

# Internationale Determinanten der Geldpolitik

Von Anton P. Müller, Erlangen

Im folgenden wird die deutsche Geldpolitik in den Zusammenhang mit der internationalen Kapitalmarktverflechtung gestellt. Auf der Grundlage eines um das internationale Zinsniveau erweiterten IS-LM-Modells wird gezeigt, daß die Deutsche Bundesbank in den vergangenen Jahren die optimale Strategie verfolgte und auch die Geldmengenerweiterung seit 1986 in Einklang mit den von den internationalen Kapitalmärkten vorgegebenen Bedingungen steht. Die zentrale Aussage dieser Analyse ist, daß das Weltzinsniveau zur entscheidenden Richtgröße für die nationale Geldpolitik geworden ist. Preisniveaustabilität läßt sich unter den damit gegebenen Voraussetzungen nicht mehr mit geld- und fiskalpolitischen Alleingängen erreichen. Erforderlich ist vielmehr eine international abgestimmte Wirtschaftspolitik der wichtigen Industrieländer.

## I. Problemstellung

Der seit Beginn des Jahres 1986 anhaltende steile Anstieg der Zentralbankgeldmenge in der Bundesrepublik Deutschland<sup>1</sup> hat sowohl bei Geldtheoretikern als auch bei der Bundesbank selbst Kontroversen ausgelöst und vermehrt Stimmen laut werden lassen, die eine grundsätzliche Umkehr in der Geldmengenerweiterung fordern, um die Geldwertstabilität zu sichern. Geldpolitische Diskussionen, die binnenwirtschaftliche Überlegungen in den Vordergrund stellen und die Veränderungen vernachlässigen, die seit Mitte der siebziger Jahre auf den internationalen Geld- und Kapitalmärkten eingetreten sind, verkennen die hierdurch hervorgerufenen Begrenzungen einer nationalen Geldpolitik. Sie geben der Geldpolitik Zielsetzungen vor, die sich unter den heute gegebenen Umständen nicht realisieren lassen, und legen Maßnahmen nahe, die mehr Schaden als Nutzen stiften.

---

<sup>1</sup> 1986 wurde der angestrebte Zielkorridor von 3,5 % bis 5,5 % erheblich überschritten, indem die Zentralbankgeldmenge im Verlauf des Jahres um 7,75 % expandierte; dieser Trend hielt auch 1987 an. Die Zentralbankgeldmenge übertraf im Juli 1987 den Durchschnittsstand des vierten Quartals 1986 mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 7,5 %; s. Das Geldmengenziel für das Jahr 1987, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Januar 1987, S. 13 - 14, und Monatsbericht August 1987, S. 6.

Heute ist das Weltzinsniveau zur entscheidenden Richtgröße für die nationale Geldpolitik geworden, und in dem Maße wie das Weltzinsniveau durch das Zinsniveau des US-Dollars bestimmt ist, wird die nationale Geldpolitik offener Volkswirtschaften abhängig von der Wirtschaftspolitik in den Vereinigten Staaten.

Hatte man beim Übergang zum System flexibler Wechselkurse noch erhofft, hierdurch würde eine autonome Geldpolitik wieder möglich<sup>2</sup>, so führen die Erfahrungen der letzten Jahre deutlich vor Augen, daß geld- und fiskalpolitische Maßnahmen, die zu Abweichungen des nationalen Zinsniveaus vom Weltzins führen, nachhaltige Verschiebungen in den internationalen Kapitalströmen hervorrufen, drastisch die Wechselkurse verändern und zu massiven Verzerrungen im Außenhandel führen. Heute lösen minimale Veränderungen der Zinsstruktur unter den in die internationalen Geld- und Kapitalmärkte integrierten Volkswirtschaften Kapitalbewegungen aus, die angesichts eines durchschnittlichen Tagesumsatzes von über 200 Mrd. US-Dollar auf den internationalen Währungsmärkten<sup>3</sup> den Außenhandel nicht mehr bloß widerspiegeln, sondern diesen maßgeblich bestimmen.

