

# Der unaufhaltsame Abstieg eines Leitwährungslandes

Von Hans-Joachim Stadermann, Berlin

## I. Gab es ein US-\$-Paradox?

Die gegenwärtige Auf- und Abentwicklung der US-\$-Kurse wird als ein im Grunde unerklärtes Phänomen von der Wirtschaftswissenschaft hingegenommen. Ein Land, das so extrem hohe Schulden seiner öffentlichen Haushalte aufgetürmt hat und weiter aufzutürmen beabsichtigt, dessen Handelsbilanzdefizit sich nach 100 Mrd. \$ mißt<sup>1</sup>, muß, wenn der Kurs des Dollar sinkt, einen verfallenden Wechselkurs haben, heißt es. Am Devisenmarkt dominieren die optimistischen Einschätzungen der US-Konjunkturerwartungen, heißt es, wenn der \$-Kurs steigt. Warum aber die Erwartungen mal die Verschuldungsbeurteilung überwiegen und ein anderes Mal nicht, bleibt vollkommen undiskutiert.

Da war es sicher einfacher, den Kursanstieg von gestern schnell zu vergessen, wenn der \$ fiel und umgekehrt. Wurde man daran erinnert, daß Kaufkraftparität und Wechselkurs unmöglich so wie in der vorherrschenden Theorie der monetären Wechselkursbestimmung verknüpft sein könnten, blieb nur noch die Behauptung eines Dollar-Paradoxes oder Prognosenotstandes.

Wie immer handelt es sich bei einem Paradox um ein mit bestimmten Vorurteilen des Betrachters nicht zu vereinbarendes Eintreten von Ereignissen und nicht um eine fehlerhafte oder unregelmäßige Reaktion des Objektes der Wissenschaft. Die Natur macht keine Sprünge, die Wirtschaft innerhalb einer gegebenen Wirtschaftsordnung auch nicht.

Paradox ist das zu beobachtende Geschehen in der Tat nur aus der Sicht der vorherrschenden Theorie der monetären Wechselkursbestimmung. Aus der Sicht einer Theorie der Geldwirtschaft, wie sie sich aus dem von *Keynes* hinterlassenen Handwerkskasten formulieren läßt, ergibt sich vollkommene Übereinstimmung zwischen Theorie und Erfahrung. In einer solchen Theorie wird die Produktion grenzüberschreitend durch das Knapphalten von Produktionsprozessen mittels beschränkender Kreditverträge gesteuert. Die

---

<sup>1</sup> Vergleiche hierzu: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 1. 7. 1985, Seite 9.

gegen die Nationalität der als Krediteinheit genutzten Währung vollkommen gleichgültigen Vermögensbesitzer und Anbieter von Kredit, zwingen über die Konkurrenz des Kreditmarktes die Zentralbanken mit konvertierbarem Notenangebot, ihre Emission genügend knapp zu halten, um die Kreditbeschränkung der Produktion realisierbar zu machen.

Von den Vermögen in Geldform, die als Kreditbasis dienen, gilt heute nicht minder als zur Zeit der Physiokraten das, was *Quesnay* darüber geschrieben hat, sie „sind verholene Reichtümer, die weder König noch Vaterland kennen.“<sup>2</sup> Sie wenden sich dann, wenn sie einen, dem Einkommensanspruch der Vermögensbesitzer genügenden Überschuß aus der Bewirtschaftung der Ressourcen in der Produktion in einer Währung nicht mehr ziehen können, Einlegern anderer Währungen zu und expandieren ihren Kredit dann auf dieser Grundlage.

Die Geschichte liefert zahlreiche Beispiele dafür, daß eine von den Vermögensbesitzern präferierte Währung diese Gunst nicht stabilisieren konnte. Der Mittelpunkt der Finanzwelt verlagerte sich dann stets zu dem Ursprungsort der neuen Krediteinheit. Die Oberitalienischen Städte der Renaissance verloren die dominante Stellung ihrer Bankhäuser an die Bank von Amsterdam und diese konnte in der Auseinandersetzung mit der Londoner Bank von England nicht bestehen.

Nicht immer freilich ist das alte Zentrum unter dem ersten Ansturm gefallen. Großbritanniens Bank von England zum Beispiel erreichte eine erfolgreiche Verteidigung ihres Vorranges und auch eine Niederlage. Ersteres geschah 1821<sup>3</sup> in der Nachfolge des großen napoleonischen Krieges, letzteres geschah 1929<sup>4</sup> als Abschluß des großen europäischen Krieges von 1914 bis 1918. Den Anlaß zu beiden Ereignissen lieferte jeweils die erhebliche Verschuldung der öffentlichen Haushalte infolge einer Kriegsfinanzierung.

Gemeinsam ist beiden Fällen, daß sie nicht durch freiwillig gezeichnete Anleihen sparer Haushalte und Unternehmen finanziert werden konnten, sondern die öffentlichen Haushalte Defizite durch direkte Zentralbank-

<sup>2</sup> „Qu'on n'espère de ressources pour les besoins extraordinaires d'un État que de la prospérité de la nation et non du crédit des financiers, car les fortunes pécuniaires sont des richesses clandestines qui ne connaissent ni roi ni patrie.“ *F. Quesnay, Œuvres économiques et philosophiques, A. Oncken* (Hrsg.), Frankfurt a. M. 1888, S. 337.

<sup>3</sup> Siehe hierzu die beiden Beiträge von *D. Ricardo*, *Der hohe Preis der Edelmetalle*, ein Beweis für die Entwertung der Banknoten; in: *D. Ricardo*, *Grundsätze der politischen Ökonomie und der Besteuerung*, *F. Neumark* (Hrsg.), Frankfurt a. M. 1974, S. 317 ff. und ders.: *Zollschutz zugunsten der Landwirtschaft* (1822), in: *D. Ricardo*, *Kleinere Schriften*, Band I, Jena 1922, S. 65 ff.

<sup>4</sup> Siehe hierzu: *D. Aldcroft*, *Die Zwanziger Jahre; Geschichte der Weltwirtschaft im 20. Jahrhundert*, *W. Fischer* (Hrsg.), Band 3, München 1978, S. 148 ff.

kredite oder die Schaffung von Notstandsnoten unter Verletzung der Deckvorschriften überbrückten.

1821 gelang es der Bank von England, gegen den massiven Widerstand insbesondere der Grundherren über eine rigide Deflationspolitik, den Briten den erforderlichen Minderkonsum zum Ausgleich der Kriegsausgaben nachträglich aufzuerlegen. Das geschah, indem sie Gold importierte und so Leistungsbilanzüberschüsse erzwang. Die so erworbenen Edelmetallreserven setzte sie nicht zu einer Kreditexpansion ein, sondern die Bank prägte Münzen und zog mit diesen die Noten aus dem Verkehr<sup>5</sup>. Der bei *Ricardo* beschriebene Vorgang verschweigt allerdings, wie die Bank das Edelmetall importieren konnte. Er deutet die Wandlung von Papier in Gold als Verknappung des Pfundes, was allerdings wenig überzeugend ist. Vielmehr muß die Bank, um Gold erwerben zu können, Zins tragende Aktiva angeboten haben. Per saldo wurden die englischen Exportüberschüsse derart statt in Geld in nicht monetären Aktiva „bezahlt“. Das Prägen von Münzen war dagegen völlig überflüssig. Das Gold hätte ebensogut in der Bankreserve verbleiben können, wenn es dort nicht Anlaß zur Notenvermehrung gegeben hätte.

