhafte Leistungsbilanzdefizite und deshalb eine immer weiter steigende Verschuldung der Ölimportländer zur Folge. Ein dauerhaftes Zahlungsbilanzdefizit der Verbraucherländer sei jedoch viel schwieriger zu finanzieren als ein vorübergehendes<sup>1</sup>.

3. Anders als 1974 seien die Bankbilanzen "nicht gesund", weil die Banken bereits erhebliche Risiken im Zusammenhang mit den Kreditbeziehungen zu Ländern der Dritten Welt zu tragen hätten. Viele Entwicklungsländer hätten bereits einen so hohen Schuldenberg angehäuft, daß ihre Bonität an den Finanzmärkten in Zweifel gezogen würde, zumal auch ihr Verhältnis von Schuldendienst zu Exporterlösen (Schuldendienstquote) ständig ansteige. Ein immer größerer Anteil ihrer Exporterlöse stehe daher nicht mehr für die Bezahlung notwendiger Importe von Investitionsgütern zur Verfügung. Ein großer Teil der aufgenommenen Kredite diene nur zur Umschuldung, ihm stünden keine produktiven Investitionen gegenüber. Die Banken verhielten sich daher zunehmend zurückhaltend gegenüber den Kreditwünschen der Entwicklungsländer.

4. Es sei zu befürchten, daß aufgrund der ungewissen Preisentwicklung in den Verbraucherländern und der gestiegenen weltpolitischen Risiken die Ölausfuhrländer einen wachsenden Anteil ihrer Erlöse relativ liquide anlegen wollten. Da die Importländer jedoch ihren Finanzierungsbedarf überwiegend im längerfristigen Be-

<sup>1</sup> Vgl. BIZ [1980, S. 121]. Korrekterweise dürfte in diesem Zusammenhang lediglich auf das Leistungsbilanzdefizit verwiesen werden.

reich haben, führten diese Anlageentscheidungen zu hohen Kosten bei der Fristentransformation. Das Fristentransformationsproblem sei deshalb angesichts der erhöhten Liquiditätspräferenz der Ölstaaten für die Banken schwieriger zu lösen als nach dem ersten Ölpreisschock.

So plausibel diese Argumente für staatliche Eingriffe bei der Rückschleusung der Ölgelder in die Verbraucherländer auf den ersten Blick erscheinen mögen, so sehr lohnt sich doch ein näheres Hinsehen. Es lassen sich dabei einige Mißverständnisse und Fehlbeurteilungen ausmachen.

### Zur Größenordnung

Der Einwand, die Transaktionsvolumina seien zu hoch, um reibungslos auf freien Kapitalmärkten abgewickelt werden zu können, ist nicht neu. Auch 1973/74 wirkte der Recyclingbedarf überwältigend. Dennoch gelang eine Anlage der Gelder in den Verbraucherländern nach übereinstimmender Auffassung ohne große Friktionen. Dabei dürften folgende Umstände eine wichtige Rolle gespielt haben:

- Die Absorption der Ölexportländer nahm unerwartet schnell zu, die Absorptionsfähigkeit dieser Länder war also unterschätzt worden. So stiegen ihre Importe allein in den Jahren 1974 und 1975 um 77 bzw. 57 vH; preisbereinigt belief sich die Zunahme auf 38 bzw. 42 vH [IMF, 1980, S. 90].
- Diejenigen Ölimportländer, die weder von der Exportnachfrage der Ölexportländer noch von deren Kapitalexporten begünstigt wurden, waren in der Lage, ihre Leistungsbilanzdefizite durch Kreditaufnahme an freien internationalen Kapitalmärkten zu finanzieren. Die internationalen Kapitalmärkte erwiesen sich als erheblich flexibler als zuvor erwartet worden war [H. G. Johnson, 1976, S. 169]. Die Verschuldung der Defizitländer, insbesondere der Entwicklungsländer, stieg dabei stark an [vgl. IMF, 1980, S. 34 ff.].
- Die Ölexportländer legten den Teil ihrer Einnahmen, den sie nicht für Importe aus den Ölimportländern ausgaben, rasch auch in längerfristigen Titeln an. Das Problem der Fristentransformation der Banken (kurzfristigen Einlagen stehen langfristige Kredite gegenüber) entschärfte sich erheblich [IMF, 1980, S. 100, Tab. 18].
- Die Terms of Trade der Ölimportländer verbesserten sich in den Jahren 1975 bis 1978 leicht, so daß auch deswegen deren Leistungsbilanzdefizite in diesen Jahren wesentlich niedriger ausfielen als 1974 [vgl. OECD, 1980, S. 114 ff.; IMF, S. 89 und 95 f.].

Zwar war der Leistungsbilanzüberschuß der OPEC 1980 etwa doppelt so hoch wie 1974. Doch bezieht man diesen etwa auf das Bruttoinlandsprodukt der OECD-Staaten insgesamt, so liegt der Wert von 1980 (rd.  $1 \frac{3}{4}$  vH) nur unwesentlich über dem von 1975 (rd.  $1 \frac{2}{3}$  vH). Dennoch sind viele Wirtschaftspolitiker über die

Höhe der Leistungsbilanzdefizite der Verbraucherländer beunruhigt<sup>1</sup>. Aber nicht die Tatsache, daß Öl auf Kredit gekauft wird, ist entscheidend, sondern die Frage, wie die realen Ressourcen, die andernfalls sofort an die OPEC transferiert werden müßten, inzwischen genutzt werden.

Hinter der Abneigung gegen eine hohe Verschuldung gegenüber den OPEC-Staaten mag die Befürchtung stehen, daß die Zins- und Tilgungslasten eines Tages die Zahlungsfähigkeit der Schuldner übersteigen könnten und darunter deren weitere Kreditwürdigkeit leiden würde<sup>2</sup>. Derartige Sorgen wären nur dann gerechtfertigt, wenn die aufgenommenen Kredite überwiegend für konsumptive Zwecke verwendet würden. Sollten zu wenig rentable Investitionen getätigt werden, könnte es den Schuldnern in der Tat schwerfallen, ihren Verbindlichkeiten nachzukommen<sup>3</sup>. Die Folgerung daraus könnte aber nur so lauten, wie sie der französische Nationalökonom Frédéric Bastiat 1847 in einem dem Petrodollarrecycling sehr ähnlich gelagerten Fall gezogen hat: "... das Übel liegt in der Tatsache des Vergeudens und nicht in der Tatsache des Anleihens; ...."<sup>4</sup>. Denn werden die aufgenommenen Mittel für rentable Investitionen in Human- und Sachkapital verwendet, ist der Schuldner in der Lage, Zins- und Tilgungszahlungen<sup>5</sup> zu leisten und darüber

---

<sup>1</sup> In der Bundesrepublik Deutschland wird der Umschwung in der Leistungsbilanz wohl schon deshalb als besorgniserregend angesehen, weil eine derartige Situation neu ist.

<sup>2</sup> Besonders deutlich wird dies bei der Diskussion der Probleme der Entwicklungsländer im Recycling-Prozeß. So schreibt etwa Y. Laulan [1980, S. 45] "... that LDCs... will leave a more limited access to international capital markets as a result of their extensive external indebtedness".

<sup>3</sup> W.M. Corden, P. Oppenheimer [1976, S. 33] kommentieren die Situation der Länder, die damals hohe Leistungsbilanzdefizite aufwiesen, mit den Worten: "In the very short term, it may be justified for countries such as Italy and Britain to borrow publicly for the maintenance of consumption..., but ... it seems to us that substantial borrowing for consumption cannot go on for any length of time. Indeed, even if countries wanted to borrow for long periods to sustain consumption, they would in due course reach lending limits. The responsibility of default would be too great". Dem ist eigentlich nur hinzuzufügen, daß die Verschuldungsgrenzen nicht aus sich selbst heraus bestehen, sondern vom Markt vorgegeben werden, vgl. auch J. Tumlrir [1976, S. 52f.].

<sup>4</sup> F. Bastiat [1847, dt. 1859, S. 239]. Da der Text von Bastiat ohne weiteres zur heutigen Leistungsbilanzproblematik paßt, wird er im Anhang auszugsweise abgedruckt.