Die trügerische Zeitverzögerung zwischen den durch das „electronic banking“<sup>4</sup> möglichen Reaktionsgeschwindigkeiten für grenzüberschreitende Geld- und Kapitalbewegungen und den vergleichsweise träge reagierenden internationalen Waren- und Dienstleistungsströmen stellt die nationale Geldpolitik vor die Aufgabe, unterschiedlichen Bezugsgrößen gerecht zu werden. Die zeitliche Diskrepanz zwischen den monetären Strömen und den realen Transaktionen führt dazu, daß vielfach die geldpolitische Steuerung des Realzinsniveaus den Erfordernissen der Binnenkonjunktur entgegensteht und zwischen der Zielsetzung der Preisniveaustabilität und den währungs- und wachstumspolitischen Erfordernissen Konflikte auftreten.

## II. Modelldarstellung

Ausgehend von der Prämisse eines „kleinen Landes“ zeigt das *Fleming-Mundell-Modell*<sup>5</sup>, daß die von einem „kleinen Land“ praktizierte expansive

---

<sup>2</sup> Vgl. *H. G. Johnson*, The Case for Flexible Exchange Rates, in: *G. N. Halm* (Hrsg.), *Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates*, Princeton, N.J. 1970.

<sup>3</sup> s. Internationale Devisenmärkte. Der Multimilliarden-Tausch, in: Informationsdienst des Instituts der Deutschen Wirtschaft, iwd, Heft 3, 15. Januar 1987, S. 4 - 5.

<sup>4</sup> *Revell, Jr. S.*, *Banking and Electronic Fund Transfers*, Paris (OECD) 1983.

<sup>5</sup> *Fleming, J. M.*, Domestic Financial Policies Under Fixed and Floating Exchange Rate, in: *IMF Staff Papers*, Vol. 9 (1968), S. 369 - 389; *R. A. Mundell*, *International Economics*, New York 1968, insbes. S. 250 - 271.

Fiskalpolitik zum Scheitern verurteilt ist, indem sie einen das Weltzinsniveau übersteigenden Zinssatz hervorruft, Kapitalimporte nach sich zieht, zur Währungsaufwertung und damit zu einem Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und des Sozialprodukts führt. Hierdurch wird der expansive Effekt der Fiskalpolitik kompensiert, so daß bei flexiblen Wechselkursen und effizienten internationalen Kapitalmärkten eine fiskalpolitische Expansionsstrategie keine anhaltenden Wachstumseffekte hervorbringen kann<sup>6</sup>.

Das *Fleming-Mundell-Modell* untersucht die Konsequenzen von geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen eines „kleinen Landes“ unter der Prämisse eines gegebenen und als konstant angenommenen internationalen Zinsniveaus. Unberücksichtigt bleiben die Determinanten des Weltzinsniveaus, vor allem aber auch die Anpassungsprobleme, die sich ergeben, wenn sich das Weltzinsniveau ändert.

Geht man demgegenüber davon aus, daß das Weltzinsniveau im wesentlichen mit dem Zinsniveau einer währungspolitisch dominierenden Volkswirtschaft gleichzusetzen ist, so ergibt sich, daß die Veränderung des Zinssatzes für diese Währung Ungleichgewichte bei den anderen offenen Volkswirtschaften hervorruft und sie zu Anpassungen zwingt. Für die währungspolitisch dominierende Volkswirtschaft selbst tritt kein Ungleichgewicht auf. Per definitionem ist hier das erhöhte Weltzinsniveau Ausdruck der realisierten Geld- und Fiskalpolitik.

Dies bedeutet jedoch nicht, daß sich für die währungspolitisch dominierende Volkswirtschaft keine außenwirtschaftlichen Defizite, beispielsweise in der Leistungsbilanz, ergeben können. Gleichgewicht bedeutet hier Ausgleich der Zahlungsbilanz, indem Defizite oder Überschüsse in der Handelsbilanz durch Kapitalbilanzsalden ausgeglichen werden. Für die währungspolitisch dominierende Volkswirtschaft gilt die Gleichgewichtsbedingung des *Fleming-Mundell-Modells*: Das Gleichgewicht der Zahlungsbilanz ( $Z$ ) mit den Komponenten Nettoexporte ( $NX$ ) und Kapitalzufluß ( $CF$ ) erfordert für

$$\begin{aligned} Z &= 0 \\ \text{wegen } Z &= NX + CF \\ NX &= -CF \\ \text{bzw.} \\ -NX &= CF. \end{aligned}$$

Demgegenüber ergeben sich Ungleichgewichte bei den anderen offenen Volkswirtschaften, wenn sich das Weltzinsniveau ändert (s. Abb. 1).

