

# Internationale Wirtschafts- und Währungsprobleme: Floating, Arbeitslosigkeit und Geldpolitik\*

Von Wolfgang Filc, Trier

## I. Monetaristische Deutung zunehmender Arbeitslosigkeit

In seinem weltweit beachteten Vortrag in Stockholm anlässlich der Verleihung des Nobelpreises führte *Milton Friedman* den rapiden Anstieg der Arbeitslosigkeit seit Beginn der siebziger Jahre auf den verstärkten Einsatz der Geldpolitik bei gleichzeitig falscher monetärer Strategie zurück<sup>1</sup>. Danach war die Verstärkung der Rolle der Geldpolitik Folge der enttäuschenden Ergebnisse antizyklischer Fiskalpolitik nach keynesianischem Muster. Dies sei zu begrüßen. Der grundlegende Fehler aber sei, daß Maßnahmen der geldpolitischen Lenkung nicht trendorientiert und regelgebunden ausgerichtet würden, sondern diskretionär und in antizyklischer Absicht. Die Wirkungsverzögerungen der Geldpolitik aber seien nicht exakt einzuschätzen, sondern – so auch die Ergebnisse empirischer Untersuchungen *Friedmans* – von unterschiedlicher Länge. Die Folge sei, daß z. B. Maßnahmen monetärer Expansion häufig erst dann den güterwirtschaftlichen Bereich erreichten, wenn der Tiefpunkt der konjunkturellen Entwicklung längst überwunden sei und eine Überschußnachfrage an den Gütermärkten bestünde. Folglich – so *Friedman* – wirkten die mit der Absicht der Verfestigung der wirtschaftlichen Entwicklung ausgesandten monetären Impulse häufig nicht glättend, sondern im Gegenteil prozyklisch, mit der Folge ständiger Schwankungen von Preissteigerungsraten um einen steigenden Trend.

Ständige und nicht vorhersehbare Schwankungen von Preisindexwerten führten aber zu einem Dilemma: Anders als in den sechziger Jahren – bei geringeren Inflationsraten und größerer Sicherheit in der Einschätzung der

---

\* Vortrag, gehalten vor dem Wirtschaftspolitischen Arbeitskreis des DSGV, Bonn, am 9.7.1982.

<sup>1</sup> Vgl. *M. Friedman*, Inflation and Unemployment: The New Dimensions of Politics, The 1976 Alfred Nobel Memorial Lecture, The Institute of Economic Affairs, London 1977.

künftigen Preisniveauentwicklung – sei es nun für Unternehmen nicht mehr eindeutig erkennbar, ob erhöhte Absatzpreise ihrer Produkte Veränderungen relativer Preise als Ergebnis von Nachfrageverschiebungen darstellten oder allein einen Preisniveauanstieg bei unveränderten relativen Preisen.

Fluktuationen von Preissteigerungsraten erschweren also die Trennung zwischen relativen und absoluten Preisänderungen. Dies – so *Friedman* – führt zu Fehlleitungen unternehmerischer Entscheidungen. Denn: Nehmen Unternehmen bei einem Anstieg des Preisniveaus irrtümlich an, daß sich die Preise ihrer Erzeugnisse stärker erhöht haben als die von Konkurrenzprodukten, so werden sie zu Kapazitätserweiterungen veranlaßt, stellen aber bald fest, daß allein nicht nutzbare Überschußkapazitäten gebildet wurden. Folglich werden Kapazitäten durch Unterlassung von Reinvestitionen abgebaut, und Neuinvestitionen werden wegen der Unsicherheit der Absatzchancen der damit erzeugbaren Produkte hinausgezögert oder gänzlich unterlassen (Investitionslücke). Sinkende Investitionen und dadurch schrumpfende Produktion aber treiben die Arbeitslosenzahlen auch bei Normalauslastung der Sachkapazitäten hoch. *Friedman* nennt das „natürliche Arbeitslosigkeit“.