<sup>5</sup> Im Grunde genommen sind nicht einmal Tilgungszahlungen nötig, wenn der Gläubiger den Kredit als dauerhafte Kapitalanlage betrachtet. Rücklagen in Höhe der Tilgungsleistungen sind für den Schuldner dennoch erforderlich und müssen erwirtschaftet werden, wenn er damit rechnen muß, daß der Gläubiger sein Portefeuille umschichten will.

hinaus einen pekuniären oder nicht-pekuniären Gewinn zu erzielen<sup>1</sup>: "... wenn wir z. B. diese Fonds, die uns 4 Procent kosten, in Arbeiten, die uns 10 Procent eintragen, anlegen, so ist die Operation offenbar vortrefflich" [F. Bastiat, 1847, dt. 1859, S. 239].

Dieser (an sich triviale) realwirtschaftliche Hintergrund des Recyclingproblems wird leider nur allzuoft vergessen. Offenbar wird der Charakter der Zahlungsbilanz als flow-Rechnung nicht berücksichtigt. Vielleicht wäre das anders, wenn die Vermögensrechnung ähnlich gut entwickelt wäre wie die Zahlungsbilanzstatistik.

Die Chancen für eine rentable Verwendung der Petrodollars in den Importländern insgesamt sind gut. Gerade wenn erwartet wird, daß sich die Terms of Trade der Ölimportländer nicht wieder verbessern werden, besteht ein starker Anreiz, energieeffizienter zu produzieren, andere Energieträger zu erschließen und den durch die Ölteuerung entwerteten alten Kapitalstock zu ersetzen. Die Rentabilität von Investitionen ist daher in diesen Bereichen stark gestiegen<sup>2</sup>. Die Modernisierung des alten Kapitalstocks erfordert aber einen immensen Einsatz finanzieller Ressourcen. Diese können die Ölexportländer mit ihrer hohen Sparneigung und dem daraus folgenden Kapitalexport in die Ölimportländer zur Verfügung stellen; sie würden also selbst dazu beitragen, die Auswirkungen der Ölverteuerung in den Importländern zu mildern.

Abgesehen von diesem makroökonomischen Problemkreis werden auch auf mikroökonomischer Ebene Bedenken im Hinblick auf die Fähigkeit der Banken, den Finanztransfer zu bewältigen, vorgebracht. Zwar ist die Tatsache nicht von der Hand zu weisen, daß einzelne Banken an regulative oder tradierte selbstgesetzte Grenzen im Eigenkapital-Ausleihungs-Verhältnis stoßen, doch wäre es voreilig, diesen Umstand als nationale oder internationale Finanzkrise zu werten. Denn erstens muß man sich die Frage vorlegen, ob es nicht das rasche Wachstum des internationalen Kapitalmarkts erforderlich macht, die überkommenen Grundsätze eines "sound-banking" zu überdenken, und diese eventuell den Erfordernissen anzupassen<sup>3</sup>. Zweitens besteht durch die zur Disposition stehenden OPEC-Überschüsse gerade auch für die Banken die Möglichkeit, ihre Eigenkapitalbasis aufzustocken. Gerade weil die ölexportierenden Länder letztlich langfristige Anlagen suchen, wäre es für die Banken naheliegend, OPEC-Gelder als Eigenkapital aufzunehmen. Drittens kann man erwarten, daß bei einem nicht ausgeschöpften

<sup>1</sup> In diesem Zusammenhang liefert die makroökonomische Analyse dasselbe Ergebnis wie die mikroökonomische Betrachtung einzelner Schuldverhältnisse.

<sup>2</sup> Freilich kann dieser Anreiz von konjunkturellen Effekten - wie schwankenden Zinsen - überlagert werden. Eine stetige und vorangekündigte Geldmengenpolitik erleichtert demnach den Recyclingprozeß.

<sup>3</sup> Die Befürchtung, daß die ölexportierenden Länder durch abruptes Umschichten ihrer Aktiva das gesamte internationale Finanz- und Währungsgefüge ins Chaos stürzen könnten, hat sich als grundlos erwiesen. Durch ein solches Verhalten würden die OPEC-Länder ihr eigenes Vermögen gefährden [F. Klopstock, 1975, S. 51f.].

Recyclingpotential die Marktanreize stark genug wären, um neue Finanzintermediäre auf den Plan zu rufen, wenn die bereits im Geschäft engagierten Banken preis- (zins-)unelastisch reagierten. Denkbar wären in diesem Zusammenhang auch OPEC-eigene Banken, die sich als Kreditvermittler einschalten. Wenn der freie Marktzutritt im Bankensektor gewährleistet ist, kann jeder Finanzintermediär diejenige Ertrags-Risiko-Kombination für seine Geschäfte wählen, die seinen Präferenzen entspricht, ohne sich für das Gesamtergebnis des Recyclingprozesses verantwortlich fühlen zu müssen. Denn bei freiem Marktzutritt können sich neue Finanzintermediäre am internationalen Kapitalmarkt engagieren, wenn einzelne Banken dazu bei gegebenen Zinsen und Risiken nicht mehr bereit sind. Deshalb wäre es fatal, gerade jetzt den Eurodollarmarkt durch Vorschriften wie Mindestreserveverpflichtungen zu regulieren [vgl. Y. Lulan, 1980, S. 47].

Soll das finanzielle Recycling auch künftig gut funktionieren, müssen zwei Bedingungen erfüllt bleiben: Erstens muß der freie Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten gewährleistet sein und zweitens darf der Zinsmechanismus nicht beeinträchtigt werden. Finanzintermediäre müssen in der Lage sein, Erträge bzw. Kosten von Ausleihungen und Einlagen dem Risiko anzugleichen. Ein nicht ausgeschöpftes Recyclingpotential kann unter diesen Umständen nur von sehr kurzer Dauer sein: Wenn einzelne Länder nicht in der Lage wären, sich genügend Kredite zu verschaffen, während auf der anderen Seite Sparkapital der Ölexportländer keine Anlagemöglichkeit fände, hätte dies sofort Auswirkungen sowohl auf das Zinsniveau als auch auf die Zinsstruktur. Ein steigender Kreditzins und ein fallender Einlagezins wären die marktgerechte Antwort in einer Situation, in der sich der Bankensektor außerstande sähe, Kreditnachfrage und Kapitalangebot miteinander in Übereinstimmung zu bringen. Dadurch würden Anreize für Finanzintermediäre gegeben, ihre Maklerfunktion zwischen Kreditnehmern und Kapitalanlegern zu erfüllen. Auf diese Weise könnte der internationale Kapitalmarkt beweisen, daß er auch künftig in der Lage ist, die Allokation der Ersparnisse der Öl-exportländer herbeizuführen.

Vor diesem Hintergrund erscheint das erstgenannte Argument für einen Eingriff staatlicher Stellen in den Recyclingprozeß - der Recyclingbedarf übersteige die "Kapazität" der Banken - wenig überzeugend. Wer dennoch staatliche Hilfe fordert, muß sich fragen lassen, warum er den Steuerzahlern etwas aufbürden will, was sich seiner Meinung nach diejenigen, die damit Gewinne machen könnten, nicht zutrauen. Wenn das Recycling aber Gewinnmöglichkeiten eröffnet, so ist nicht einzusehen, weshalb die dabei auftretenden Risiken sozialisiert werden sollten. Die besonders von Bankenvertretern erhobene Forderung nach einer staatlichen Absicherung des Petrodollarrecyclings erscheint deshalb eher als ein Ruf nach einem staatlich sanktionierten Bankenkartell.



## Zur Permanenz der OPEC-Überschüsse

Die von den OPEC-Ländern erzielten Überschüsse in ihren Leistungsbilanzen könnten sich diesmal - anders als nach 1974 - tatsächlich als dauerhaftes Phänomen erweisen. Dafür spricht, daß

- die Absorptionsneigung der Ölexportländer - etwa aufgrund innenpolitischer Erwägungen - geringer zu sein scheint als damals und
- die OPEC diesmal ihre Terms of Trade mindestens konstant halten dürfte<sup>1</sup>.