Nach dem europäischen Krieg von 1914 - 1918 ist der Bank von England eine vergleichbare Politik nicht möglich gewesen. Der Anlaß dazu wäre freilich gegeben gewesen durch eine externe Verschuldung des Vereinigten Königreiches bei den USA<sup>6</sup>, aber die Vermögensbesitzer der Vereinigten Staaten hatten sich noch nicht abgewöhnt, ihre Vermögen in englischen Pfund zu halten. Hätte die Bank von England unter diesen Umständen den Briten den zur Entschuldung erforderlich gewesenen Minderkonsum auferlegen wollen, so hätte die Deflation, die zur Rückkehr zur alten Goldparität im Jahre 1925 führte, nicht genügt. Es wäre die Stabilisierung eines weit höheren Kurses des Pfundes erforderlich gewesen.

Stattdessen erlaubten die Gewohnheiten der fremden Vermögensbesitzer in Großbritannien Wirtschaftsbedingungen, die nur in Gläubignationen ausgeschöpft werden können. Erst 1929, als die US-Vermögensbesitzer Pfundvermögen in Gold wandelten, wie es ihnen die Einlöseverpflichtung der Bank von England zusicherte, wurde durch den Verlust der englischen Edelmetallreserven schlagartig deutlich, welchen Stand die Kreditbeziehungen zwischen New York und London hatten.

---

<sup>5</sup> *D. Ricardo*, Zollschutz, S. 69.

<sup>6</sup> Siehe: *C. P. Kindleberger*, Die Weltwirtschaftskrise; Geschichte der Weltwirtschaft im 20. Jahrhundert, *W. Fischer* (Hrsg.), Band 4, München 1973, S. 26. Über die Anstrengungen, die England für nötig hielt, um die alte Parität weiter verteidigen zu können, siehe den „*Cunliffe-Report*“, Währung, Wechselkurs und Volkswirtschaft nach dem Kriege, deutsch: *H. Hirschstein* (Übersetzer und Hrsg.), Berlin 1919.

Selbstverständlich war es eine Voraussetzung dafür, daß die Vorherrschaft am Kreditmarkt auf den US-\$ übergehen konnte, daß das Edelmetall in den USA in den Zentralbankkellern verschwand und nicht zu der, der Goldparität entsprechenden Expansion des Zentralbanknotenangebotes geführt hat. *Friedman* und *Schwartz*<sup>7</sup> irren daher, wenn sie behaupten, es hätte im Belieben des US-Zentralbanksystems gestanden, die Weltwirtschaftskrise zu vermeiden und auch insofern, als sie im Übergang der Vorherrschaft im Kreditmarkt vom Pfund zum Dollar offenbar eine Belanglosigkeit sehen.

Die Krise war der Preis des Leitwährungswechsels. Das Verfolgen einer Politik des der Goldparität mehr als genügenden knappen Geldes in den USA hat verhindert, daß Großbritannien eine für die Verteidigung des Pfund-Standards erforderlich gewesene knappere Pfund-Dollar-Relation etwa durch eine entsprechende Entknappung des \$ hätte erreichen können.

Statt wie 1821 das Edelmetall im Lande zu halten und Güter zu exportieren, mußte England unter diesen Umständen zusehen, wie Edelmetallexporte seine Importüberschüsse ausglich. Die rigide Geldpolitik der USA zwang den Zusammenbruch des Pfundkurses herbei. Der unter diesen Umständen in England zur Verteidigung der alten Goldparität erforderlich gewesene Zinssatz war undurchsetzbar geworden, nachdem die Deflationspolitik die Arbeitslosigkeit im Lande bereits auf eine unvorstellbar noch zu steigende Höhe getrieben hatte. Die Abwertung des Pfundes fand freilich am Ende nur gegen das Edelmetall statt, das statt bei der Bank von England inzwischen bei der Federal Reserve der Vereinigten Staaten eingelagert war. Da die Forderungen des Kreditmarktes, anders als die Kriegsschulden Englands gegenüber den öffentlichen Haushalten der USA, nicht in \$, sondern in Pfund kontrahiert waren, hätte eine Abwertung des Pfundes gegen den \$ auch eine Entschuldung gegen die US-amerikanischen Einleger am englischen Kreditmarkt bedeutet. Aus einer Sicht der Theorie der Geldwirtschaft ist daher nichts Überraschendes dabei, daß die US-Währungsbehörden die Abwertung des Pfundes gegen den \$ konterkarieren mußten, indem auch der \$ um 40% gegen das Gold abgewertet wurde und so die alte Parität zum Pfund wiederhergestellt wurde.

Im Ergebnis hat das dem Pfund nichts genutzt. Die Goldbestände, die die Basis der Kreditgewährung waren, lagerten in New York und nicht mehr in London. Eine Kreditexpansion war entsprechend in US-\$ und nicht mehr in Pfund möglich, nachdem der Bankenkrach die dubiosen Forderungen am Kreditmarkt entwertet hatte.

---

<sup>7</sup> *M. Friedman / A. Jacobson-Schwartz, A Monetary History of the United States, 1867 - 1960, Princeton 1963, S. 360.*

Daß auch die USA den verlorenen Krieg in Vietnam extern und durch eine Schaffung von Zentralbankgeld in der Form von expandierenden Schulden des öffentlichen Haushaltes finanziert haben, ist frühzeitig bereits als ein Grund für das am Ende der 60-er Jahre entstandene  $\text{\$}$ -Überschußangebot, das zum fixen Wechselkurs nur widerwillig von den durch das Währungssystem von Bretton-Woods gebundenen Zentralbanken aufgenommen wurde, angenommen worden.

Die von  $\text{\$}$ -Zuströmen betroffenen Zentralbanken bemühten sich freilich, wenn sie nicht wie die französische die Goldbestände des Fort Knox ausräumten, die Übertragung der Inflation von den USA auf das Inland dadurch zu unterbinden, daß sie die gegen sie gerichteten  $\text{\$}$ -Bestandszuwächse durch Re-Exporte von Dollar zu vermindern bemüht waren. Sie boten  $\text{\$}$  auf off-shore- $\text{\$}$ -Märkten an. Als Nachfrager trafen sie dort hauptsächlich auf US-Geschäftsbanken, die den Weltkreditmarkt dominierten. Diese nahmen auf dem Euro-Dollar-Markt und vergleichbaren Märkten genau jene Dollar auf, die sie in den USA zurückwiesen. Möglich war das, weil die auf den off-shore- $\text{\$}$ -Märkten nicht existierenden Mindestreservvorschriften auf  $\text{\$}$ -Einlagen für dort zu gewährende Großkredite lukrativ machten, die es in den USA nicht waren.

Die im Verhältnis zur Preisentwicklung in den USA fallenden Zinsen bremsten die Kreditexpansion wegen der verminderten Kosten der Großkreditgewährung auch bei US-amerikanischen Vermögensbesitzern nicht.

US-Dollar-Vermögen, die nicht für die Gewährung von Großkrediten außerhalb der USA eingesetzt wurden, fanden wegen der inflationsbereinigt sinkenden Zinsen keine lohnende Anlage mehr. Die Kredit anbietenden Vermögensbesitzer wurden dadurch gedrängt, Einlagen in fremder Währung zu werben und aus diesen das Kreditgeschäft zu expandieren.

Die Eigentümer von  $\text{\$}$ -Vermögen erfuhren, daß ihre Einlagen am Kreditmarkt durch Niedrigstzinsen unterhalb der Inflationsrate praktisch abgewiesen wurden. Niedrige Habenzinsen im Inland und steigende Nachfrage nach US-Exporten direkt oder indirekt aus den schnell wachsenden Großkreditanleihen auf den off-shore-Märkten beschleunigten die US-Inflation und erweckten bei Schuldern und Gläubigern die Erwartung, daß der  $\text{\$}$ -Kurs nicht weiter zu stabilisieren sei und entsprechend eine Abwertung der  $\text{\$}$ -Schulden mit der Abwertung des  $\text{\$}$  einhergehen werde.