Auf die Prüfung der Stichhaltigkeit der Argumentationskette *Friedmans* – vor allem des Kausalzusammenhangs zwischen geldpolitischen Maßnahmen und der Entwicklung des Preisniveaus – ist hier nicht näher einzugehen. Vielmehr geht es darum, den Zusammenhang zwischen überraschenden und rasch wechselnden Verschiebungen relativer Preise und von Produktion und Beschäftigung auf die internationalen Wirtschaftsbeziehungen zu übertragen.

## **II. Wechselkurse, Welthandel und Arbeitslosigkeit**

### *1. Wechselkursfluktuationen und Welthandel*

Im Bild muß bleiben: In der Sichtweise *Friedmans* bilden nicht Preissteigerungen per se einen Treibsatz für die Arbeitslosenzahlen, sondern unvorhersehbare und starke Schwankungen von Preissteigerungsraten, welche die Trennung zwischen Änderungen des Preisniveaus – als Ausdruck gleichmäßiger Änderungen aller Preise bei unveränderten Preisrelationen – und Änderungen der relativen Preise erschweren.

Übertragen auf internationale Wirtschaftsbeziehungen folgt daraus: Nicht Wechselkursänderungen für sich genommen bilden einen Störfaktor für den Leistungs- und Kapitalverkehr zwischen den Ländern, sondern

unvorhersehbare und starke Schwankungen realer Wechselkurse. Zur Klärung: Reale Wechselkursänderungen zeigen an, daß sich die Bewertung der Währungen an den Devisenmärkten gelöst hat von der relativen Preisentwicklung der Länder. Das aber beeinflußt Umfang und Richtung des internationalen Leistungs- und Kapitalverkehrs. Der Grund ist: Der Wechselkurs hat eine doppelte Dimension, die als Preis einer Fremdwährung und die als Preisrelation zwischen Währungsgebieten. Für die internationalen Wirtschaftsbeziehungen ist die zweite Dimension des Wechselkurses von zentraler Bedeutung. Denn bei gegebenen Preisen für Güter und Leistungen und gegebenen Erträgen aus Finanzaktiva und Sachaktiva der Länder verändern allein Wechselkursschwankungen die relativen Preise, bestimmen also die internationalen Preisrelationen von Gütern und Leistungen sowie die Ertragsrelationen von Vermögenswerten.

Wird die Differenz zwischen Preisniveausteigerungsraten zweier Länder, der ein gleichgroßer Aufschlag auf das reale Zinsgefälle entspricht, von Wechselkursänderungen stets exakt kompensiert, so gibt es keinen Anlaß für preis-, zins- und wechselkursbedingte Änderungen des internationalen Leistungs- und Kapitalverkehrs. Denn weder verändern sich die realen Preisrelationen von Gütern und Leistungen (terms of trade) noch die Relationen realer Ertragsraten aus Vermögensgegenständen, jeweils gemessen in der heimischen Währung. In diesem Idealfall vollziehen sich die internationalen Wirtschaftsbeziehungen störungsfrei von Wechselkursschwankungen. Der internationale Kapitalverkehr folgt dem realen Zinsgefälle, und der internationale Leistungsverkehr wird bestimmt von Angebots- und Nachfragebedingungen sowie von internationalen Preisrelationen einzelner Güter und Leistungen.

Das ändert sich, wenn Verschiebungen realer Wechselkurse auftreten. Alle anderen Dinge unverändert, sind dann allein Kursbewegungen an den Devisenmärkten bestimend für Änderungen internationaler Leistungsströme, und sie sind dominierend für den Kapitalverkehr zwischen den Ländern.

Stellt sich später heraus, daß Änderungen realer Wechselkurse vorübergehend waren und sich die reale Aufwertung einer Währung in eine reale Abwertung umgekehrt, so stellen Unternehmen fest, daß sie im Vertrauen auf dauerhafte Verschiebungen realer Wechselkurse zu Fehlentscheidungen verleitet wurden. Entscheidungen werden revidiert, Leistungsbilanzsalden und die Richtung des internationalen Kapitalverkehrs kehren sich um. Das Auf und Ab realer Wechselkurse ohne erkennbaren Trend spiegelt sich wider in Schwankungen der Importe und Exporte von Gütern, Leistungen und Kapital. Der Grund: In ähnlicher Weise, wie ständige Schwankungen

6\*

von Preissteigerungsraten in einem Land die Differenzierung zwischen Preisniveauänderungen und Verschiebungen relativer Preise erschweren, behindern starke und sich im Zeitverlauf umkehrende Kursausschläge an den Devisenmärkten die Unterscheidung zwischen transitorischen und dauerhaften Änderungen von Preisrelationen für Güter und Leistungen und von Ertragsrelationen aus Vermögenswerten der Länder.