Dies bedeutet jedoch lediglich, daß angesichts der geringeren Zunahme des Realtransfers der Bedarf an finanziellem Transfer in den kommenden Jahren um so kräftiger wachsen wird. Oben wurde bereits dargelegt, daß das Volumen des Finanztransfers bei marktwirtschaftlichem Vorgehen wenig Probleme aufwerfen dürfte. Da Leistungsbilanzdefizite jeweils auf einen abgeschlossenen Zeitraum bezogen sind, stellt deren wiederholtes Auftreten keine neue Problematik dar. In jedem Jahr gilt: ein Leistungsbilanzdefizit ist definitionsgemäß im Moment seines Auftretens bereits finanziert, denn ihm steht ein Nettozuwachs der Verbindlichkeiten der Verbraucherländer in gleicher Höhe gegenüber. Zwar erhöht sich damit jedes Jahr der Schuldenbestand gegenüber den OPEC-Ländern, aber das ist so lange unbedenklich, wie die Mittel eine rentable Anlage finden und den Sach- und Humankapitalstock vergrößern<sup>2</sup>. Daher läßt sich die Behauptung nicht aufrechterhalten, ein "dauerhaftes" Leistungsbilanzdefizit sei schwieriger zu finanzieren als ein "vorübergehendes". Die Chancen für eine rentable Verwendung der Petrodollars sind gerade durch den Anstieg des relativen Ölpreises gegeben. Denn der Aufbau eines neuen Kapitalstocks, mit dessen Hilfe energieeffizienter produziert werden kann, die Erschließung neuer Energiequellen und Maßnahmen zur Förderung des energiesparenden technischen Fortschritts sind keine kurzfristigen Aufgaben, sondern erfordern umfangreiche Investitionen über lange Jahre hinweg. Werden diese getätigt, sind die Leistungsbilanzdefizite von den Verbraucherländern insgesamt durchaus zu ertragen. Das geflügelte Wort vom "über die Verhältnisse leben" hätte in diesem Fall keine Berechtigung.

Ein Problem für die Wirtschaftspolitik stellt das Petrodollarrecycling seiner Höhe und Dauer nach demzufolge nur insoweit dar, als bestehende staatliche Restriktionen, wie etwa eine übermäßige Besteuerung von Risikoprämien bei Unternehmen, einer rentablen Anlage der Petrodollars im Wege stehen. Hier muß darüber

<sup>1</sup> Inwieweit die Verschlechterung der Terms of Trade der Ölländer zwischen 1975 und 1978 auf die Existenz von Geldillusion oder auf bewußtes Nichtausnutzen vorhandener Preiserhöhungsspielräume zurückzuführen ist, kann nicht festgestellt werden.

<sup>2</sup> Man vergegenwärtige sich, daß andernfalls ein Realtransfer in Höhe von mehr als 300 Mrd. US-\$ (dies entspricht der kumulierten Summe der OPEC-Auslandsanlagen [vgl. Y. Lulan, 1980, S. 44]) von den Ölverbraucherländern in die OPEC-Länder eingesetzt hätte. Da die OPEC-Länder aber den Kapitalexport vortzogen, müssen die Verbraucherländer nur den Realeinkommensverlust, nicht aber ein Absinken ihrer Absorption hinnehmen [vgl. J. Tumlr, 1976, S. 50].

nachgedacht werden, auf welche Weise dem Markt mehr Spielraum als bisher eingeräumt werden kann, damit die attrahierten Ölmilliarden einen Gewinn abwerfen können.

### Zur Bonität der Entwicklungsländer

Wenn auch für die Verbraucherländer insgesamt die Leistungsbilanzdefizite kein Problem darstellen, so stehen doch die Entwicklungsländer vor der Situation, an Bonität auf den internationalen Kapitalmärkten eingebüßt zu haben. Der Grund dafür ist darin zu sehen, daß die Verschuldung der Entwicklungsländer rapide gestiegen ist und eine rentable Verwendung dieser Kredite in Zweifel gezogen wird. Den Banken erscheinen inzwischen die Ausfallrisiken als zu hoch und die Erträge als zu niedrig. Eine marktgerechte Abgeltung für das Eingehen von Risiken sei damit nicht mehr gegeben [BIZ, 1980, S. 121]. Die Forderung der im Eurokreditgeschäft tätigen Banken, die den größten Teil der Entwicklungsländerverbindlichkeiten halten, lautet daher, daß sich der IMF und die Weltbank stärker als Kreditvermittler einschalten bzw. Kreditgarantien geben sollten. Wenn Ausfallrisiken derart sozialisiert würden, wären Kredite an Entwicklungsländer für die Banken wieder hinreichend rentabel.

So plausibel die Argumente für das Eingreifen internationaler Organisationen in den Recyclingprozeß auch erscheinen mögen, so sehr muß die Frage gestellt werden, ob ein solches Vorgehen nicht lediglich ein Kurieren am Symptom darstellt. Es darf nicht übersehen werden, daß die Schwierigkeiten der Entwicklungsländer, Kredite am internationalen Kapitalmarkt zu erhalten, nur einen Aspekt des grundlegenden Problems ihrer Armut bilden. Zwar lassen sich durch Ausfallbürgschaften und Kredite zu günstigeren Konditionen, als es marktgerecht wäre ("weiche" Kredite), die finanziellen Engpässe der Entwicklungsländer kurzfristig überbrücken. Aber jede weitere Ölpreiserhöhung würde den Finanzierungsbedarf dieser Länder erneut stark wachsen lassen und zugleich deren Kreditwürdigkeit in den Augen der Banken weiter mindern. Aus diesem Grund richtet sich die Forderung, die Kreditwürdigkeit der Entwicklungsländer zu erhöhen, an die falschen Adressaten; die Gefahr, daß die "weichen" Kredite wiederum nur zu einem kleinen Teil in rentable Investitionsprojekte fließen, würde nicht vermindert werden.

Daher muß in den Entwicklungsländern eine Ursachentherapie auf der Angebotsseite ansetzen. Das bedeutet, daß die Rentabilität sowohl des bestehenden Kapitalstocks als auch der Investitionen im Exportsektor der Entwicklungsländer erhöht werden muß. Dazu können die Industrieländer beitragen, indem sie bestehende tarifäre und nicht-tarifäre Handelshemmnisse - wenigstens gegenüber den Entwicklungsländern - abbauen. Durch solche Maßnahmen würde sich die Wettbewerbsfähigkeit der ärmeren Länder auf den Weltmärkten entscheidend verbessern; ihre Exporterlöse in den Branchen, in denen sie komparative Vorteile haben, würden steigen. Dies wiederum hätte zur Folge, daß ihre Leistungsbilanzdefizite geringer

ausfielen und die Industriestaaten entsprechend höhere Defizite in ihren Leistungsbilanzen aufweisen würden. Eine solche Entwicklung wäre auch deshalb zu begrüßen, weil die Industrieländer ein höheres Leistungsbilanzdefizit leichter verkraften können als die weniger entwickelten Länder. Gleichzeitig stiege deren Kreditwürdigkeit in den Augen der Banken, weil die Rentabilität der Investitionen im Exportsektor zunähme.

In den Industrieländern erfordert eine derartige Politik des Freihandels die Bereitschaft zum verstärkten Strukturwandel und die Konzentration der Produktivkräfte auf sach- und vor allem humankapitalintensive Bereiche. Gerade das Problem der Entwicklungsländer, Petrodollarkredite zu attrahieren, macht wieder deutlich, wie überfällig der Übergang zu mehr Freihandel ist.

Die richtigen Adressaten der Forderungen nach Unterstützung der Entwicklungsländer im Recyclingprozeß sind daher nicht internationale Finanzorganisationen, sondern vielmehr die Regierungen der Industrieländer, soweit letztere durch Zölle, Kontingente, Subventionen und ähnliche Handelshemmnisse nationale Arbeitsplätze zu Lasten der ärmeren Länder protegieren. Nur in dieser Hinsicht stellen die Schwierigkeiten der weniger entwickelten Länder ein Problem für die Wirtschaftspolitik der Industrieländer dar. Aber auch die Entwicklungsländer selbst könnten ihre Lage verbessern, indem sie von einer binnen- auf eine exportorientierte Entwicklungsstrategie umschalten, Kapitalverkehrshindernisse abbauen, Direktinvestitionen zulassen und beispielsweise durch Investitions Garantien fördern, sowie politische Risiken für ausländische Investoren soweit wie möglich verringern. Es dürfte einsichtig sein, daß Entwicklungsländer, die im Ruf einer "Kapitalfalle" stehen, große Schwierigkeiten haben dürften, am Recycling der Petrodollars teilzuhaben.

Eine Politik, die in den Entwicklungsländern auf der Angebotsseite ansetzt, hat gegenüber der Kreditvermittlung durch internationale Organisationen den Vorteil, zum Aufbau eines rentablen Kapitalstocks beizutragen, mit dessen Hilfe es diesen Ländern möglich wird, ihre Deviseneinnahmen zu steigern. Die internationalen Organisationen stellen durch die Vergabe "weicher" Kredite den empfangenden Entwicklungsländern zu häufig ein Zeugnis des wirtschaftlichen Unvermögens aus.