<sup>6</sup> *Argy, V. und J. Salop, Price and Output Effects of Monetary and Fiscal Policy under Flexible Exchange Rate*, in: IMF Staff Papers, Vol. 26 (1979), S. 224 - 236.

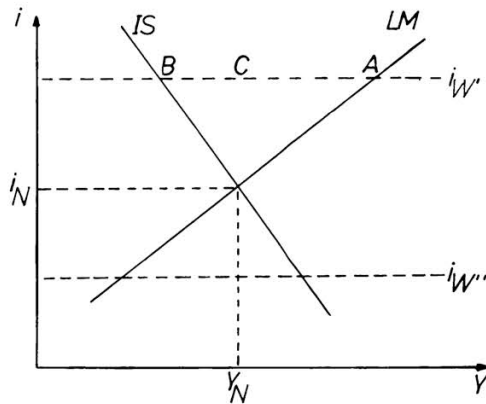


Abb. 1: Das IS-LM-iW-Modell

In Abbildung 1 wurde das IS-LM-Modell um das internationale Zinsniveau ergänzt. Der Weltzinssatz ( $i_W$ ) ist in zwei Varianten eingefügt, wobei die Gerade  $i_W'$  ein negatives ( $i_N < i_W'$ ) und  $i_W''$  ein positives ( $i_N > i_W''$ ) Zinsdifferential aufzeigt.

Liegt ein negatives Zinsdifferential vor, so werden hierdurch Kapitalabflüsse ausgelöst, die zu einer Abwertung der nationalen Währung führen<sup>7</sup>. Ceteris paribus hält die dadurch hervorgerufene Ausweitung der Nettoexporte solange an, bis ein Gleichgewicht erreicht wird, das auf der Geraden des Weltzinnsniveaus (in diesem Fall  $i_W'$ ) zu liegen kommt. Im Modell kommt dies durch eine Rechtsverschiebung der IS-Kurve zum Ausdruck.

Liegt ein positives Zinsdifferential vor, so ergeben sich Kapitalzuflüsse und damit eine Aufwertung der heimischen Währung. Der hiermit verbundene Rückgang der Nettoexporte führt ceteris paribus zu einer Linksverschiebung der IS-Kurve, was einen Rückgang des Volkseinkommens impliziert. Bei diesen Anpassungsformen wird unterstellt, daß Auf- und Abwertung wirksam werden können. Geht man jedoch davon aus, daß sich das Weltzinnsniveau verändert (hat) und dies der auslösende Faktor für die Abweichung des nationalen Zinssatzes ist, so steht der über die Außenwirtschaft sich vollziehende Anpassungsprozeß nicht in jedem Fall offen. Wird die Veränderung des Weltzinnsniveaus von einer währungspolitisch dominierenden Volkswirtschaft hervorgerufen, so bedeutet dies bei flexiblen Wechselkursen, daß bei einem Anstieg des Weltzinnsniveaus dies mit einer Auf-

<sup>7</sup> Das hier zugrunde gelegte Modell geht von einer dominierenden Währungseinheit als Bezugspunkt aus: Auf- und Abwertungen betreffen die anderen („nationalen“) Währungen.

wertung dieser Währung verbunden ist, der Währungsabwertungen der anderen offenen Volkswirtschaften gegenüberstehen. Der Wechselkurseffekt wird somit nur gegenüber der währungspolitisch dominierenden Volkswirtschaft wirksam. Unter den anderen Ländern heben sich die Währungsanpassungen wechselseitig auf.