Unter den für Leitwährungen typischen Bedingungen führt die Fremdwährungsnachfrage zur Schaffung einer auf andere Währung lautenden Kreditbasis nicht zu einer automatischen Thesaurierung der im Kreditmarkt überschüssigen Notenbestände durch die Zentralbank. Das ist nur

in Nicht-Leitwährungsländern mit uneingeschränkter Konvertierbarkeit durch Auflösung der Devisenreserven der Zentralbank möglich. Im Leitwährungsland führt dagegen die Steigerung des Angebotes eigener Währung am Kreditmarkt immer dann zu einem Wechselkursverlust, wenn nicht eine gesonderte Politik der Verknappung des Geldangebotes von der Emis-sionsbank durchgesetzt werden kann.

Zu einer derartigen Politik konnte sich die Federal Reserve erst 1978 entschließen. Zwischenzeitlich wendete sich die öffentliche US-Schuld und die ein Vielfaches dessen ausmachenden \$-Angebote aus den Transaktionen der Vermögensbesitzer, die das Kreditgeschäft nicht mehr auf der \$-Basis betreiben wollten, auf andere Weise gegen die USA. Das schnell steigende \$-Angebot zwang, wie es die Spekulation vorhergesehen hatte, die Zentralbanken der Länder, denen es beständig zuströmte, die Stabilisierung des \$-Kurses aufzugeben.

Der Kreditmarkt war nun nur noch zu ungewöhnlich niedrigen Zinsen bereit, das gesamte Angebot aufzunehmen. Damit stürzte der Kurs der amerikanischen Währung regelrecht ab.

Die unmittelbare Folge war eine weitere Inflationsbeschleunigung in den USA. Sie resultierte sowohl aus der Verteuerung der Importe als Kostendruck auf die Produktion als auch als Nachfragesog aus den emporschnellenden Exporten.

Den Haushalten in den USA wurde damit ein weit größerer Minderkonsum aufgezwungen, als dies durch die auslösende Steigerung der Zentralbanknotenmenge bedingt gewesen wäre. Entsprechend kam es in den Ländern, die die komplementären Aufwertungen ihrer Währungen erlebten, zu einem rasch steigenden Lebensstandard. Ganz deutlich geschah dies in der Bundesrepublik Deutschland, wo ungeachtet „explodierender“ Rohölpreise und der hohen, durch die Kursveränderung der DM erzwungenen Unterbeschäftigungsrate, eine nach dem Krieg beispiellose Steigerung der Wohlfahrt in der 70er Jahren eingetreten ist.

Eine schnell fallende Wohlfahrt im Inland und der Verlust außenpolitischen, mit \$ zu bewirkenden Einflusses zwangen die US-Regierung bereits am Ende der *Carter*-Verwaltung, durch geeignete Zentralbankpolitik die Vermögenssicherungsfunktion des Geldes wiederherzustellen.

Das zinsdrückende, mit Bezug auf den Einkommensanspruch der Kreditmarktanbieter überreichliche Angebot von \$ mußte durch eine Angebotsverknappung der Zentralbank beseitigt werden. Die Kreditnachfrager im Inland mußten gezwungen werden, über steigende Zinsen außerhalb der USA gehaltene US-\$ auf den heimischen Kreditmarkt zurückzuholen. Ins-

besondere mußten aber ein dem Überangebot entsprechender Teil der Zentralbanknoten durch Wandlung in zinstragende Aktiva am offenen Markt von der Bundesreserve abgezogen werden.

Je weiter der Zins und damit auch wieder der Kurs des \$ stieg, desto lohnender war es, die auf dem US-Markt einem verknappten Angebot ausgesetzte Kreditnachfrage zu befriedigen. Die im Ausland vorhandenen Dollar-Bestände wurden entsprechend weniger gegen den US-Gütermarkt als Nachfrage gewendet und entsprechend versiegte auch das beständige Recycling dieser Dollar-Vorräte auf die off-shore-Märkte.

Auch jene Vermögensbesitzer, die zuvor Einlagen in anderen Währungen erworben und auf deren Grundlage ihr Kreditgeschäft expandiert hatten, konnten nun wieder an das Halten von \$-Vermögen denken.

Die \$-Nachfrage, die durch die Flucht aus dem \$ weit überproportional zur Steigerung der amerikanischen Zentralbankgeldmenge gefallen war, stieg nun entsprechend wieder überproportional zur Notenverknappung an. Die Welthandelsländer, die sich an die Vorteile eines schwachen Dollars und einer festen eigenen Währung gerade gewöhnt hatten, beklagten nun die „Überbewertung“ des Dollars bereits, als dieser noch nicht einmal 2/3 seines vorherigen Kurses erreicht hatte.

Zum Klagen Anlaß gab, daß die infolge der steigenden Wohlfahrt schlagartig expandierten staatlichen Reformvorhaben im Bildungssektor, in der sozialen Sicherung, im Bereich der Infrastrukturpolitik und dort insbesondere im Bereich Technologie- und Forschungsförderung, sich plötzlich mit steigenden \$-Kursen und entsprechend abnehmender Absorption heimischer Erzeugung als „unbezahlbar“ erwies. Der schnelle Brüter in Kalkar ist eines der herausragenden Beispiele. Es handelt sich bei diesem und anderen Vorhaben nicht um Forschungsruinen, sondern um Anlagen, deren expandierende Kosten nicht weiter finanzierbar waren, nachdem der \$-Kurs gestiegen und Vermögen abnehmend in DM gehalten wurden. Zwischen den beschlossenen öffentlichen Ausgaben und den infolge der Hochzinspolitik zur Abwehr des Vermögensverlustes sinkenden öffentlichen Einnahmen tat sich eine Schere auf, die nur durch hoch zu verzinsende Kredite geschlossen werden konnte.

Der währungspolitische Erfolg der US-Zentralbank schaffte aber auch schmerzliche Nebeneffekte in den USA. Vermögensbesitzer und vor allem die Geschäftsbanken, die auf off-shore-Märkten kurzfristige \$-Kredite zu noch relativ niedrigen Zinsen ausgeliehen hatten, erlebten nun, daß ihre Kreditnehmer bei den steigenden Zinsen am Markt Refinanzierungsprobleme bekamen. Die Schwellenländer und Staatshandelsländer hatten die

kurzfristigen Kredite genutzt, um die heimische Absorption ungeachtet zum Beispiel der steigenden Rohölpreise annähernd verteidigen zu können.

Die Refinanzierungsbedingungen waren nun durch die \$-Verknappung so verändert, daß die jetzt zuübernehmenden Zinslasten in keinem Verhältnis mehr zu den Exportsteigerungsmöglichkeiten dieser Länder standen.

Bis in die Gegenwart ist es nicht gelungen, durch Schaffung neuer Liquidität in Form von Sonderziehungsrechten, eine endgültige Lösung des Problems durch Zuweisung der Verluste, die zu erwarten sind, abzuschließen. Alle Umschuldungsbemühungen, Moratorien und Schöpfung neuer Liquidität haben bisher nur aufschiebende Wirkung gehabt. Die endgültige Verteilung der inzwischen auf ungefähr 1 000 Mrd. \$ angestiegenen unsicheren Forderungen ist noch nicht definitiv entschieden. Das Problem besteht dabei nicht darin, daß eine Rückzahlung des Kredites ausgeschlossen werden kann. Kein Vermögensbesitzer würde eine solche Rückzahlung verlangen. Die Fähigkeit, Zinsendienst zu leisten, muß aufrechterhalten werden können. Die Verteidigung der Bereitschaft der Schuldnerländer, Zinsendienst zu leisten ist gleichbedeutend mit der Verteidigung der Verbindlichkeiten, die gegen sie bestehen.