Eine Politik des freien Kapital- und Warenverkehrs, wie sie hier gefordert wird, dürfte auch kurzfristig die Situation der Entwicklungsländer am internationalen Kapitalmarkt verbessern<sup>1</sup>: In dem Maße, in dem die beteiligten Regierungen die

<sup>1</sup> Unterstützt wird diese These dadurch, daß die sogenannten Schwellenländer, die bereits heute trotz des protektionistischen Verhaltens vieler Industrieländer beträchtliche Exporterfolge aufweisen können, wesentlich weniger Schwierigkeiten haben, am internationalen Kapitalmarkt Kredite zu bekommen: 1980 waren die Schwellenländer zu rd. 55 vH bei privaten Gläubigern verschuldet, während dieser Anteil bei den am wenigsten entwickelten Ländern bei nur 15 vH lag [vgl. IMF, 1980, S. 103].

auf Freihandel gerichteten Maßnahmen einführen und zugleich glaubhaft machen können, daß sie diese Politik weiterverfolgen wollen, wird auch die Rentabilität der Investitionen in Entwicklungsländern steigen. Das wird auf einem so sensiblen Markt wie dem internationalen Kapitalmarkt umgehend zu einer verbesserten Kreditwürdigkeit der Entwicklungsländer führen. Zwar scheint die Kreditumverteilung durch den IMF angesichts der vielfältigen Widerstände gegen eine Politik des Freihandels der naheliegendere und bequemere Weg zu sein. Doch die Wurzel des Übels, die aus kurzfristigen Produzenteninteressen verminderten Wettbewerbschancen der Entwicklungsländer, wird dadurch nicht bekämpft.

#### Zur Fristentransformation

Somit verbleibt als letztes Argument für ein Eingreifen staatlicher Stellen in den Recyclingprozeß das Problem der wieder gestiegenen Liquiditätspräferenz der Ölländer. Daraus ergäben sich für die Banken erhebliche Schwierigkeiten bei der Fristentransformation.

Im Gegensatz zu den oben diskutierten Argumenten handelt es sich hierbei um ein überwiegend mikroökonomisches Problem, gegen das jedoch ähnliches vorgebracht werden kann wie gegen die Bedenken einzelner Banken bezüglich des Recyclingvolumens:

- Die Ölländer suchen letztlich langfristige Anlagemöglichkeiten, weil Öl als erschöpfbare Ressource selbst ein langfristiges Aktivum darstellt. Der zu beobachtende Anstieg der Liquiditätspräferenz dürfte auf der Existenz von Informations- und Transaktionskosten beruhen. Diese Kosten bewirken, daß bei einer starken Zunahme des Forderungsvermögens zunächst geldnahe Aktiva gehalten werden. Einerseits entstehen dem Investor dann zwar Opportunitätskosten der Geldhaltung in Form entgangener Zinsen, andererseits können aber durch einen vermehrten Einsatz von Ressourcen zur Informationsgewinnung höher verzinsliche Anlagemöglichkeiten gefunden werden. Je schneller zusätzliche Informationen beschafft werden sollen, desto mehr Ressourcen müssen dafür aufgewandt werden. Deshalb ist es für Investoren rational, finanzielle Aktiva zunächst überwiegend in liquider Form zu halten und bei mit der Zeit steigendem Informationsstand ihr Portefeuille zunehmend zugunsten längerfristiger Anlagen umzuschichten. Genau dieses Verhalten ließ sich bereits nach dem ersten rapiden Ölpreisanstieg 1973/74 beobachten [vgl. F. Klopstock, 1975, S. 51 f.; BIZ, 1980, S. 107 ff.; IMF, 1980, S. 100] und dürfte sich in Zukunft wiederholen. Von daher ist zu erwarten, daß sich das Fristentransformationsproblem rasch von selbst entschärfen wird.
- Durch die Variation kurz- und langfristiger Zinssätze auf der Einlagen- und Kreditseite ist jede Bank in der Lage, die zeitliche Struktur ihrer Aktiva und Passiva zu beeinflussen. Fühlen sich einzelne Banken durch ein Fristentransformationsproblem überfordert, so steht es ihnen frei, sich aus dem Recycling der Petrodollars auszugliedern. Gesamtwirtschaftlich stellt dies jedoch so lange

kein Problem dar, wie durch einen freien Marktzugang gewährleistet bleibt, daß andere Finanzintermediäre die Rolle der ausscheidenden Banken übernehmen. Selbst in dem unwahrscheinlichen Extremfall, in dem bei einem bestimmten Zinsniveau sämtlichen Banken die Fristentransformation als zu risikoreich erscheint, würde der Zinsmechanismus für einen Ausgleich sorgen: Das Überschußangebot der OPEC-Länder an kurzfristigem Kapital und die Übernachfrage nach langfristigen Krediten in den Verbraucherländern führte zu sehr geringen Anlagezinsen und hohen Zinssätzen für langfristige Kredite. Genau dies wären aber die marktmäßigen Anreize, die letztlich zu der Überwindung des Fristentransformationsproblems führen würden.

Bei freiem Marktzutritt und flexiblem Zinsmechanismus stellt die Fristentransformation zumindest kein globales Problem dar. Optimistisch für die kommenden Jahre stimmt auch der Umstand, daß die Ölstaaten 1974 "Newcomer" am Kapitalmarkt waren, während sie heute als erfahrene Investoren einzustufen sind.

### III. Erleichterung des finanziellen Transfers durch indexierte Anleihen?

Auch auf mittlere Sicht ist - wie erwähnt - damit zu rechnen, daß die Verbraucherländer gegenüber den OPEC-Ländern ein Leistungsbilanzdefizit aufweisen werden. Aus diesem Umstand leitet sich die Notwendigkeit ab, die damit verbundenen dauerhaften Kreditbeziehungen zwischen diesen Ländergruppen auf eine möglichst rationale Basis zu stellen. Die Rückschleusung der Petrodollars kann dabei durch einen Faktor gestört werden, der in der öffentlichen Diskussion bisher zu sehr vernachlässigt wurde: Eine Geldpolitik, deren Kurs nur schwierig abzuschätzen ist, kann zu einer unvorhergesehenen Abnahme der realen Verzinsung bestehender Kapitalanlagen und/oder zu Kapitalverlusten bei den Gläubigern führen, von denen auch die OPEC-Staaten betroffen wären. Je schwieriger sich der künftige Kurs der Geldpolitik abschätzen läßt, desto schwerer fällt es somit diesen Staaten, sich ein Urteil über die zu erwartende reale Verzinsung ihrer Kapitalanlagen in den Verbraucherländern zu bilden.

Durch die nicht antizipierte Inflation unterliegen die Aktiva der Ölstaaten in den Verbraucherländern also einer Art Vermögenssteuer oder - schärfer gesagt - einer kalten Enteignung. Diese Verteilungswirkungen der Inflation zugunsten der Schuldner haben jedoch Konsequenzen für die Faktorallokation: Seitens der Gläubiger setzt eine verstärkte Nachfrage nach inflationssicheren Anlageformen ein, wie etwa nach Gold oder Grund und Boden. Dies führt zu verzerrten Preisrelationen zugunsten dieser Aktiva, mit der Folge, daß die Produktivkräfte, die an anderer Stelle mit höheren Erträgen hätten eingesetzt werden können, nun lediglich als Wertaufbewahrungsmittel dienen. Was für Gold oder Grund und Boden zutrifft, hat auch für das Aktivum "Öl im Boden" seine Gültigkeit. Wenn in Inflationszeiten andere

Realaktiva an Attraktivität gewinnen, wird auch das Horten von Öl rentabler<sup>1</sup>. Damit wird weniger Öl gefördert und der reale Ölpreis ist höher, als es c. p. bei einer stetigen und vorangekündigten Geldpolitik der Fall gewesen wäre.

Aber nicht nur eine unerwartete Beschleunigung, sondern auch eine unerwartete Abnahme der Inflationsrate ist mit Nachteilen verbunden. Letzteres trifft überwiegend die Schuldner. Sie stehen vor dem Problem, daß sich die in Inflationszeiten vereinbarten Nominalzinsen durch die sinkende Inflationsrate real als zu hoch erweisen. Dies beeinträchtigt die Investitionen und die Rentabilität des bestehenden Kapitalstocks, also genau die Quellen, mit deren Hilfe die Schulden bei den OPEC-Ländern letztlich bedient werden können. Überschuldungskrisen auf Seiten der Schuldner in den Verbraucherländern können die Folge sein. Anzustreben wäre demnach ein Zustand der Preisstabilität, in dem das Recycling der Petrodollars mit den geringsten Friktionen verlief und das Problem der Fristentransformation an Schärfe verlöre. Dieser Zustand läßt sich kurzfristig jedoch nur mit einem rapiden Anstieg der Arbeitslosigkeit erkaufen. Preisstabilität ohne große Beschäftigungseinbrüche kann nur auf mittlere Frist erreicht werden. Aber auch wenn die Geldpolitik in den Verbraucherländern einen restriktiven Kurs verfolgt, ist damit keineswegs garantiert, daß nicht wieder expansive Maßnahmen ergriffen werden, sobald sich die Auswirkungen in Form steigender Arbeitslosigkeit zeigen. Ein Verlust des Vertrauens in den Stabilitätswillen der Industrieländer kann nicht kurzfristig behoben werden.