Wie sind die Erfahrungen mit flexiblen Wechselkursen, also seit der Einstellung von Regelinterventionen gegenüber dem US-Dollar? Zunächst sind starke Schwankungen sowohl nominaler als auch realer Wechselkurse festzustellen. Scharfen realen Abwertungen folgten später ähnlich hohe reale Aufwertungen. Ferner sind die Unsicherheiten in der Einschätzung der künftigen Dollarkursentwicklung emporgeschickt. Schließlich hat sich die Dollarkursentwicklung von den sogenannten „fundamentals“ – etwa der Preisniveau- und Zinsentwicklung und der außenwirtschaftlichen Situation der Länder – gelöst, die offensichtlich keinen systematischen, d. h. zeitinvarianten, Zusammenhang mit der Kursentwicklung an den Devisenmärkten mehr aufweisen<sup>2</sup>. Statt dessen dominieren Wechselkursänderungserwartungen die Wechselkursentwicklung.

Das bedeutet: Der internationale Leistungs- und Kapitalverkehr gerät in den Sog erwarteter Wechselkursänderungen. Wechselkursänderungserwartungen bestimmen maßgeblich die Bewertung der Währungen an den Devisenmärkten, und diese Erwartungen können grenzüberschreitende wirtschaftliche Aktivitäten auslösen oder unterdrücken. *Frenkel* stellt in einer empirischen Untersuchung fest, daß „news“ – etwas freizügig lässt sich das übersetzen als „Gerüchte“ – dominierend sind für Wechselkursänderungen<sup>3</sup>. Dann aber können Gerüchte Aktivitäten an den Güter- und Finanzmärkten der Länder und die internationalen Wirtschaftsbeziehungen entscheidend beeinflussen.

Gerüchte sind keine dauerhafte Basis für wirtschaftliche Entscheidungen. Sehen sich die Akteure später getäuscht, so werden sie ihre Entscheidungen revidieren. Schließlich geht das zu Lasten der internationalen Wirtschaftsbeziehungen: Nachfrage- und Produktionsentscheidungen können sich von den internationalen Märkten weg zu den heimischen Märkten verlagern. Die tatsächliche Entwicklung widerlegt das nicht. Im Gegenteil: Während im Durchschnitt der Jahre 1962 bis 1972 das Welthandelsvolumen mit einer

<sup>2</sup> Vgl. G. Hacche, J. C. Townend, A Broad Look at Exchange Rate Movements for Eight Currencies, 1972 – 80, in: Bank of England, Quarterly Bulletin, Dec. 1981, S. 489 ff.; W. Filc, Devisenmarkt und Geldpolitik, Berlin 1981, S. 107 ff., S. 196 ff.

<sup>3</sup> Vgl. J. A. Frenkel, Flexible Exchange Rates, Prices, and the Role of “News”: Lessons from the 1970s, in: Journal of Political Economy, Vol. 89, No. 4, 1981, S. 665 ff.

Rate von 8,5 v. H. expandierte, hat sich die durchschnittliche Wachstumsrate des internationalen Handels in den Jahren 1973 bis 1980 auf 5,3 v. H. vermindert.