So wie die Geschäftsbanken mit \$-Forderungen gegen die Schuldnerländer ein großes Interesse daran haben, daß über die Entknappung anderer Währungen die Dollar-Nachfrage der Schuldner stabilisiert werden kann und nicht wegen Zahlungseinstellungen wegfällt und den \$ erneut überschüssig macht, wehren sich die Zentralbanken, insbesondere des Zehnerclubs durch Schaffung weiterer SZR, einen Beitrag zur Entknappung ihrer Währungen zu leisten.

Ganz entsprechend findet auch am Kreditmarkt keine Expansion statt. Das Geschäft bleibt bei hohen Zinsen gering, weil jede Expansion des Kreditangebotes der Gefahr ausgesetzt ist, daß ein Zusammenbruch der Zahlungsfähigkeit der extern hoch verschuldeten Länder mit zu geringen Reserven im Verhältnis zu den Ausleihungen in den Strudel eines Bankenkraches gezogen zu werden.

Jenseits des Kreditmarktes verbesserte sich die Situation der Vereinigten Staaten jedoch kräftig. Der steigende Wechselkurs des \$ verstopfte die außenwirtschaftliche Flanke der US-Wirtschaft, über die erhebliche Wohlfahrtsverluste durch „Exportenerfolge“ bislang hingenommen werden mußten. Die Außenhandelsbilanz kehrte sich um. Ein mit dem Wechselkurs rasch steigender Importüberschuß ließ die Inlandsversorgung mit Gütern erheblich steigen und brachte das Preisniveau gerade so auf moderate Steigerungsraten wie es die Wohlfahrt in die Höhe brachte.



Die Unsicherheit auf dem Kreditmarkt verhinderte allerdings, daß der Importüberschuß auf die im Gläubigerlande entsprechende Weise in der Zahlungsbilanz ausgeglichen werden konnte. Es gab keine dazu hinreichende Steigerung der Zins- und Profittransfers nach den USA, sondern einen Kapitalimport. Der Kapitalimporteure war der öffentliche Haushalt der Vereinigten Staaten. Angetreten war die *Reagan*-Verwaltung zwar mit dem Anspruch, eine vermeintlich zu hohe Staatsschuld abzubauen. Die Verknüpfung von Inflation und Staatsschuld im Gedächtnis, hatte man geglaubt, nur durch Sparmaßnahmen die Preise herunterzubekommen. Stattdessen schien die Haushaltspolitik bei der Quadratur des Zirkels erfolgreich zu werden, als sie die mangelnde Nachfrage nach US-Dollar auf dem Kreditmarkt durch ihre Nachfragesteigerung ergänzte und damit den Wechselkurs und die Gütermenge durch Importe in die Höhe brachte. Ohne den Amerikanern Minderkonsum abzuverlangen, schien die Hollywood-Kur Amerika nach seinem Tiefpunkt, dem Iran-Desaster, auf bisher unerreichte Höhen zu heben. Das Weltraumprogramm konnte wieder begonnen werden. Mit der Staatsausgabenexpansion breiteten der alte Wohlstand und der alte Optimismus sich wieder im Lande aus.

Nur bestand so recht eigentlich von Anfang an kein Grund für Optimismus. Die aktuelle Wohlfahrt nahm nur um den Preis einer sich verschlechternden Nettovermögensposition der USA zu. Ein Vergleich der Entwicklungen in den USA der Gegenwart mit den beiden Beispielen Englands in der Vergangenheit erinnerte in vielem an die Zeit vor 1929 und so wenig an das erfolgreiche Ereignis 1821.

## II. Eine neue Prosperität?

Die vorherrschende monetaristische Wirtschaftstheorie deutet die internationalen Phänomene des Wirtschaftens auf der Grundlage einer Theorie der Kaufkraftparität, die hier aktive Kaufkraftparität genannt werden soll. Die aktive Theorie der Kaufkraftparität geht davon aus, daß der Wechselkurs zwischen zwei Währungsräumen sich aus dem Verhältnis der Preisniveaus dieser Räume ergibt. Dabei folgt das jeweilige Preisniveau aus der Geldmenge, dem realen Sozialprodukt und dem Zinssatz. Sie leugnet dabei nicht, daß Finanzaktivitäten Auswirkungen auf den Wechselkurs haben. Nur betrachtet sie diese als Arbitrage- und Spekulationsvorgänge, die vor allem durch unangemessene Zentralbankentscheidungen verursacht werden und auf die eigentliche Parität hinführen.

Demgegenüber wird hier eine passive Kaufkraftparität unterstellt. Sie geht davon aus, daß die Nachfrageveränderungen auf dem internationalen

Kreditmarkt die Wechselkurse bestimmen und diese Anpassungen des Preisniveaus, des Zinssatzes und des realen Sozialprodukts erzwingen.

Die passive Theorie der Kaufkraftparität erlaubt zu zeigen, wie eine steigende Kreditnachfrage durch die öffentlichen Haushalte der USA notwendig zu einem steigenden Wechselkurs und zu einem sinkenden Preisniveau unter sonst gleichen Bedingungen führt. In der Theorie der aktiven Kaufkraftparität erscheint der Dollarkurs dagegen als ein Paradox, das nur durch die Unterstellung von Erwartungen, die die Kaufkraftparität überlagern, beseitigt werden kann.

Für die Dauer steigender \$-Kurse wurde daher unterstellt, daß die \$-Nachfragesteigerungen eine noch weitergehende Belebung der US-Wirtschaft in der Zukunft bedeuteten. Es hätten die Spekulanten dann aber auch erwarten müssen, daß die US-Bundesreserve eine steigende Dollarnachfrage im Aufschwung nicht hinreichend durch ein steigendes Zentralbanknotenangebot neutralisieren werde. Ein solches Verhalten wäre aber unter den gegebenen Umständen kaum plausibel.

Es ist die Diskrepanz zwischen dem Postulat der Theorie und der Wahrnehmung, die einen Theoretiker dazu bewegt, nach vorteilhaften, derartige Erwartungen bestätigenden Ereignissen in der Wirtschaftswirklichkeit zu suchen.

Im Jahre 1985 wiederholte sich, so lange der \$-Kurs stieg, annäherungsweise ein Vorgang, der am Ende der 60-er Jahre bereits zur Konstatierung einer „europäischen Krankheit“ geführt hatte. Jener, durch *Servan Schreiber*<sup>8</sup> zuerst beschworene Europessimismus hat allerdings während der 70-er Jahre gerade keinerlei Bestätigung erfahren.

Statt Europa durch eine vermeintliche allgemeine Überlegenheit in der Technik und durch ein besser geschultes Management in den USA-Wirtschaftsunternehmen zu einer verlängerten Werkbank alles beherrschender multinational investierender Unternehmen aus Amerika zu machen, haben die Vereinigten Staaten die schwerste wirtschaftliche Krise seit ihrem Aufstieg zur führenden Wirtschaftsmacht durchstehen müssen.

Auch bei der Neuauflage dieser Diskussion war wieder von einer technologischen Lücke zwischen Europa und den USA die Rede. Dabei ist heute, vielleicht viel deutlicher als dies noch am Ende der 60-er Jahre der Fall war, aber im Grundsatz nicht anders als damals, ein nur auf Teilbereiche beschränkter Vorsprung in der Technologie und der Technik zu erkennen<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> J. J. Servan-Schreiber, *Die amerikanische Herausforderung*, Hamburg 1968.

<sup>9</sup> Eine Aufarbeitung dieser Frage findet sich für die erste Runde des Europessimismus bei: J. Majer, *Die „technologische Lücke“ zwischen der Bundesrepublik Deutschland und den Vereinigten Staaten von Amerika*, Tübingen 1973.