Eine Lösung dieses Dilemmas könnte darin bestehen, auf dem Kapitalmarkt Wertsicherungsklauseln zuzulassen. In der Vergangenheit haben die Ölförderländer wiederholt eine solche Realwertgarantie für ihre Finanzanlagen in den Industrieländern gefordert [vgl. Yahmani, 1975; Klopstock, 1975; Al-Dukheil, Wassink, 1977]. Sie drohten, die Ölförderung einzuschränken, sollte dieser Forderung nicht entsprochen werden.

In diesem Zusammenhang ist eine Indexierung auf dem Kapitalmarkt auch schon von anderer Seite gefordert worden<sup>2</sup>. Von Kritikern dieser Vorschläge wird häufig übersehen, daß die Einführung von Wertsicherungsklauseln für Finanzanlagen keine Indexierung des Ölpreises selbst bedeuten würde. Es erscheint deshalb erforderlich, den fundamentalen Unterschied zwischen diesen Möglichkeiten der Indexierung zu erläutern. Würde man den Wert des Erdöls selbst indexieren, so stellte dies einen Eingriff in das System der relativen Preise dar. Im Falle eines

---

<sup>1</sup> Verstärkt wird dieser Prozeß noch dadurch, daß der Erwerb von Realaktiva durch ausländische Investoren in den Verbraucherländern oft mit zusätzlichen nicht-pekuniären Kosten, wie Ressentiments, verbunden ist.

<sup>2</sup> Giersch [1974]; Vaubel, Ahnefeld [1974]; Vaubel [1977]; Carli, Tarantelli [1979] und andere. Der jüngste Vorschlag in dieser Richtung dürfte von Gutowski, Roth [1980] stammen.

zu hoch angesetzten relativen Ölpreises<sup>1</sup> müßten die Ölländer mehr Öl konservieren, als es ihrem langfristigen Kalkül entspräche. Sie befänden sich darüberhinaus in der Gefahr, daß sich die Substitution des Öls in den Verbraucherländern zu sehr beschleunigt. Umgekehrt könnte ein zu niedrig angesetzter Preis des Öls im Vergleich zu Industriegütern dazu führen, daß einerseits die Produktionsstruktur in den Verbraucherländern den künftigen Knappheiten nicht genügend angepaßt wird und andererseits eine permanente Übernachfragesituation entsteht. Spätestens in dieser Situation würden sich die Ölländer übervorteilt fühlen und eine Anpassung an die Marktlage verlangen und auch durchsetzen können. Da die Anpassung durch die Indexierung des Ölpreises hinausgezögert worden wäre, wäre die Wahrscheinlichkeit groß, daß die Ölpreise dann um so stärker stiegen. Lediglich dann, wenn der indexierte Ölpreis (-anstieg) in jedem Zeitpunkt den Marktgegebenheiten entspricht, treten keine Allokationsverzerrungen auf. Die Chancen, gerade diesen Ölpreispfad zu treffen, sind äußerst gering. Genau in diesem Fall ist die Preisindexierung überflüssig, während sie sonst die dargestellten Nachteile hervorruft.

Ein indexierter Ölpreis entspricht daher weder den Interessen der Ölförder- noch der Verbraucherländer. Bei indexierten Anleihen dagegen werden nur die in die Verbraucherländer zurückgeflossenen Einnahmen der Ölländer wertgesichert. Der relative Ölpreis selbst bleibt den Kräften des Marktes überlassen. Lediglich der Wert des bereits geförderten Öls wird real festgeschrieben. Damit wird also nur der Zustand der Geldwertstabilität in den Verbraucherländern simuliert. Die schädlichen Wirkungen der Inflation auf den Realwert der Finanzanlagen werden aufgehoben.

Nach dieser grundsätzlichen Unterscheidung stellt sich die Frage, welche Auswirkungen die Zulassung von Wertsicherungsklauseln bei der Emission von Anleihen für Ölländer hätte. In einem Portfoliomodell<sup>2</sup> kann gezeigt werden, daß bei Einführung indexierter Anleihen und Existenz eines Inflationsrisikos das Angebot an Öl ausgedehnt wird. Die Portfolioentscheidung der Ölländer wird durch wertgesicherte Anleihen um so mehr in Richtung auf eine Ausdehnung der Ölproduktion beeinflusst,

- je unsicherer die künftige Geldpolitik in den Verbraucherländern abzuschätzen ist,
- je umfassender die Wertsicherung gestaltet ist, und
- je glaubwürdiger die Zusicherung der Verbraucherländer ist, sowohl den Real-

---

<sup>1</sup> Die folgende Analyse läßt sich sowohl für den Fall eines konstanten relativen Ölpreises als auch für dessen festgelegten Anstieg anwenden. Ein konstanter relativer Preis des Öls hätte allerdings zur Folge, daß die Knappheitsrente entfallen würde.

<sup>2</sup> Eine Darstellung des hier verwendeten Modells von Levy, Sarnat [1975] erfolgt im Anhang B.

wert zu garantieren als auch von politisch motivierten Eingriffen in den Kapitalmarkt von vornherein Abstand zu nehmen<sup>1</sup>.

### Vorteile indexierter Anleihen

Als unmittelbarer Vorteil aus der Einführung indexierter Anleihen ergibt sich für die Verbraucherländer, daß auf mittlere Sicht das Ölangebot und zugleich die Versorgungssicherheit zunehmen: Die Ölländer haben weniger Veranlassung, Öl aus Furcht vor inflationsbedingten Vermögensverlusten zu horten. Eine derartige Fehlallokation von Ressourcen kann ebenso vermieden werden wie Fehlanpassungen der Produktionsstruktur in den Verbraucherländern an einen verzerrten relativen Ölpreis.

Wie die Erfahrungen der Vergangenheit zeigen, haben die Ölförderstaaten ihre inflationsbedingten Kapitalverluste durch zusätzliche Ölpreiserhöhungen ausgeglichen. Ein Nebenprodukt der Indexierung ist daher, daß derartige Einflüsse auf den Ölpreis, die bisher dessen Rolle als Knappheitsmesser beeinträchtigten, ausgeschaltet werden. Dies ist gleichbedeutend mit einer Abnahme der Informationskosten für den Anleger, der bei unsicheren Inflationserwartungen mehr Ressourcen als bei Geldwertstabilität aufwenden muß, um sein optimales Portefeuille aufstellen zu können. Diese zusätzlichen Informationskosten entstehen ihm nicht, weil die Indexierung die schädlichen Nebenwirkungen der Inflation beseitigt. Aus diesem Grund steht auch einem längerfristigen Engagement der Anleger aus den OPEC-Staaten in den Verbraucherländern kaum etwas entgegen: Da im Vergleich zu früher wegen der ausgeschalteten Inflationsrisiken kurzfristige Anlagen relativ zu längerfristigen an Attraktivität verlieren und sich daher die Zinsstruktur entzerrt, dürfte der Anteil langfristiger Anleihen im Portefeuille der Ölländer wachsen. Damit würde sich zugleich das Problem der Fristentransformation entschärfen.

Als weiterer Vorteil indexierter Anleihen ergibt sich, daß die negativen Auswirkungen einer nicht angekündigten Antiinflationspolitik auf die Schuldner in den Verbraucherländern vermindert werden. Auf diese Weise wird das Risiko von Überschuldungskrisen abgebaut. Es wird den Notenbanken leichter gemacht, unverzüglich einen konsequenten stabilitätsorientierten Kurs zu verfolgen, weil sie weniger Rücksicht auf bestehende Schuldverhältnisse mit zu hohen Inflationserwartungen in den vereinbarten Nominalzinsen nehmen müssen.