## *2. Folgerungen für die binnenwirtschaftliche Entwicklung*

### *a) Wechselkursflexibilität, Produktionsstruktur und Beschäftigung: Grundsätzliche Zusammenhänge*

Was folgt aus diesen Zusammenhängen für die Produktion und für die Beschäftigung? Das Ergebnis sei vorweggenommen und im folgenden begründet: Heftige und vor allem unvorhersehbare Schwankungen realer Wechselkurse begünstigen den Handelsprotektionismus, und sie können die Produktions- und Nachfrageentscheidungen in Richtung auf eine Umstrukturierung von Welthandelsgütern zu reinen Binnenhandelsgütern beeinflussen. Unternehmerische Fehlentscheidungen führen zu einzelwirtschaftlichen und sozialen Verlusten. Wirtschaftspolitische Maßnahmen in Abwertungsländern werden weniger an binnenwirtschaftlichen Notwendigkeiten als vielmehr an außenwirtschaftlichen Entwicklungen orientiert. Zusammengenommen können diese Faktoren dazu beigetragen haben, daß sich seit dem zweiten Drittel der siebziger Jahre die konjunkturunabhängigen Arbeitslosenzahlen drastisch erhöht haben.

Unsicherheiten in der Einschätzung der Dauerhaftigkeit von Güterpreisrelationen zwischen Ländern infolge schwankender realer Wechselkurse können zu einer Verschiebung der Produktions- und Nachfragestruktur Anlaß gegeben haben: Schrumpfung des Welthandelsgüter produzierenden Sektors, Expansion des Binnenhandelsgüter erzeugenden Sektors<sup>4</sup>. Im konkreten Fall sind Welthandelsgüter von reinen Binnenhandelsgütern schwer zu trennen. Jedoch besteht weitgehende Einigkeit darüber, daß Dienstleistungen – oder umfassender: die Leistungen des tertiären Sektors – zu einem weitaus geringeren Anteil Gegenstand des internationalen Leistungsverkehrs sind als Güter des sekundären Sektors, etwa Maschinen, Ausrüstungsgegenstände und dauerhafte Konsumgüter. Schrumpft der sekundäre Sektor im Gefolge häufiger und heftiger Schwankungen realer Wechselkurse und expandiert der tertiäre Sektor, weil sich Produktion und Nachfrage stärker auf den Binnenmarkt konzentrieren und sich die Produktionsstruktur wandelt, so vermindert sich wegen der geringeren Produktivitätssteigerung im tertiären Bereich im Vergleich zum sekundären Sektor der Einkom-

<sup>4</sup> Vgl. G. Zis, European Monetary System: A Framework for International Monetary Reform?, in: *Intereconomics*, March/April 1982, S. 65 ff.

menszuwachs mit dem Ergebnis einer zusätzlichen Dämpfung der Güternachfrage im sekundären Sektor. Das Einkommenswachstum und die Nachfrage nach Investitionsgütern schwächen sich weiter ab. Folge kann ein Anstieg der Arbeitslosigkeit sein, und zwar auch bei optimaler Auslastung der Produktionskapazitäten.

Das stimmt mit zwei Beobachtungen überein. Erstens hat sich in der Bundesrepublik Deutschland der Anteil des warenproduzierenden Gewerbes an der Bruttowertschöpfung von 52,8 v. H. 1970 auf 47,3 im Jahre 1980 vermindert<sup>5</sup>. Wirtschaftsbereiche des tertiären Sektors verzeichnen dagegen eine Ausdehnung ihrer Wertschöpfungsanteile. Zweitens geht damit einher, daß seit dem zweiten Drittel der siebziger Jahre auch bei guter Konjunktur die Arbeitslosenzahlen nur wenig zurückgehen.

Das kann „strukturelle Arbeitslosigkeit“ sein. Es muß aber nicht „natürliche Arbeitslosigkeit“ im Sinne *Friedmans* sein, also Arbeitslosigkeit, der in erster Linie durch Maßnahmen zur Erhöhung der Mobilität der Arbeitskräfte zu begegnen ist. Der Anstieg der konjunkturunabhängigen Arbeitslosigkeit kann möglicherweise zum Teil auf die starken und unvorhersehbaren Schwankungen realer Wechselkurse zurückzuführen sein, auf die damit verbundenen Schwierigkeiten abzuschätzen, ob Wechselkursänderungen Preisrelationen zwischen Gütern der Länder dauerhaft verschieben, auf die zunehmende Binnenorientiertheit von Produktion und Nachfrage und auf das Zurückbleiben der Welthandelsentwicklung hinter den Zuwachsraten bei festen Wechselkursen.