In diesem Fall steht dem Anstieg im Realzinsniveau auf den internationalen Kapitalmärkten keine entsprechende Steigerung der weltwirtschaftlichen Nachfrage gegenüber, so daß nicht sämtliche von den monetären Faktoren betroffenen Volkswirtschaften eine Anpassung über expandierende Nettoexporte durchführen können.

Der Grad der Anpassung über Steigerung der Nettoexporte wird vielmehr abhängig vom Wirkungsgrad der Abwertung, das heißt von der Nachfrageelastizität der jeweiligen Exportprodukte auf dem Markt der dominierenden Volkswirtschaft.

### III. Rolle der Geldpolitik

Bei unzureichender Wirksamkeit der Währungspolitik muß eine restriktive Geldpolitik hinzutreten, um einen Punkt links von A (Abb. 1) auf der iW-Geraden zu erreichen. Je nach der Expansionsfähigkeit der Nettoexporte wird dieser Punkt weiter rechts von C in Abbildung 1 liegen und unter Umständen im Falle unelastischer Nachfrage der jeweiligen Exportgüter mit einer Schrumpfung des Sozialprodukts verbunden sein (Punkte links von C). Im Falle unelastischer Nachfrage auf den Weltmärkten würde auch eine geldpolitische Expansion als Kompensationsstrategie scheitern. Dies hätte weitere Abwertungen zur Folge und einen Rückgang der Exportwerte, da bei stagnierendem Exportvolumen der Preis pro Einheit (gerechnet in Inlandswährung) fiele, während die Importkosten entsprechend anstiegen. Hinzu kommt, da der Anstieg des Realzinsniveaus von einer einzelnen, währungspolitisch dominierenden Volkswirtschaft ausgeht, daß der dort erreichte Zuwachs im Sozialprodukt die weitere Determinante für das Wachstum der nationalen Nettoexporte darstellt.

Für Volkswirtschaften hingegen, deren Exportgüter einer preiselastischen Nachfrage gegenüberstehen, ist eine Anpassung über die Nettoexporte möglich, die in diesem Falle von der Absorptionsfähigkeit für ausländische Importe seitens der dominierenden Volkswirtschaft abhängt. Dadurch ist es möglich, Punkte zwischen C und A zu erreichen, wobei eine mäßige geldpolitische Restriktion zudem die Preisstabilität sichert.

Eine andere geldpolitische Strategie ist bei positiven Zinsdifferenzialen vonnöten. Wie sich unmittelbar an der Graphik (Abb. 1) ablesen läßt, ist in

diesem Fall eine geldpolitische Expansion nötig, um eine Reduktion des Sozialprodukts zu verhindern. Ein gegenüber dem Weltzinsniveau überhöhter inländischer Zinssatz würde zu sinkenden Nettoexporten (Linksverschiebung der IS-Kurve) führen, während eine geldpolitische Expansion den Spielraum eröffnet, die durch das sinkende Weltzinsniveau vorgegebene Expansionsmöglichkeit auszuschöpfen (Bewegung entlang der IS-Kurve).

#### IV. Anpassungsverläufe 1980 - 1985

Die vergangenen Jahre liefern ein breites empirisches Material zur Stützung der Aussagen dieses Modells. Die amerikanische Wirtschaftspolitik zu Beginn der achtziger Jahre in ihrer Verbindung von restriktiver Geld- und expansiver Fiskalpolitik hat zu einem steilen Anstieg des Realzinsniveaus in den Vereinigten Staaten geführt. Ausgehend von negativen realen Zinssätzen Ende der siebziger Jahre stieg ab 1980 das Zinsniveau steil an und erreichte 1982 real über 10 v. H.<sup>8</sup> Die Zinsunterschiede zu den anderen Industriestaaten weiteten sich aus und erreichten zeitweilig fünf Prozentpunkte gegenüber der Bundesrepublik und Japan<sup>9</sup>.

Aufgrund der Dominanz des US-Dollars auf den internationalen Kapitalmärkten – rund 80 % der internationalen Kredite lauten auf US-Dollar<sup>10</sup> – bedeutete diese Entwicklung eine Erhöhung des Weltzinsniveaus.