Andere Bereiche zeigen entsprechende US-amerikanische Defizite. Für die Stahlindustrie, die Automobilindustrie machen rüde Einfuhrhindernisse, für Teilbereiche der Luftfahrttechnik, zum Beispiel bei bestimmten Verkehrsflugzeugen, die permanente Androhung solcher Hindernisse und massive buy-american-Strategien deutlich, wie es um die Wettbewerbsfähigkeit dieser Branchen bestellt ist. Auch das nationale Transportwesen und nicht zuletzt so neuerdings wichtig gewordene Bereiche wie Computer-unterstützte Produktion, Werkzeugmaschinen und Mikroelektronikanwendungen in der zivilen Güterproduktion zeigen durchaus Vorsprünge auch der Konkurrenten der USA in Europa.

Vieles spricht dafür, daß zu Zeiten hoher \$-Kurse staatlich subventionierter technischer Fortschritt in isolierten Sektoren der amerikanischen Industrie eine Nachfrageexpansion bewirkte und damit das Zurückbleiben der Produktivität im allgemeinen gefördert hat. Die spektakulärsten Vorsprünge der USA beschränken sich in der Tat auf Sektoren, in denen reichliche öffentliche Fördermittel die Forschung und Entwicklung durch Strukturpolitik punktuell zu hoher Leistung gebracht haben. Hierbei handelt es sich ganz vorwiegend um Produktionen im Zusammenhang mit militärischen Ausrüstungen und daraus ableitbaren Gütern.

Es mußte schon Wunder nehmen, wie eine Wirtschaftswissenschaft, die ganz überwiegend die Sparsamkeit der öffentlichen Haushalte im eigenen Lande zu fordern oder doch zu loben gelernt hatte, glauben konnte, daß die US-Wirtschaft mit einer genau gegenteiligen Wirtschaftspolitik dauerhaften Erfolg bei der Bekämpfung von Arbeitslosigkeit und Inflation haben könne. Noch überraschender ist nur, daß, nachdem der \$ nun wieder gefallen ist, es alle eigentlich immer gewußt haben.

Allerdings ist die Belegung auf dem Arbeitsmarkt der USA nach wie vor beeindruckend nachhaltiger als in Europa. Kein anderes Industrieland hat vergleichbare Entwicklungen vorzuweisen. Die Vereinigten Staaten zeigen damit, daß ein hohes Maß an Beschäftigungszuwachs nicht unbedingt von der Steigerung der Außenhandelsüberschüsse abhängt.

Die Beschäftigungsexpansion ist vollkommen binnenwirtschaftlich verursacht. Soweit es sich allerdings hierbei um Beschäftigungszuwächse handelt, die unmittelbar aus den expandierten Ausgaben der öffentlichen Haushalte finanziert werden, reflektieren diese und die ihnen entsprechenden Wertschöpfungen direkt die durch externe Verschuldung verschlechterte Nettovermögensposition der USA. Ein weit darüber hinausreichender Bereich gestiegener Beschäftigungsmöglichkeiten spiegelt die sich auftürmende Last externer Schulden indirekt. Die hohe Neuverschuldung der öffentlichen Haushalte halten die Nachfrage nach \$ aufrecht und leisten

damit einen Beitrag zur Stabilisierung seines Kurses. Ohne den hohen Wechselkurs wäre das als Realeinkommen verfügbare Warenangebot in den USA auch entschieden geringer. Das würde auch bedeuten, daß eine Expansion des Dienstleistungssektors, wie sie in den USA realisiert wurde, nicht hätte stattfinden können, wenn nicht durch Kapitalimport der öffentlichen Haushalte die privaten Haushalte in die Lage versetzt worden wären, sich mehr Dienstleistungen leisten zu können.

Nur darf nicht übersehen werden, daß die hohe öffentliche Nachfrage nach \$ auch die Ursache der hohen \$-Zinsen ist. Das hohe Zinsniveau verhindert, daß der Steigerung des aktuellen Realeinkommens in den USA zu Produktivität und Wirtschaftskraft positiv beeinflussenden Folgen führt.

Der Wunsch nach besseren, dem höheren Realeinkommen entsprechenden Wohnräumen beispielsweise führte nicht zu einer Belebung der Bauwirtschaft. Wachsende Investitionen in Immobilien können erst erwartet werden, wenn innerhalb des Planungshorizontes der Bauherren nicht mehr fallende, die derzeitigen Kosten der Erstellung von Häusern nicht reproduzierende Preise für Häuser infolge fallender Zinsen erwartet werden. Abseits der Verwaltungsgebäudebautätigkeit in den Zentren der großen Städte ist die Belebung des Häusermarktes eine nur für Makler und nicht für Bauunternehmer bedeutende Entwicklung.

Die Anzahl der Arbeitsplätze im verarbeitenden Gewerbe geht in den USA zurück. In den ersten fünf Monaten des Jahres 1985 beispielsweise um 163 000. Diese Entwicklung wird überkompensiert durch Arbeitsplatzzunahmen im Dienstleistungsbereich. Allein im Mai 1985 waren es 390 000 zusätzliche Arbeitsplätze im Dienstleistungsbereich<sup>10</sup>.

Die gesteigerten Realeinkommen beanspruchen vorwiegend Hausarbeit substituierende Dienstleistungen und sie alimentieren vor allen Dingen die Nachfrage für die durch Importkontingente geschützten Erzeugnisse der US-Automobilindustrie.

Auch die bis vor kurzem noch ungetrübt optimistisch anmutende Entwicklung an der Wall Street kann unter den herrschenden Nebenbedingungen nicht als ein Indiz eines endgültig zum Positiven gewendeten Konjunkturprozesses gedeutet werden. Dazu bedurfte es keineswegs erst der bemerkenswerten Index-Einbrüche zur Jahreswende. So wie der kreditmarktinduzierte Wechselkurs des \$ die Realeinkommen der privaten Haushalte hat steigen lassen, so alimentierten die öffentlichen Ausgaben im Bereich einer nicht marktgerichteten Produktion öffentlicher Güter die Nachfrage und damit die Kassenüberschüsse in den Unternehmen.

---

<sup>10</sup> Siehe hierzu die Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 10. Juni 1985.

Treten solche Überschüsse in einer Währung auf, die unangefochten die Leitwährungsposition innehat, führen sie zu einer Zinssenkungstendenz über eine relative Verminderung der Kreditnachfrage. Es ist dann der sinkende Zins ein starker Impuls zur Investitionsnachfragesteigerung insbesondere bei langfristigen Produktionsanlagen. Die Voraussetzung dazu ist aber, daß die zusätzliche Liquidität durch Leistungsbilanzüberschüsse und nicht durch expandierende Staatsausgaben entsteht. Unter den in den USA gegebenen Bedingungen ist an eine Ausweitung der Produktion von am Markt abzusetzenden Welthandelsgütern nicht zu denken. Der durch Importüberschüsse bedrängte Markt würde auf Angebotssteigerungen stets mit einem Verfall der Preise antworten.

Eine absolute Expansion der Kreditnachfrage bei relativ sinkenden Zinsen kann aber vor allen Dingen für \$-Kredite nicht realisiert werden, weil der \$-Zins nicht mehr den Zins der anderen Währungen leitet, sondern in eine Abhängigkeit zu Zinssätzen anderer Währungen geraten ist. Tatsächlich ist die \$-Dominanz im internationalen Markt für Kredit seit dem Anfang der 70-er Jahre nicht mehr gegeben. Vielmehr muß der US-Kreditmarkt durch einen über dem Zinsniveau anderer Kreditmärkte liegenden Zins den Abfluß von Kapital beständig verhindern. Diese Prämierung der \$-Haltung übersehen Kommentatoren, die darauf verweisen, daß der Zinsabstand z.B. zwischen der Bundesrepublik Deutschland und den USA sich seit Beginn der \$-Stabilisierungsmaßnahmen im Jahre 1978 halbiert hat. Die Betrachtung absoluter Zahlen führt hier aber in die Irre. Wenn der \$-Zins 17 v.H. und der DM-Zins 11 v.H. betragen hat, lag der erstere um das ungefähr 1,5-fache über dem letzteren. Das war aber auch der Fall, wenn das Verhältnis wie zwischenzeitlich 10,75 v.H. zu 7 v.H. betrug. Inzwischen ist aber der 3-Monats-*Fibor*-Satz bei 4,5 v.H. und unter Banken werden 3-Monats-\$ mit 7,75 v.H. gehandelt. Der absolute Abstand ist also weiter gefallen, aber der \$-Zins beträgt das ungefähr 1,7-fache des DM Zinses.