Trifft diese begründbare Vermutung zu, so ist der Anstieg der Dauerarbeitslosigkeit zum Teil auch „institutionelle Arbeitslosigkeit“, nämlich Ergebnis institutioneller Veränderungen des Währungssystems.

### b) Ein einzelwirtschaftliches Beispiel: VW

Daß das Auf und Ab von Dollarkursen zu Fehlleitungen unternehmerischer Entscheidungen und zur Fehlallokation von Produktionsfaktoren führt, wird besonders plastisch in den Produktionsentscheidungen des VW-Konzerns im Gefolge von Dollarkursänderungen.

Bei einem Dollarkurs von DM 1,70 waren VW-Automobile in den USA unverkäuflich. Zur Wiederherstellung der Konkurrenzfähigkeit wurde die Montage teilweise in die USA verlagert. Bei einem Dollarkurs von DM 2,30

---

<sup>5</sup> Quelle: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 1981/82, Investieren für mehr Beschäftigung, Stuttgart und Mainz 1981, S. 256.

und darüber war es aber wieder lohnend geworden, Autos in Wolfsburg zusammenzubauen und zu verschiffen. Die Reaktion war: Entlassungen und Kurzarbeit in Montagewerken des VW-Konzerns in den USA.

Was folgt daraus? Die reale Außenwirtschaftstheorie (Zolltheorie) zeigt, daß Zölle zu einer nicht optimalen Verteilung der Ressourcen führen können, so daß das Gesamtprodukt, das mit Hilfe der verfügbaren Faktoren erstellt werden kann, schrumpft<sup>6</sup>. Das Ergebnis von Zollbarrieren sind sogenannte „tariff factories“, die ihre Existenz allein dem Versuch des Umgehens von Zollschränken verdanken.

Die scharfen Wechselkursänderungen seit Aufgabe des einheitlichen Festkurssystems zeigten ähnliche Ergebnisse. Sie ließen „exchange rate factories“ entstehen. Diese weisen aber einen entscheidenden Unterschied zu „tariff factories“ auf: tariff factories bleiben so lange bestehen und werden so lange genutzt, wie die Zolltarife sich nicht ändern, während die Nutzung der Produktionskapazitäten von exchange rate factories von Zufälligkeiten der Wechselkursbewegungen abhängt. Das heißt, daß Produktion und Beschäftigung in derartigen Produktionsstätten hauptsächlich bestimmt werden von Wechselkursschwankungen, ebenso wie das Hin und Her von Umfang und Richtung damit im Zusammenhang stehender Direktinvestitionen. Im Ergebnis zeigt sich, daß unternehmerische Entscheidungen durch rasch reversible Schwankungen realer Wechselkurse fehlgeleitet werden können, mit abträglichen Konsequenzen für die Produktion und für die Beschäftigung.

### c) Ein gesamtwirtschaftliches Beispiel: BRD

Änderungen realer Wechselkurse haben unmittelbare Auswirkungen auf das Preisniveau und den realen Verteilungsspielraum und einen mittelbaren Einfluß auf die Gestaltung der Wirtschaftspolitik. Die reale Aufwertung einer Währung dämpft den Preisauftrieb, so daß in den statistischen Meßziffern zur Erfassung von Preisniveauänderungen weniger ausgewiesen wird als auf Fehlentwicklungen im Inland zurückzuführen ist. Zudem bewirkt eine reale Aufwertung einen Zuwachs des inländischen realen Verteilungsspielraums, weil nun für die Hergabe einer gleichen inländischen Gütermenge eine größere ausländische Gütermenge bezogen werden kann. Umgekehrt werden Preissteigerungen bei einer realen Währungsabwertung angefacht, und der Verteilungsspielraum schrumpft.