Je nach der Wettbewerbsfähigkeit der nationalen Exportgüterpalette auf dem US-Markt ergaben sich Anpassungsprozesse unterschiedlicher Art. Da aufgrund einer restriktiven Fiskalpolitik der wichtigen Industrieländer außerhalb der USA das Weltsozialprodukt nicht wesentlich gestiegen ist<sup>11</sup>, konzentrierte sich der Anpassungsverlauf auf die Aufnahmefähigkeit der Vereinigten Staaten für ausländische Importe. Die Kombination von zinsbedingter Abwertung gegenüber dem US-Dollar mit steigender Inlandsnachfrage in den Vereinigten Staaten<sup>12</sup> erhöhte zwar die Exportchancen von

<sup>8</sup> s. Internationaler Währungsfonds, Jahresbericht 1986, S. 6.

<sup>9</sup> Die Zinsdifferenz für Staatsanleihen gegenüber den Vereinigten Staaten (Rendite von US-Staatsanleihen abzüglich der Rendite alternativer Staatsanleihen in der Bundesrepublik), hatte im Januar 1985 noch 4,28 Prozentpunkte betragen, schrumpfte jedoch bis zum Januar 1987 auf 1,28 Prozentpunkte; s. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Siebenundfünfzigster Jahresbericht, Basel 1987, S. 72.

<sup>10</sup> Eigene Berechnungen auf der Grundlage von IMF, International Financial Statistics, Washington 1986 und Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 55. Jahresbericht, Basel 1985.

<sup>11</sup> s. International Monetary Fund, World Economic Outlook, Washington 1986, S. 21.

<sup>12</sup> 1983 stieg die reale Inlandsnachfrage in den USA um 5,1%, 1984 um 8,3% und lag somit erheblich über den restlichen Mitgliedern der Zehnergruppe, deren reale

Volkswirtschaften außerhalb der USA, doch nur insoweit, als deren Produkte auf dem amerikanischen Markt preiselastischer Nachfrage gegenüberstanden. Ist dies nicht der Fall – so beispielsweise bei Rohstoffen, insbesondere bei Rohöl – so führt eine Abwertung nicht zu erhöhten Nettoexporten, sondern unter Umständen zu steigenden Leistungsbilanzdefiziten<sup>13</sup>. Für diese Volkswirtschaften führte der Zwang zur Anpassung an das erhöhte Weltzinsniveau dazu, daß eine Schrumpfung des Sozialprodukts hingenommen werden mußte. Eine Anpassung konnte nur mittels restriktiver Geldpolitik erreicht werden; ein Gesamtgleichgewicht ist zwar grundsätzlich auf der Geraden  $iW$  erreichbar; dieses käme jedoch unterhalb des ursprünglichen Volkseinkommensniveaus zu liegen.

Für Volkswirtschaften, deren Exportgüter auf dem US-Markt eine elastische Nachfrage vorfinden, war eine Anpassung über erhöhte Nettoexporte möglich. Für diese Länder – insbesondere die Bundesrepublik und Japan – bestand die optimale Strategie darin, der von der US-Geldpolitik vorgegebenen Tendenz zwar zu folgen, die Zinsunterschiede aber mit Verzögerung zu schließen, um die Niederbewertung der heimischen Währung beizubehalten. Dadurch war es möglich, daß der Anpassungsprozeß hauptsächlich von der außenwirtschaftlichen Seite getragen wurde und die Geldpolitik lediglich ergänzend hinzutrat. Es war so möglich, Punkte rechts von C (s. Abb. 1) zu realisieren.

## V. Neue Anpassungsphase seit 1985

Mitte 1985 kam dieser Anpassungsprozeß zum Abschluß. Die Realzinsniveaus zwischen der Bundesrepublik und den Vereinigten Staaten haben sich weitgehend angeglichen und im Einklang mit dem zugrunde gelegten Modell sich auch die Währungsrelationen wieder angepaßt<sup>14</sup>.