Die durch die hohe Neuverschuldung der öffentlichen Haushalte in den USA auf hohem Stand gehaltene \$-Nachfrage hat im Zusammenhang mit der Geldpolitik der Federal Reserve nicht nur einen hohen \$-Kurs und die ihm entsprechenden Steigerungen der Realeinkommen in den USA bewirkt. Sie verhinderte und verhindert weiter, daß die Zinsen auf das in anderen Währungen mögliche Gleichgewichtsniveau sinken<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> Die USA verfügen nur noch über die Kraft, durch eine weitere Expansion ihrer öffentlichen Verschuldung den Vermögenszins auf dem internationalen Kreditmarkt mit dem \$-Zins steigen zu lassen. Sie haben jedoch die dem Lande der Gläubigerwährung vorbehaltene Kraft, den Zins durch autonome Währungspolitik zu senken, verloren.

Das gesteigerte Realeinkommen, die Expansion der Nachfrage nach Dienstleistungen und die Unfähigkeit zur Investition in Welthandelsgüterproduktionen haben in den USA also ein und die gleiche Ursache.

Die Realisierung von hohen Kassenüberschüssen in den Unternehmen und die gleichzeitige Unmöglichkeit, den  $\$$ -Zins ausreichend senken zu können, führen zu kurzfristig auflösbar erhofften Engagements an der Börse. An die Stelle der Investition in neue Produktionsanlagen tritt die Spekulation mit dem Altbestand von Wertpapieren.

Die Folge ist eine Inflation der Aktienkurse. Die Brisanz des Vorganges liegt in der Separierung der Kursentwicklung von der kapitalisierten Ertragserwartung. Die Spekulation verliert jegliches Interesse an einer realistischen Einschätzung der langfristigen Ertragskraft der Unternehmen, an denen sie Anrechte erwirbt. Weil die in der kurzen Frist erwarteten Kurssteigerungen, wenn sie mitgenommen werden können, jede denkbare Rendite infolge der Ausschüttungen von Unternehmensgewinnen übersteigen.

Aus den gleichen Gründen wird auch die Diskontpolitik zu einem stumpfen Zentralbankinstrument. Ein Zins, der jegliche Nachfrage nach Kredit zu Investitions- und Konsumzwecken zum Erliegen bringt, kann für Spekulanten als geringfügig per anno eingeschätzt werden, wenn die Kurse der Wertpapiere, die damit erworben werden sollen, auf euphorische Höhen schnellen und binnen Monatsfrist Gewinnmitnahmen erwartet werden, die den Zins erwirtschaften.

Am Ende freilich muß der gesamte stock zum „Schwarzen Peter“ werden. Jeder realistisch urteilende Spekulant wird auch nichts anderes als den Zusammenbruch der Kurse für den Zeitpunkt erwarten, in dem die außerordentliche Kreditnachfrage der öffentlichen Haushalte der USA und damit der wichtigste Grund für den hohen  $\$$ -Kurs und  $\$$ -Zins nicht weiter gesteigert werden kann, weil die Ausweitung der Staatsausgaben in der Gegenwart unter den gegebenen Umständen der Verausgabung nicht zu Steigerungen der Haushaltseinnahmen in der Zukunft führt. Sie stellen derart eine abdiskontierte Minderausgabe in der Zukunft dar.

So unsicher anfangs die Antwort auf die Frage nach dem Zeitpunkt des Endes des exponentiellen Wachstums der Neuverschuldung der öffentlichen Haushalte in den USA zu geben war, so sicher mußte doch immer gewesen sein, daß die Expansion der öffentlichen Kreditnachfrage nicht unbegrenzt möglich ist. Der Grund einer weiteren  $\$$ -Kurssteigerung mußte als einmal wegfallend immer eingeschätzt werden.

Werden die Haushaltsausgaben strikt eingeschränkt, um ein Anwachsen der öffentlichen Schuld zu bremsen, wird entweder der  $\$$ -Kurs ähnlich wie

1973 fallen oder die US-Zentralbank wird das dann schnell und überproportional anwachsende \$-Angebot durch Interventionen an die gesunkene Nachfrage anpassen. Im ersten Fall wird die Inflation das Realeinkommen und im zweiten Fall die Deflation die Beschäftigung bedeutend sinken lassen.

Die Realeinkommensverluste werden durch eine verminderte Absorption einer steigenden Welthandelsgüterproduktion eintreten. Die USA werden weniger Güter importieren und mit Exporterfolgen die in der Vergangenheit aufgetürmten externen Schulden abbauen. Da die Entschuldung in dem Fall zu unter den Stand bei der Verschuldung gefallenen terms of trade stattfinden muß, würde der zu erbringende Minderkonsum in Gütern ausgedrückt den nominellen Kapitaldienst weit übersteigen.

Entschlüsse sich daher die Zentralbank, durch Deflationspolitik den \$-Kurs zu stabilisieren, würde der dazu erforderliche Zinssatz die Beschäftigungsverminderung, die aus den Haushaltsausgabensenkungen unmittelbar folgen, erheblich steigern. Das Ausmaß der Unterbeschäftigung wird so weit steigen, bis eine Verbilligung der US-Exportprodukte bei verteidigtem \$-Kurs auf dem Weltmarkt Exportsteigerungen sichern, die die Verbindlichkeiten aus dem Kapitaldienst aufwiegen. Die Absenkung des Einkommensniveaus würde in diesem Fall nicht auch noch einen terms-of-trade-Verlust umfassen müssen.

Die Alternative besteht zwischen dem Abwertungsfall, der sicher gleichbedeutend mit einem endgültigen Verlust der Leitwährungsfunktion für den US-\$ wäre und dem Fall der Steigerung und Stabilisierung des \$-Kurses auf einem hohen, etwa mit dem vor 1973 bestehenden Niveau durch Deflationspolitik statt durch Neuverschuldung. Nur dieser Fall, der eine Steigerung des \$-Kurses auf ca. 175 v.H. seines derzeitigen Kurses bedeutet, gäbe ihm die Chance wieder unbestritten die Leitwährungsfunktion auszuüben.

Im Abwertungsfall würde ein Wohlfahrtsverlust in Kauf genommen, der eine drastische Reduzierung der Beschäftigung in den USA vermeiden kann. Allerdings muß es auch in diesem Fall zu einer Reallokation der Arbeitskräfte kommen. Das hohe Maß der Beschäftigung im Dienstleistungsbereich und in der nicht marktgerichteten Produktion schafft nur nicht exportierbare Binnenhandelsgüter und muß durch eine Welthandelsgüterproduktion ersetzt werden.

Im entgegengesetzten Fall wird für eine inzwischen kaum noch realistische Chance eine langjährige Unterbeschäftigung nicht nur in den USA, sondern in allen Ländern, deren Währungen sich an dem dann einsetzenden Aufwertungswettlauf beteiligen werden, unvermeidbar sein. Die Welt

befände sich dann heute eher am Beginn als am Ende der zweiten Weltwirtschaftskrise des 20. Jahrhunderts.