---

<sup>1</sup> Die Verbraucherländer haben, um die Zahlungen an die Ölländer möglichst gering zu halten, selbst ein Interesse daran, an ihrer Integrität keine Zweifel aufkommen zu lassen. Denn je geringer das Risiko einer Anlage in einem Portefeuille ist, desto geringer kann die Rendite sein, um dem Anleger den gleichen Nutzen zu stiften. Ein geringerer Realzins aber reduziert die Belastungen der Verbraucherländer.



## Mögliche Einwände gegen die Einführung indexierter Anleihen

Gegen die Einführung indexierter Anleihen speziell für die Ölländer werden folgende Einwände vorgebracht:

- a) Eine Indexierung der Kapitalmarkttitel der OPEC-Länder käme die Verbraucherländer teuer zu stehen, weil sich die Zinslasten quasi automatisch erhöhten.

Dieser Einwand beruht auf einem grundlegenden Mißverständnis: Die nominale Zinsbelastung steigt nur dann, wenn sich die Inflation beschleunigt. Das ist jedoch nur möglich, wenn zuvor eine zu expansive Geldpolitik betrieben wurde. Die vermeintliche Mehrbelastung entsteht also lediglich aufgrund eines zu hohen Geldangebots. An der inflationsbereinigten Belastung kann sich hierdurch letztlich nichts mehr ändern; das reale Güteräquivalent des Zinses bleibt somit unverändert.

- b) Ein Angebot von wertgesicherten Anleihen durch die Industrieländer ohne eine entsprechende Gegenleistung seitens der Ölproduzenten bedeute die Einengung des eigenen Verhandlungsspielraums. Wenn man schon derartige Anleihen einführe, so sollte zumindest eine vertragliche Zusicherung der OPEC, künftig eine maßvolle Mengen- und Preispolitik zu betreiben, verlangt werden. Ein solches Abkommen wird etwa von Gutowski und Roth vorgeschlagen [vgl. Gutowski, Roth, 1980].

Wer für eine Realwertgarantie für die Kapitalanlagen der Ölanbieter eine Gegenleistung fordert, muß sich die Frage gefallen lassen, ob nicht ohnehin eine Verpflichtung der Anbieter gesetzlicher Zahlungsmittel besteht, wertstabiles Geld anzubieten. Diese Verpflichtung ergibt sich aus der Tatsache, daß der Staat, vertreten durch die Notenbanken,

- ein Monopol für die Herausgabe seiner Währung beansprucht<sup>1</sup> und Transaktionen in anderer Währung verbietet, sowie
- das Nominalwertprinzip gesetzlich verankert hat.

Sorgt aber der Staat nicht für Geldstabilität, so folgt daraus zwingend, daß er nicht mehr auf dem Grundsatz "Mark gleich Mark" beharren darf und Vertragsfreiheit zulassen muß, damit sich die Marktteilnehmer selbst vor den Folgen der Inflation schützen können. Deshalb können Wertsicherungsklauseln für Kapitalanlagen keine Gegenleistung darstellen, der Verhandlungsspielraum der Verbraucherländer wird dadurch nicht eingeengt.

Darüberhinaus erscheint es als zumindest zweifelhaft, ob ein derartiges Vertragswerk lange Bestand haben könnte. Wird beispielsweise als Gegenleistung für die Einführung der Kapitalmarktindexierung eine Obergrenze für den Ölpreisanstieg festgelegt, so lassen sich drei Fälle unterscheiden:

<sup>1</sup> Dies trifft auch für die Giralgeldschöpfung der Geschäftsbanken zu, da sie der staatlichen Kontrolle unterliegt.

- Entspricht der gleichgewichtige Ölpreisanstieg, der durch Angebot und Nachfrage auf dem Ölmarkt bestimmt wird, genau der vertraglich vereinbarten Obergrenze, so ist diese überflüssig, weil sich dieser Preisanstieg auch ohne Intervention ergeben hätte.
- Bleibt der marktmäßige Ölpreisanstieg unter der Obergrenze, so ist diese ebenso überflüssig<sup>1</sup>.
- Steigt der Ölpreis aber schneller, als der vorgegebene Wert es erlaubt, so ist es für die Ölstaaten leicht, den Vertrag aufzukündigen<sup>2</sup>.

Es zeigt sich also, daß ein Vertrag, der die Ölländer zu einer gemäßigten Preispolitik zwingen soll, entweder überflüssig ist oder mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht eingehalten wird, weil sich früher oder später die Marktkräfte gegen willkürlich festgelegte Preise durchsetzen werden. Insofern kann durch die Ausgabe indexierter Anleihen ohne Gegenleistung kein Verhandlungsspielraum aufgegeben werden.

- c) Ein drittes Argument gegen wertgesicherte Anleihen speziell für die OPEC-Länder lautet, eine indexierte "Ölanleihe" bevorzuge die ohnehin reichen Länder, während die armen Länder sowie verschiedene Wirtschaftssubjekte in den Verbraucherländern - wie beispielsweise Sparer und Rentner - vor den Folgen der Inflation nicht geschützt würden.

Diese Wirkungen sollen nicht geleugnet werden, doch sie stellen lediglich ein Argument für einen möglichst umfangreichen Gebrauch von Indexklauseln dar. Hoheitliche Instanzen sollten auf diesem Gebiet Vertragsfreiheit zulassen, soweit sie ihre Zusicherung der Preisstabilität nicht einhalten können. Der Bedarf an wertgesicherten Anlageformen wird sich zeigen, wenn die indexierten "Ölanleihen" frei handelbar und daher von jedermann zu erwerben sein werden.

Vor diesem Hintergrund können die vorgebrachten Argumente gegen eine Einführung indexierter Anleihen auf dem Kapitalmarkt nicht überzeugen. Auf allgemeine Argumente gegen eine Indexierung auch auf anderen Märkten braucht hier nicht eingegangen zu werden; dies ist an anderer Stelle bereits ausführlich geschehen [vgl. Vaubel, Ahnefeld, 1974].

---

<sup>1</sup> Da Gutowski/Roth in Anlehnung an die nur langfristig gültige Hotelling-Regel - vgl. Hotelling [1931] - den Realzins der Anleihen gemäß dem Anstieg des realen Ölpreises festsetzen, wäre unter ihrem Vertrag bei einem Überangebot auf dem Ölmarkt die reale Belastung für die Verbraucherländer sogar zu hoch.

<sup>2</sup> Dies gilt unabhängig davon, ob in dem Vertrag der Ölpreis vollständig indexiert ist oder - wie bei Gutowski/Roth - im Fall des Überschreitens der Obergrenze lediglich die Kapitalwertsicherungsklausel fortfällt. Denn beim Gutowski/Roth-Vertrag werden die Ölstaaten den Vertrag aufzukündigen, sobald ihnen die Preis-erhöhung rentabler erscheint als die Einbuße an Kapitalsicherung.

## Konditionen einer Öl-Anleihe

Die Laufzeit der Anleihe ist langfristig anzusetzen, etwa auf zehn bis zwanzig Jahre. Dies entspricht sowohl den Wünschen der Ölländer, die eine Alternative zum Horten von Öl brauchen, als auch den Wünschen der Verbraucherländer, die Mittel für Investitionen - besonders im Energiebereich - benötigen. Die Höhe des Realzinses zu bestimmen, muß dem Markt überlassen bleiben<sup>1</sup>. Die Bewertung einer Test-Emission kann hier wertvolle Aufschlüsse geben. Auf einem effizienten Markt wie dem Eurokapitalmarkt wird wegen des "Gesetzes der Unterschiedslosigkeit der Preise" der Realzins der indexierten Anleihe dem Marktzins abzüglich der Inflationsrate entsprechen. Das bedeutet gleichzeitig, daß der Realzins der wertgesicherten Anleihe den Kräften von Angebot und Nachfrage unterliegen und daher schwanken wird.

Wertstabil soll dabei ein Warenkorb gehalten werden, der für die OPEC-Länder relevant ist. Vor Preissteigerungen für Güter und Dienstleistungen, die diese Länder nicht importieren, brauchen sie nicht geschützt zu werden. Der Warenkorb sollte also solche Güter und Dienstleistungen enthalten, die von den OPEC-Ländern nachgefragt werden. Die Gewichtung könnte man aus der Außenhandelsstatistik ableiten. In dem Ausmaß, in dem sich die in dem Korb enthaltenen Güter durchschnittlich verteuern, müssen sich dann die Zinszahlungen erhöhen, um den Realwert von Anleihe summe und Verzinsung konstant zu halten. Die indexierten Anleihen besitzen damit quasi Realwertcharakter. Von den Sachanlagen unterscheiden sie sich aber dadurch, daß sie eine garantierte Rendite besitzen, mit geringeren Informationskosten behaftet sind und leicht gehandelt und transferiert werden können.