Damit stellt sich für die deutsche Geldpolitik das Anpassungsproblem mit anderen Vorzeichen. Angesichts der seit Mitte 1985 rasch expandierenden Geldmenge in den USA und der für 1986 und 1987 konzipierten Fortsetzung der Geldmengenexpansion<sup>15</sup> ergibt sich die Tendenz eines weiteren Absinkens des Weltzinsniveaus.

---

Inlandsnachfrage 1983 im Durchschnitt lediglich um 1,15% und 1984 um 2,66% zunahm; Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Siebenundfünfzigster Jahresbericht, Basel 1987, S. 33 und eigene Berechnung.

<sup>13</sup> Vgl. *Rose, K.*, *Theorie der Außenwirtschaft*, München 1986, S. 64 ff.

<sup>14</sup> Als Kriterium für die „Anpassung“ wird hier der langfristige Durchschnitt der bilateralen realen Wechselkurse seit 1976 zugrunde gelegt; vgl. hierzu auch Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Sechsendfünfzigster Jahresbericht, Basel 1986, S. 168.

Ein gegenüber dem Weltzins überhöhtes Zinsniveau in der Bundesrepublik hätte eine weitere Aufwertung der DM zur Folge. Diese Entwicklung wäre mit einer Zunahme der Kapitalimporte in die Bundesrepublik und einer erneuten Destabilisierung des Dollars verbunden. Ein Beibehalten des hohen Realzinsniveaus in der Bundesrepublik würde somit zu einer Anpassung führen, die vom Rückgang der Nettoexporte und der entsprechenden Abschwächung des Sozialprodukts getragen wäre.

Dieses Ergebnis wäre die Folge einer Passivität der Geldpolitik (unveränderte Lage der LM-Kurve). Demgegenüber ergibt sich bei expansiver Geldpolitik, daß ein Rückgang des Sozialprodukts vermieden wird und das vom sinkenden Weltzinsniveau ausgehende Wachstumspotential ausgeschöpft werden kann.

Diese Wachstumsoffensive wäre zudem ohne destabilisierende internationale Kapitalbewegungen möglich. Ein höheres Wirtschaftswachstum würde ohne Abwertung des Dollars die Importe anregen und den weltwirtschaftlichen Spielraum schaffen, in denen der schrittweise Abbau der amerikanischen Haushalts- und Handelsbilanzdefizite durch eine koordinierte Wirtschaftspolitik der Industrieländer zu bewerkstelligen wäre.

## VI. Ausblick

Die dominierende Stellung des US-Dollars auf den internationalen Finanzmärkten hat es den Vereinigten Staaten erlaubt, eine wirksame Fiskalpolitik zu führen und zugleich Wachstumsimpulse für die Weltwirtschaft bereitzustellen. Zugleich bewirkte diese Wirtschaftspolitik, indem der Anpassungsdruck maßgeblich auf die rohstoffexportierenden Volkswirtschaften verlagert wurde, daß die Weltinflation eingedämmt wurde. Hier von profitierten vor allem exportorientierte Volkswirtschaften wie die Bundesrepublik, Japan, aber auch die „asiatische Viererbande“ Hongkong, Taiwan, Singapur und Südkorea – durchwegs Länder, die in hohem Maße auf Rohstoffimporte angewiesen sind. Das vom Export getragene Wirtschaftswachstum konnte hier in Verbindung mit desinflationären Tendenzen erzielt werden.

In den Vereinigten Staaten wurde das Wirtschaftswachstum von der Fiskalpolitik in ihrer Verbindung von expansiven Staatsausgaben und Steuer-

---

<sup>15</sup> Die jährliche Änderungsrate von M1 erreichte 1985 und 1986 mit 12,1 und 15,3% Rekordhöhen. Während im ersten Quartal 1987 das Wachstum von M1 noch 13,1% betrug, schrumpfte es im zweiten Quartal 1987 auf einen Anstieg von 6,4%; s. Monetary Policy Report to Congress, in: Federal Reserve Bulletin, August 1987, S. 643.



senkungen getragen. Die restriktiv orientierte Geldpolitik zusammen mit der von den Importen ausgehenden Dämpfung des Preisniveaus führte auch hier zu einem Wachstum bei Desinflation.