In beiden Fällen aber wird es zu einem Rückzug der jetzt an der Börse engagierten Vermögen aus dem Wertpapiermarkt kommen. Für die Besitzer der Wertpapiere wird dann ein ihre Spekulationsgewinne mehr oder weniger übersteigender Verlust eintreten. Im Deflationsfall wird es an dem Kreditangebot mangeln, aus dem die Börseninflation gespeist werden könnte. Im Inflationsfall wird die Ausweitung der Transaktionskassenhaltung nachdem das Abwertungs-Inflationskarussell im Gleichgewicht ist, die liquiden Bestände binden.

Zu lange sind die Anstrengungen der US-Zentralbank zur Konsolidierung der \$-Bestände durch Ausweitung der öffentlichen Ausgaben konterkariert worden, als daß eine schmerzlose Lösung noch denkbar wäre. Die Wiedererrichtung des US-\$ als unbestrittener Standard auf dem internationalen Markt für Kredit ist nicht nur sehr unwahrscheinlich, sondern auch nicht mehr wünschenswert für die Welt außerhalb der USA geworden.

### III. Das Ende des Dollar-Standards?

Tatsächlich drängen auf dem Weltkreditmarkt inzwischen andere Währungen den US-\$ auf den Rang des Zweiten. Erstmals sind 1985 die Ausleihungen in Yen größer als die in US-\$. Zusammen halten diese beiden Währungen aber nur noch ungefähr die Hälfte des Weltkreditvolumens.

Das ist die unmittelbare Folge dessen, was von vielen über Jahre als Erfolg der Wirtschaftspolitik der USA gepriesen wurde. Die dramatische Einwerbung von \$-Krediten durch die öffentlichen Haushalte der USA haben wegen des damit verbundenen hohen \$-Zinsniveaus zugleich andere Kreditnachfrager auf Währungen verwiesen, in denen geringere Zinsen zu zahlen waren. Da nur eine Expansion der Ausleihungen leistungsbilanzwirksamen „Export“ ohne Güterverluste hätte bewirken können, kann man sagen, daß die erfolgreich gesteigerte Wohlfahrt in den USA der Gegenwart durch die Schuldenexpansion der öffentlichen Haushalte gerade den Weg dazu versperrt hat, daß die Vereinigten Staaten wieder Leitwährungsland werden.

Man könnte meinen, das Mißgeschick, nicht Leitwährungsland zu sein, wäre zu verschmerzen, zumal ein Verlust von Edelmetallvorräten, wie ihn London 1929 erfuhr, sich nicht wiederholen kann.

Tatsächlich aber ändert der Umstand, daß jede gewöhnliche Ware, anstelle eines durch die Entscheidung der Währungsbehörden zur Stan-



hardware erklärten Edelmetalls den Zahlungsbilanzausgleich bewirkt, nichts an den Konsequenzen der veränderten Nettovermögensposition der USA.

Natürlich haben die fremden US-\$-Vermögensbesitzer heute nicht die Möglichkeit, zu konstanten Kursen ihr Dollarvermögen in Gold und anschließend in eine andere Währung ihrer Wahl zu konvertieren. Das ist aber zur Sicherstellung ihres Wirtschaftszieles auch nicht erforderlich.

Dadurch, daß die Währungsbehörden der USA Gold zu einer gewöhnlichen Ware gemacht haben, hat sich nur die Form, in der die Vermögen und damit die Basis der Kreditgeschäfte in das Ausland abströmen, verändert. Die USA verlieren in dem Fall, in dem es nicht mehr gelingt, durch Deflation den Leitwährungsanspruch des Dollars zu festigen, Waren an das Ausland.

Jeder \$, den die US-Zentralbank nicht durch Herunterbieten der Kurse festverzinslicher Wertpapiere und einer entsprechenden Steigerung des Zinssatzes in den USA stilllegen kann, wird, wenn Vermögensbesitzer sich wegen des eintretenden Wechselkurs- und Zinsverfalls von dem entsprechend im Kurs steigenden Altbestand hochverzinslicher Wertpapiere trennen, auf eine mit dem fallenden Wechselkurs steigende \$-Nachfrage derer treffen, die US-Güter exportieren wollen.

Während also Großbritannien 1929 seine in Form von Edelmetall aufgeschätzten Forderungen gegen den Rest der Welt so lange verlor, wie es auch als Nettoschuldner noch an der Einlöseverpflichtung festhielt, ohne noch einen Diskontsatz durchsetzen zu können, der diese Bewegung hätte beenden können, verlören die USA in einem solchen Fall anstelle von Forderungen gegen das Ausland ihre Verbindlichkeiten durch Güterexporte. Die Kreditmarktforderungen gegen die USA würden einfach in Gütermarktforderungen umgewandelt.

Mit anderen Worten: Die Aufhebung einer Einlösepflicht oder die gleichbedeutende Erklärung, Schulden nur in gesetzlichem Zahlungsmittel zahlen zu wollen, ist nicht geeignet, Wohlfahrtsübertragungen an Gläubiger abzuwehren. Die Gläubigerforderungen gegen das Schuldnerland sind nicht an eine bestimmte Ware, zum Beispiel weltweit anerkanntes Währungsmetall, gebunden, sondern in jedem beliebigen Welthandelsgut geltend zu machen.

Ein eindrucksvolles Beispiel für einen solchen Vorgang liefert der Abzug der US-Vermögen aus Deutschland im Verlauf der US-amerikanischen Liquiditätskrise von 1929 - 32. Wie in der Gegenwart die USA, so hatte damals das Deutsche Reich durch Netto-Kapitalimporte eine negative Außenhandelsbilanz finanziert. Als mit dem Börsenkrach in den USA sich

die Kapitalzuflüsse ungeachtet der Diskontsatzserhöhungen nicht weiter stabilisieren ließen, konnte selbst die Aufhebung der freien Konvertierbarkeit für die Reichsmark keineswegs verhindern, daß kurzfristige US-Auslandsausleihungen repatriert wurden. Im Jahre 1931 verlor das Reich Auslandsverbindlichkeiten in Höhe von 5,25 Mrd. RM. Die Umkehrung der Handelsbilanz, die das ermöglichte, ist in der folgenden Tabelle abzulesen. Nach der ganz überwiegenden Meinung wird diese Umkehr der Handelsbilanz als Rettung in höchster Not interpretiert<sup>12</sup>. Eine solche Sicht folgt aus dem Unvermögen, sich eine Dominanz der Finanzmärkte über den Saldo der Handelsbilanz im Rahmen einer Theorie mit neutralem Gelde vorstellen zu können.

Auszug aus der Zahlungsbilanz des Deutschen Reiches in Mill. RM	1928	1929	1930	1931	1932
Handelsbilanzsaldo	- 1311	- 44	+ 1558	+ 2778	+ 1052

Vergleichbares läßt sich in der Gegenwart in Brasilien erkennen und auch für die USA selbst mangelt es nicht an einem derartigen Vorgang. Während des Bürgerkrieges von 1861 hörte der Kapitalzustrom aus England auf und kehrte sich um, indem Exportüberschüsse aus dem traditionellen Importüberschußland erzwungen wurden<sup>13</sup>.

Die Vereinigten Staaten sind in der Gegenwart in eine als sehr bedrohlich einzuschätzende Situation durch eine Staatsausgabenexpansion auf der Grundlage importierten Kapitals geraten. Sie können mit nur immer größer werdenden Raten erzwungener Arbeitslosigkeit den Zustand der Nettogläubigernation zurückverlangen und es ist nicht wahrscheinlich, daß dies ohne einen Aufwertungswettkampf der jetzigen Gläubigernationen mit den USA geschehen kann. Eine weltweite Verschärfung der Wirtschaftskrise kann nur abgewendet werden, wenn die USA wie einst Großbritannien die Position des Leitwährungslandes nicht mehr verteidigen kann. Die Wahrscheinlichkeit davon ist um so größer, je weniger die US-Regierung im Vorfeld der Wahlen sich in der Lage sieht, die Deflation einzuleiten.