Bis in das Frühjahr 1980 hinein verzeichnete die D-Mark einen realen Außenwertzuwachs. Dadurch war die deutsche Volkswirtschaft nach der

<sup>6</sup> Vgl. H. Berg, Internationale Wirtschaftspolitik, Göttingen 1976, S. 122 ff.

ersten Ölpreiswelle um die Jahreswende 1973/74 einem geringeren Anpassungzwang ausgesetzt als andere westliche Industrieländer. 1974 etwa verminderte sich wegen der realen DM-Aufwertung der inländische Verteilungsspielraum trotz erheblich verteufter Ölrechnung nur um 1,4 v. H. (terms of trade-Effekt in der Konzeption des Sachverständigenrates)<sup>7</sup>. In den Folgejahren bis 1978, bei nun geringen Ölpreisanhebungen, bescherte die reale Aufwertung der D-Mark der deutschen Volkswirtschaft durch den mit Ausnahme des Jahres 1976 positiven terms of trade-Effekt einen Zuwachs des Verteilungsspielraums sowie eine Dämpfung der Preisentwicklung. Bei Tariflohnabschlüssen und bei der Preisgestaltung der Unternehmen wurde diese aufwertungsbedingte Vergrößerung des Verteilungsspielraums sozusagen als dauerhaftes Himmelsgeschenk einkalkuliert.

Um so schwieriger gestaltete sich dann der Anpassungsprozeß nach der zweiten Ölpreiswelle. Dem zweiten Ölpreisschock gesellte sich noch der Dollarschock hinzu. Die trendmäßige reale Aufwertung der D-Mark schlug um in eine abrupte und zunehmende reale Abwertung der D-Mark. Nicht nur die Ölpreisanhebung heizte die Inflation an, sondern auch die abwertungsbedingte Verteuerung des Imports anderer Vorleistungen und von Enderzeugnissen. Beide Einflüsse – der Ölpreisanstieg und der Dollar-kursauftrieb – verengten den inländischen Verteilungsspielraum<sup>8</sup>.

Der wirtschaftspolitische Anpassungzwang wurde durch diese Umkehrung der Bewertung der D-Mark an den Devisenmärkten verschärft. Die Geldpolitik orientierte sich deshalb bis in das Frühjahr 1982 hinein weniger an binnengesamtwirtschaftlichen Erfordernissen als daran, die Abwertung der D-Mark zu stoppen. Die monetäre Restriktion wäre sicher geringer gewesen, hätte sich der Außenwert der D-Mark nicht so drastisch reduziert.

Manche Laxheit der Wirtschaftspolitik im Anschluß an die erste Ölkrise ist auf die damalige reale Aufwertung der D-Mark zurückzuführen. Die gravierenden gesamtwirtschaftlichen Probleme und die – aus der Sicht der binnengesamtwirtschaftlichen Entwicklung überzogene – monetäre Restriktion nach der zweiten Ölpreiswelle lassen sich nur erklären, wenn die Entwicklung des realen Außenwerts der D-Mark berücksichtigt wird. Erhebliche Schwankungen des realen Außenwerts von Währungen bilden deshalb auf etwas längere Frist ein Störelement für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung.

---

<sup>7</sup> Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung ..., Tab. 15, S. 76.

<sup>8</sup> Ebenda.

### 3. Konsequenzen

Werden die Bausteine zusammengefügt, so ergibt sich das folgende Bild über die Zusammenhänge zwischen Wirtschafts- und Währungsproblemen seit Übergang zu flexiblen Wechselkursen gegenüber dem Dollar. Reale Außenwertänderungen von Währungen bei stark schwankenden, sich von den „fundamentals“ lösenden Wechselkursen bei erheblicher Unsicherheit über den künftigen Wechselkurstrend ziehen eine Fehlallokation von Ressourcen nach sich. Sie beeinflussen das Preisniveau und den Verteilungsspielraum, und sie dämpfen oder verstärken den binnengesellschaftlichen Anpassungzwang an geänderte außenwirtschaftliche Bedingungen. Das Währungssystem wird dadurch zu einem Element der Verunstetigung der Wirtschaftspolitik, die stärker als es sonst geboten wäre diskretionär gegensteuern muß.