Diese Konstellation beinhaltete eine Spaltung der Weltkonjunktur, auf deren benachteiligter Seite zum einen die ölexportierenden Länder, zum anderen die hochverschuldeten lateinamerikanischen Staaten standen, die sich die Möglichkeit, am US-amerikanischen Importsog zu profitieren, durch eine falsch angelegte expansive Geldpolitik verbauten.

Seit der zweiten Jahreshälfte 1985 haben sich diese Konstellationen grundlegend verändert. In den USA verlieren die expansiven Impulse, die von der Fiskalpolitik ausgehen, zunehmend an Kraft; zugleich ist angesichts der erreichten Staatsverschuldung die Möglichkeit eines erneuten fiskalpolitisch getragenen Aufschwungs immer geringer geworden, während die von der Anpassung des Dollarkurses ausgehende Ausweitung der Nettoexporte noch nicht greift. Andererseits birgt eine Fortsetzung der expansiven Geldpolitik in den Vereinigten Staaten die Gefahr einer neuen Inflationswelle, wodurch der Effekt der Dollarabwertung auf die Handelsbilanz von Preissteigerungen kompensiert würde.

Für die Bundesrepublik hingegen ist zu den preisdämpfenden Effekten, die vom Rückgang der Rohstoffpreise (in US-Dollar gerechnet) ausgegangen waren, die von der Aufwertung der DM hervorgerufene Reduktion der Importpreise hinzugetreten. Die Gefahren, die von einer expansiven Geldpolitik auf die Preisniveaustabilität in der Bundesrepublik ausgehen könnten, sind deshalb begrenzt.

In dem Maße jedoch, wie in den Vereinigten Staaten eine wieder restriktiver werdende Geldpolitik zu verfolgen ist, wird in der Bundesrepublik ebenfalls eine Neuorientierung nötig, wenn verhindert werden soll, daß es erneut zu extremen Schwankungen in den Währungsrelationen kommt<sup>16</sup>.

Um neue Wachstumsimpulse bereitzustellen, ist somit erforderlich, daß sich der prozeßpolitische Schwerpunkt der deutschen Wirtschaftspolitik von der Geld- auf die Fiskalpolitik verlagert und – um zu verhindern, daß eine neue Phase der Staatsverschuldung eingeleitet wird – dieser Prozeß durch ordnungspolitische Maßnahmen ergänzt wird.

---

<sup>16</sup> Bei einem erneuten Höhenflug des US-Dollars wäre es zudem in den Vereinigten Staaten kaum noch möglich, den protektionistischen Druck in Schach zu halten.

## VII. Ergebnis

Welche Gründe die Strategie der Deutschen Bundesbank de facto immer auch bestimmt haben mögen, die hier durchgeführte Analyse bestätigt die Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank als die adäquate Strategie. Dies gilt sowohl für den Anpassungsprozeß in den Jahren 1980 bis 1985 als auch für die Geldmengenexpansion seit 1986, die sich als Reaktion auf das sinkende Weltzinsniveau, ursprünglich auf die expansive Geldpolitik des Federal Reserve Systems darstellt. Die Analyse macht darüber hinaus deutlich, daß eine internationale Abstimmung der Wirtschaftspolitik zwischen den wichtigen Industrieländern unabdingbar geworden ist. Die empfindlich auf Zinsniveau-Unterschiede reagierenden internationalen Geld- und Kapitalmärkte rufen bei geld- und fiskalpolitischen Alleingängen massive Störungen des Außenhandels hervor, die auf die Binnenwirtschaft übergreifen. Angesichts der Fehlbeträge in der Leistungsbilanz wird dies auch der amerikanischen Administration deutlich vor Augen geführt. Ihr Abbau erfordert ebenso wie die Rückführung der Fehlbeträge im amerikanischen Staatshaushalt, daß das Wirtschaftswachstum in den USA sich fortsetzt. Dies bedarf der Unterstützung durch Wachstumsimpulse seitens der anderen Industrieländer, die um so dringender werden, wie die fiskalpolitischen Anstöße in den Vereinigten Staaten im Zuge des dort notwendigen Abbaus des Haushaltsdefizits zurückgehen. Eine expansive Geldpolitik in der Bundesrepublik hat so auch dazu beigetragen, die Rahmenbedingungen zu schaffen, in denen die Konzeption und Durchführung einer abgestimmten wirtschaftspolitischen Strategie der Industriestaaten erleichtert wird. Um die weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte weiter aufzulösen, wird jedoch immer dringlicher, daß in den wichtigen Industriestaaten außerhalb der USA die Geldpolitik von der Fiskal- und Ordnungspolitik zur Bereitstellung der Wachstumsimpulse abgelöst wird.