Als Emittenten indexierter Anleihen kommen zwei Gruppen in Betracht: Private Unternehmen und Gebietskörperschaften der Ölimportländer.

Werden indexierte Anleihen von privaten Unternehmen ausgegeben, stünde dies rechtlich einer Beteiligung durch Fremdkapital gleich, so daß die Ölländer die Möglichkeit haben, sich vergleichsweise anonym bei privaten Unternehmen zu engagieren. Ein Mitspracherecht bei Unternehmensentscheidungen bliebe ihnen allerdings verwehrt. Das reduziert die bei direkten Unternehmensbeteiligungen häufig auftretenden emotionsgeladenen Reaktionen. Für die Unternehmen ergäbe sich der Vorteil, die Einnahmen wie Eigenkapital behandeln und sie für Investitionen mit langfristiger Natur verwenden zu können, da die Anleihen - entsprechend den Präferenzen der Ölländer - eine lange Laufzeit haben würden.

Die Emission wertgesicherter Anleihen durch staatliche Instanzen kann insofern als notwendig oder vorteilhaft angesehen werden, als

- die Ausgabe eines wertsicheren Zahlungsmittels ein öffentliches Gut darstellt, das Versprechen, den Wert des Geldes zu erhalten, aber in der Vergangenheit nicht erfüllt worden ist;

---

<sup>1</sup> Hierbei wird unterstellt, daß die Anleihe frei handelbar ist.

- eine indexierte Staatsverschuldung dazu führen könnte, daß die verantwortlichen Instanzen Schulden in einem größeren Ausmaß als bisher für produktive Zwecke verwenden<sup>1</sup>;
- Staatsanleihen zumindest aus der Sicht der Ölländer mit geringen Informationskosten behaftet sind und als relativ risikolose Anlagen gelten.

---

<sup>1</sup> Die Petrodollars sollten nicht dazu verwendet werden, über eine Steuersenkung den Einkommens- und Substitutionseffekt der Ölpreissteigerung bei den Ölverbrauchern zu mindern. Dies wäre verfehlt, weil den Ölkonsumenten dann ein Anreiz zum Ölsparen fehlen und die Abhängigkeit der Verbraucherländer von Öleinfuhren zu wenig sinken würde. Besser könnten die Anleihegelder dazu verwendet werden, beispielsweise staatliche Infrastrukturprogramme, Grundlagenforschungen oder die Entwicklung alternativer Energiequellen zu finanzieren, bei denen externe Effekte eine große Rolle spielen.

## Anhang A

Einen dem heutigen Recycling der Petrodollars sehr ähnlichen Fall beschrieb der klassische Nationalökonom Frédéric Bastiat 1847 in seiner Streitschrift "Der Kaiser von Rußland" (in deutscher Übersetzung erschienen in: Ausgewählte volkswirtschaftliche und politische Schriften, I. Teil, Hamburg 1859, S. 235-240):

"... Frankreich und England fehlt Getreide. - Rußland hat es. - Aber da Frankreich und England diesem Getreide immer den Zugang verschlossen hatten, so kennen die Russen unsere Manufacturwaaren nicht. Wenn man ihr Getreide haben will, so muß man ihnen Geld geben, und das thut man nun; denn das Geld kann man doch nicht besser anwenden, als um sich dadurch vor dem Verhungern zu schützen.

Daraus ergibt sich eine große Geldklemme in Frankreich und in England. Andererseits haben die Russen viel mehr baares Geld, als der Zustand ihres Verkehrs zuläßt. Es hat also die Tendenz, nach dem Punkt zurückzuströmen, woher es gekommen ist. ... Der Finanzminister in Petersburg, der sieht, daß der Zustand der Märkte in Bezug auf das baare Geld sich so geändert hat, daß es sich nur noch sehr schlecht in Rußland anlegen läßt, während es sich sehr gut in Frankreich und in England anlegen läßt, verfällt, nicht in unserem Interesse, sondern in dem seinigen, auf den Plan, uns dasjenige, womit er nichts mehr zu machen weiß, zu schicken.

Wenn man nun Geld in ein Land schickt, so giebt es kein anderes Mittel, sich dafür den Gegenwerth geben zu lassen, als Produkte im Tausch zu nehmen oder es auf Zinsen anzulegen. Kaufen oder Ausleihen sind die beiden einzigen Mittel, das Geld an den Mann zu bringen....

Aber der Kaiser von Rußland bedarf ohne Zweifel für den Augenblick von unsern Ackerbau- und Manufakturprodukten nicht für eine so starke Summe. In Folge dessen kauft er öffentliche Fonds, d. h. er tritt an die Stelle der ursprünglichen Darleiher oder ihrer Rechtsnachfolger. Der Zinsenantheil, welcher auf diese hundert Millionen fällt (Zinsen, welche die Regierungen oder vielmehr die Steuerzahler auf alle Fälle gehalten wären, zu berichtigen), wird künftig an den Kaiser von Rußland, anstatt an die gegenwärtigen Renteninhaber, gezahlt werden. Aber diese haben das Recht, 3 Franken jährlich vom Schatz zu erheben, nur deshalb verloren, weil sie einmal 78 Franken vom Russischen Autocraten empfangen haben. Alle sechs Monat werden ihm also für unsern Theil ungefähr eine Million zu zahlen haben. Es giebt Leute, die dies beunruhigt. Sie sehen in dieser Zahlung eine schwere Last zum Vortheil des Auslandes. Diese Leute vergessen, daß das Ausland das Kapital gegeben hat. Ohne Zweifel kann die Operation, in ihrer Gesamtheit, schlecht sein, wenn dies Kapital an die Stelle eines Kapitals tritt, das in verderblichen Kriegen oder in thörichten Unternehmungen vergeudet ist. Sie würde wieder schlecht sein, wenn wir das neue Kapital in ähnlichen Thorheiten verschwendeten. Aber dann liegt das Uebel in der Thatsache des Vergeudens und

nicht in der Thatsache des Anleihens; denn wenn wir z. B. diese Fonds, die uns 4 Procent kosten, in Arbeiten, die uns 10 Procent eintragen, anlegen, so ist die Operation offenbar vortrefflich. Es fragt sich noch, wie England und Frankreich alle sechs Monat zwei Millionen an Rußland zahlen werden. Wird es in baarem Gelde geschehen? Dies ist gar nicht wahrscheinlich, denn das baare Geld ist, wie das Geschäft selbst beweist, eine in Rußland wenig gesuchte Waare.

Man kann behaupten, daß die Zahlung auf die eine von den beiden folgenden Weisen bewirkt werden wird:

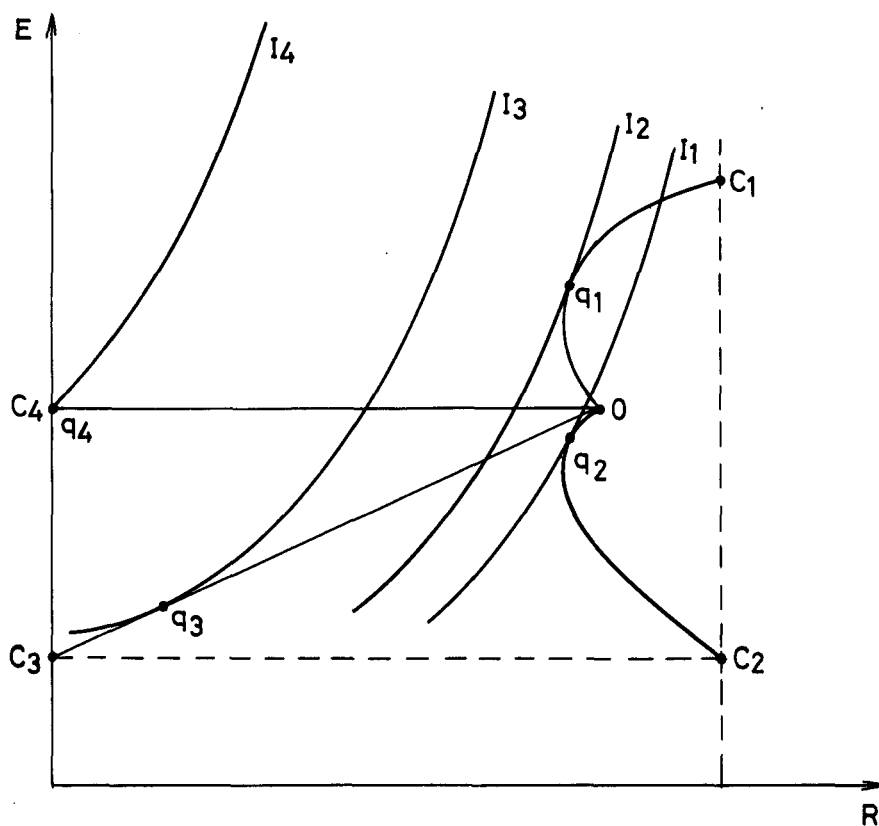
- 1) Wir werden Produkte nach Rußland schicken. Um uns bezahlt zu machen, werden wir Tratten auf die Russischen Kaufleute ziehen. Diese Tratten werden am Orte durch die Banquiers von London und Paris, welche die Renten für Rechnung des Kaisers empfangen haben werden, gekauft werden. Und diese Banquiers werden diese Tratten an ihre Geschäftsfreunde in Petersburg senden, die sie eincassiren und den Betrag an den kaiserlichen Schatz abführen werden.
- 2) Oder aber wir werden unsere Waaren nach Italien, Deutschland, Amerika schicken. Der Umsatz der Wechsel wird etwas verwickelter, und das Resultat wird dasselbe sein.