<sup>12</sup> Siehe zum Beispiel: *R. Stucken*, Schaffung der Reichsmark, Reparationsregelung und Auslandsanleihen, Konjunkturen (1924 - 1930); in: *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876 - 1975*, Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Frankfurt a.M. 1976, S. 278, wo richtig erkannt wird, daß es sich nicht um Exporterfolge, sondern um Importbeschränkungen handelt.

<sup>13</sup> Siehe hierzu: *G.J. Goschen*, *Theorie der Wechsel-Course* (1963), Wien 1876, V. Kapitel, S. 49 ff.

## Zusammenfassung

### Der unaufhaltsame Abstieg eines Leitwährungslandes

Das Papier setzt sich mit der Verarbeitung der \$-Kurs-Entwicklung in der jüngsten Vergangenheit durch die monetäre Theorie der Wechselkursbestimmung auf der Grundlage der Kaufkraftparitätenannahme (KKP) auseinander. Der Ansatz läßt sich nur durch Einfügung sich mit dem \$-Kurs ändernder Argumente an dessen Entwicklung anpassen. Er kann daher für eine Beurteilung anderer als sehr langfristiger Entwicklungen, in denen Kausalitäten nicht mehr zu identifizieren sind, nicht zufriedenstellen. Aus diesem Grunde wird die Annahme, Wechselkurse würden durch nationale Preisniveaus bestimmt (aktive KKP) abgelehnt und eine passive KKP auf der Grundlage einer keynesianischen Theorie der Geldwirtschaft vorgestellt. Es ist darin der Wechselkurs durch die Knappheit der frei konvertierbaren und auf dem internationalen Markt für Kredit konkurrierenden Währungen bestimmt. Die KKP bildet sich durch Preis- und Mengenanpassungen auf den nationalen Ressourcen- und Gütermärkten an das Kreditmarktgleichgewicht heraus. Aus dieser Sicht ist die Wirtschaftspolitik der USA entschieden nachteilig zu beurteilen. Die Höhe des \$-Kurses drückt kein Vertrauen in die US- Wirtschaftsentwicklung aus, sondern sie ergibt sich unmittelbar aus der mehr oder weniger energischen Nachfrage nach Kredit durch die öffentlichen Haushalte der USA. Kapital- und Güterimportüberschüsse alimentieren als Folge davon das hohe Niveau der gegenwärtigen US-Wohlfahrt zu stabilen Preisen. Da die Staatsausgaben ein steigendes Steueraufkommen nicht bewirken werden, ist ein Ende der Fähigkeit zur Staatsschuldenexpansion unvermeidlich. Der Fortfall der Eigennachfrage nach \$ wird den Kursverfall des Dollar auslösen, der inhaltlich ein reines Kreditmarktphänomen ist, nämlich eine steigende Nachfrage nach Nicht-Dollar-Einlagen durch die Kreditanbieter zur Expansion ihrer Kreditgeschäfte auf der Grundlage einer Währung mit überzeugender Vermögenssicherungsfunktion. Hohe Realeinkommensverluste durch „Exporterfolge“ bei gesunkenem Wechselkurs werden dann den Reexport der kreditfinanzierten Gegenwartswohlfahrt aus den USA begleiten und eine Strukturveränderung der Produktion in Richtung auf exportierbare Güter zur Folge haben. Diese Entwicklung ist durch eine scharfe Deflation in den USA vermeidbar, die sich aber mit konkurrierenden Anstrengungen anderer, nach dem Leitwährungsprivileg strebender Währungsräume konfrontiert sehen wird.

## Summary

### The Unstoppable Decline of a Reserve-Currency Country

This paper discusses the response to the most recent dollar rate movements by the monetary theory of determining exchange rates on the basis of assumptions for the Purchasing Power Parity (PPP). This approach can only be adapted on the basis of arguments changing with the dollar rate movements. Therefore, such an approach is unsatisfactory in the assessment of developments other than very long-term ones, in which causalities are no longer identifiable. For this reason, the assumption that exchange rates are determined by national price levels (active PPPs) is rejected. Instead, a presentation of passive PPPs on the basis of a Keynesian money economy

theory is given, which defines exchange rates in terms of the scarcity of currencies that are freely convertible and compete with one another in international credit markets. The PPP is formed by price and quantitative adjustments on national resource and goods markets to the credit market equilibrium. From this angle, a definitely adverse judgement must be passed on US economic policies. The dollar rate level does not reflect confidence in US economic developments, but is the direct result of the more or less vigorous public-sector borrowing requirement in the USA. As a consequence, capital and goods import surpluses support the high level of prosperity in the USA at stable prices at present. Since government spending will not result in any increasing volume of tax revenue, the ability to expand the national debt is invariably bound to come to an end. The cessation of the reverse demand for the dollar will be the cause of the dollar rate decline which, contentually, is a pure credit market phenomenon, i. e. rising demand for non-dollar deposits by credit suppliers to expand their lending operations on the basis of a currency with a convincing wealth securing function. Big losses in real income as a result of "success in exports" at lower exchange rates will then accompany the reexportation of the present creditfinanced prosperity from the USA and result in structural shifts toward the production of exportable products. Such development can be avoided in the USA by sharp deflation which will, however, be confronted with competing efforts of other currency areas striving for the reserve-currency privilege.

## Résumé

### Le déclin irrésistible d'un pays à monnaie-clé

La théorie monétaire de la détermination des taux de change a traité récemment l'évolution du cours du dollar, en se basant sur l'hypothèse de la parité du pouvoir d'achat. L'auteur en discute dans cet article. Il faut introduire des arguments qui se modifient avec le cours du dollar pour que le concept s'adapte à son évolution. Le concept n'est donc pas satisfaisant pour apprécier d'autres évolutions que celles à très long terme dont les causalités ne sont plus identifiables. C'est pourquoi, l'auteur rejette l'hypothèse que les cours de change sont déterminés par le niveau des prix national (parité du pouvoir d'achat active). Il présente alors une parité du pouvoir d'achat passive, en se basant sur la théorie keynésienne de l'économie monétaire. Le taux de change y est déterminé par la rareté des monnaies librement convertibles et en concurrence sur le marché international du crédit financier. La parité du pouvoir d'achat se forme par des adaptations de prix et de quantité sur les marchés des ressources et des biens nationaux à l'équilibre du marché du crédit financier. De ce point de vue, la politique économique des USA doit être jugée tout-à-fait préjudiciable. La valeur du cours du dollar n'exprime aucune confiance dans l'évolution économique américaine. Elle résulte directement de la demande de crédit plus ou moins énergique de l'Etat. En conséquence, les excédents de l'importation de capitaux et de biens alimentent le niveau élevé de la prospérité américaine actuelle, avec des prix stables. Les dépenses de l'Etat ne feront pas s'accroître les rentrées fiscales, voilà pourquoi l'expansion de l'endettement public prendra inévitablement fin. Faute de demande de dollar, le cours de celui-ci chutera. Ceci est un pur phénomène du marché du crédit financier: les offreurs de crédit, désireux d'étendre leurs opérations de crédit

avec une monnaie digne de confiance, demandent de plus en plus des dépôts en monnaies autres que le dollar. De fortes pertes de revenus réels à cause des «résultats d'exportations», avec des taux de change moins élevés, accompagneront alors la réexportation de la prospérité actuelle, financée par crédit, hors des USA, et entraîneront un changement structurel de la production, s'orientant vers les biens exportables. Une sérieuse déflation aux USA peut éviter cette évolution. Elle se verra cependant confrontée à des efforts concurrentiels d'autres pays qui aspirent au privilège de la monnaie-clé.