## Zusammenfassung

### Internationale Determinanten der Geldpolitik

Ausgehend von einem um das internationale Zinsniveau erweiterten *Fleming-Mundell-Modell* wird gezeigt, welche Anpassungsprobleme als Folge der Geld- und Fiskalpolitik der währungspolitisch dominierenden Volkswirtschaft auftreten. Bei einem policy-mix aus expansiver Fiskal- und restriktiver Geldpolitik bedingt die Erhöhung des Weltzinsniveaus, daß Volkswirtschaften mit nachfrageelastischer Exportstruktur durch eine restriktiv ausgerichtete Geldpolitik die vom Anstieg des Zinsniveaus ausgehenden wachstumsdämpfenden Effekte durch erhöhte Nettoexporte kompensieren können, während Volkswirtschaften mit unelastischer Export-

struktur diese Anpassungsmöglichkeit nicht offensteht, wobei eine expansiv orientierte Geldpolitik in diesen Ländern die Ungleichgewichte noch verschärft.

Die Anwendung dieses Modells auf die amerikanische Wirtschaftspolitik der 80er Jahre liefert einen konsistenten Erklärungsansatz für die weltwirtschaftlichen Entwicklungen während dieses Zeitraums und führt zur Empfehlung, in den kommenden Jahren den Schwerpunkt des wirtschaftspolitischen Mitteleinsatzes von der Geld- zur Fiskal- bzw. Ordnungspolitik zu verlagern.

## Summary

### International Monetary Policy Determinants

It is shown on the basis of a *Fleming-Mundell* model extended by the international interest rate level what adjustment problems arise in the wake of the monetary and fiscal policies of a national economy dominant in terms of exchange rate policy. With a policy mix of expansionary fiscal and restrictive monetary policies any increase in the international interest rate level invariably means that economies with a demand-elastic export structure as a result of restrictive monetary policies are able to compensate the growth-dampening effects that emanate from the rise of the interest rate level by increasing their net exports, whereas no such adjustment policy exists for economies with inelastic export structures; expansionary monetary policies in these countries would even aggravate the existing imbalances.

The application of this model to US economic policies in the 1980s helps to provide a consistent explanation of economic developments throughout the world during that period and leads to the recommendation to shift in the coming years the emphasis in the use of economic policy tools from monetary to fiscal and regulatory policies, respectively.

## Résumé

### Déterminants internationaux de la politique monétaire

A partir d'un modèle de *Fleming-Mundell*, élargi avec le niveau des taux d'intérêt international, l'auteur montre quels sont les problèmes d'adaptation pouvant se poser à la suite de la politique monétaire et fiscale des économies, dont la politique monétaire est dominante. Là où une politique mixte est pratiquée, à savoir une politique fiscale expansive et une politique monétaire restrictive, l'augmentation du niveau des taux d'intérêt mondial a l'effet suivant: les économies, dont les exportations sont élastiques à la demande, suite à une politique monétaire restrictive, peuvent compenser le ralentissement de la croissance, dû à la montée du niveau des intérêts, en accroissant les exportations nettes; les économies, par contre, dont les exportations sont inélastiques, n'ont guère la possibilité de s'adapter de cette manière, et une politique monétaire expansive dans ces pays ne fait encore que renforcer les déséquilibres.

L'application de ce modèle à la politique économique américaine des années 80 explique de façon consistante les développements mondiaux de cette période et conseille de concentrer la politique économique des années à venir, non plus sur la politique monétaire, mais sur la politique fiscale.