Eines schönen Tages wird Seine Kaiserliche Majestät uns seine Fonds wieder verkaufen. Dann wird Alles wieder in die jetzige Ordnung kommen. Alle Phasen der Operation werden beendet sein, und man kann sie so zusammenfassen: In einem Moment der Noth schickt uns Rußland Getreide; wir bezahlen es nach und nach mit von Jahr zu Jahr geschickten Produkten; in der Zwischenzeit zahlen wir für die rückständige Summe die Zinsen vom Werth des Getreides.

Das sind die drei wirklichen Punkte der Operation. Der Umlauf des baaren Geldes und der Wechsel ist nur das Mittel der Ausführung. "

## Anhang B

In einem von Levy, Sarnat [1975] verwendeten Portfoliomodell kann die Einführung von Wertsicherungsklauseln auch graphisch dargestellt werden:



In dieser Graphik ist auf der Ordinate der erwartete Ertrag  $E$  und auf der Abszisse das erwartete Risiko  $R$  abgetragen. Der durch die Indifferenzkurven  $I_1$  bis  $I_4$  repräsentierte erwartete Nutzen des Portefeuilles nimmt mit zunehmender Ordnungszahl zu. Der Inhaber der erschöpfbaren Ressource - z. B. Öl - hat die Wahl, alles Öl im Boden zu belassen (Punkt  $O$ ), alles Öl sofort zu fördern (Punkte  $C_1$ , ...,  $C_4$ ) oder einen Teil seines Öls zu horten und den Rest am Markt zu verkaufen. Hat er nur risikobehaftete Anlagemöglichkeiten zur Verfügung, wird er sein Portefeuille aus ihnen kombinieren.

Im Ausgangsfall gebe es nur eine (nicht-indexierte) Anleihe. Es gelte die Transformationslinie  $Oq_1C_1$ , das optimale Portefeuille liege bei  $q_1$  auf  $I_2$ . Durch eine

unerwartete Beschleunigung der Inflation sinkt bei konstantem Risiko die Verzinsung nach Abzug der Inflationsrate in Höhe  $C_1 C_2$ . Daher sinkt der Realwert jedes Portefeuilles, das die nicht-indexierte Anleihe enthält, entsprechend dem Anteil der Anleihe. Im gegebenen Beispiel sinkt der erwartete Ertrag des optimalen Portefeuilles von  $q_1$  auf  $q_2$ . Das optimale Portefeuille  $q_2$  liegt auf dem geringeren Nutzenniveau  $I_1$ . Da der Quotient  $Oq_2/OC_2$  kleiner ist als  $Oq_1/OC_1$ , schränkt der Anleger seine Ölproduktion ein.

Werden nun Wertsicherungsklauseln eingeführt, sinkt das Inflationsrisiko auf Null, der Ertrag der Anleihe ist keine Zufallsvariable mehr,  $C_3$  liegt auf der E-Achse<sup>1</sup>. Da  $Oq_3/OC_3$  größer ist als  $Oq_2/OC_2$  und auch  $Oq_1/OC_1$ , wird im Vergleich zu vorher mehr Öl gefördert. Je höher der - marktbestimmte - Realzins ist, desto stärker ist dieser Effekt. Im Extremfall ( $C_4 = q_4$ ) würde sogar alles Öl sofort gefördert werden.

---

<sup>1</sup> Vom Ausfallrisiko wird hier abstrahiert, dies ändert allenfalls das Ausmaß, in dem die Ölförderung wieder ausgedehnt wird.



## Literaturverzeichnis

- Al-Dukheil, Abdulaziz M., Darwin Wassink, Oil and the International Finance System. Business Horizons, Vol. 20, Bloomington/Ind. 1977, No. 2, S. 69-73.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), Jahresbericht 1980, Basel 1980.
- Bastiat, Frederic, Der Kaiser von Rußland (Oeuvr. II. 164, 8. Mai 1847). In: Frédéric Bastiat's ausgewählte volkswirtschaftliche und politische Schriften. Aus dem Französischen übersetzt von Carl Julius Bergius. Erster Theil, Hamburg 1859, S. 235-240.
- Corden, Warner Max, Peter Oppenheimer, Economic Issues for the Oil-Importing Countries. In: Tibor M. Rybcynski (Ed.), The Economics of the Oil Crisis. New York 1976, S. 25-38.
- Carli, Guido, Ezio Tarantelli, The Problem of Recycling OPEC Surplus Funds: A Proposal. Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, Rome, June 1979, No. 129, S. 99-116.
- Giersch, Herbert, Einige unkonventionelle Bemerkungen zum Energieproblem, unveröffentlichtes Manuskript, Kiel, Oktober 1974.
- , Die Rolle der reichen Länder in der wachsenden Weltwirtschaft. Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, Vol. 116, Bern 1980, Nr.3, S. 301-320.
- Gutowski, Armin, Wolfgang Roth, Das Vertragskonzept OPEC - Industrieländer - Entwicklungsländer. Wirtschaftsdienst, Vol. 60, Hamburg 1980, Heft 12, S. 604-605.
- Haberler, Gottfried, Oil, Inflation, Recession and the International Monetary System. The Journal of Energy and Development, Vol. 1, Boulder/Co. 1975/76, No. 2, S. 177-190.
- Hotelling, Harold, The Economics of Exhaustible Resources. The Journal of Political Economy, Vol. 39, Chicago 1931, S. 137-175.
- International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook, Washington, D.C., May 1980.
- Johnson, Harry G., Higher Oil Prices and the International Monetary System. In: Tibor M. Rybcynski (Ed.), The Economics of the Oil Crisis, New York 1976, S. 151-170.
- Klopstock, Fred H., Recycling Arab Oil Money. The Bankers Magazine, Vol. 158, Boston/Mass. 1975, No. 1, S. 50-58.

- Laulan, Yves, Recycling Oil Surpluses: Can the Banks Do It This Time? *The Banker*, Vol. 130, London, April/May 1980, No. 651/52, S. 43-48.
- Levy, Haim, Marshall Sarnat, *The World Oil Crisis: A Portfolio Interpretation*. *Economic Inquiry*, Vol. 13, Long Beach/Calif. 1975, No. 3, S. 361-372.
- Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD), *Economic Outlook, Special Supplement: The Impact of Oil on the World Economy*, Vol. 27, Paris 1980.
- Tumlir, Jan, Oil Payments and Oil Debt and the Problem of Adjustment. In: Tibor M. Rybcynski (Ed.), *The Economics of the Oil Crisis*, New York 1976, S. 39-64.
- Vaubel, Roland, The Case for Indexed Financial Instruments. in: J.E. Wadsworth, J.S.G. Wilson, H. Fournier (Eds.), *The Development of Financial Institutions in Europe, 1956 - 1976*. Leyden 1977, S. 111-142.
- , Adolf Ahnefeld, Indexklauseln auf dem Index? Einwände, Mißverständnisse - nicht genutzte Chancen. *Kieler Diskussionsbeiträge*, Nr. 34, Kiel, Oktober 1974.
- Yahmani, Ahmed Zaki, Die Interessen der Erdöl-Export-Länder. *Europa-Archiv*, Vol. 30, Bonn 1975, Heft 22, S. 693-698.