Das alles kann dazu beigetragen haben, daß sich seit der Lösung von einem weltweit einheitlichen Festkurssystem die konjunkturellen Ausschläge verstärkt haben und daß die Arbeitslosenzahlen in den Industrieländern konjunkturunabhängig gestiegen sind.

Doch, so ist zu fragen: Was steht auf der Aktivseite der Erfahrungen mit flexiblen Wechselkursen? Werden Nachteile flexibler Wechselkurse nicht aufgewogen oder gar überkompensiert von der stärkeren Wirkungskraft der Geldpolitik? Denn die Verheißung flexibler Wechselkurse war es ja, daß nach Entbindung der Zentralbanken von der Interventionspflicht an den Devisenmärkten die vollständige Kontrolle über das Finanzierungspotential im Nichtbankenbereich und damit geldpolitische Autonomie erlangt werden könnte.

## III. Autonomie der Geldpolitik bei flexiblen Wechselkursen?

### 1. Voraussetzungen geldpolitischer Einflußnahme

Geldpolitische Einflußnahme setzt die Steuerung der Angebots/Nachfrage-Relation an den Finanzmärkten voraus, um auf diesem Wege güterwirtschaftliche Größen bestimmen zu können. Besteht ein gesamtwirtschaftliches Ungleichgewicht bei hoher Arbeitslosigkeit und/oder unerträglich hoher Preissteigerungsrate und soll die Geldpolitik dazu beitragen, diese Fehlentwicklungen abzubauen, so muß ein Ungleichgewicht an Finanzmärkten erzeugt oder verstärkt werden. Konkret: Bei unzureichender Nachfrage im realen Bereich, also an den Gütermärkten und Arbeitsmärkten, sollte die Zentralbank ein Überschussangebot an monetären Märkten her-

beiführen. Gelingt dies, so sinken die Zinsen und/oder der Angebotsüberschuß an den Finanzmärkten drängt unmittelbar als zusätzliche Nachfrage in die Gütermärkte, erhöht die Produktion und vermindert die Arbeitslosigkeit.

Voraussetzung einer wirkungsvollen Zentralbankpolitik ist die Stabilität der Geldnachfrage und des Geldangebots. Doch was heißt das schon? Interpretieren wir die geldtheoretische Fiktion einer stabilen Geldangebotsfunktion so:

- Die Zentralbank muß hinlängliche Sicherheit darüber haben, daß eine steigende Zentralbankgeldversorgung zu erhöhtem Kredit- und Geldangebot der inländischen Geschäftsbanken an den inländischen Nichtbankenbereich führt. Die Zentralbankpolitik ist wirkungslos – kann die Angebots/Nachfragerelation an den monetären Märkten also nicht bestimmen – wenn eine steigende Zentralbankgeldversorgung in das Ausland fließt oder wenn umgekehrt ein Entzug von Zentralbankgeld bei Geschäftsbanken durch Auslandsgeldzuflüsse ausgeglichen wird.

Dem einheitlichen Festkurssystem unter Einschluß des US-Dollars wurde angelastet, daß eine Kontrolle der Zentralbankgeldversorgung ausgeschlossen ist. Nicht die Zentralbank bestimmte die Zentralbankgeldversorgung, sondern die durch Devisenmarktinterventionen garantierte Währungssubstitution auf der Angebotsseite des Finanzierungsprozesses eröffnete Geschäftsbanken die Möglichkeit, die Zentralbanken zu jeder beliebigen Zentralbankgeldbereitstellung zu zwingen. Folglich war die Stabilität der Geldangebotsfunktion nicht gewährleistet: Eine Zentralbank konnte nicht davon ausgehen, daß eine Verringerung der Zentralbankgeldzuführung – etwa durch Kürzung der Refinanzierungskontingente – zu einer Einschränkung des Angebots finanzieller Mittel durch die Geschäftsbanken führte.

Die Lösung vom Dollarstandard stellte die weitgehende Autonomie der Zentralbank in der Bestimmung der Zentralbankgeldversorgung her. Doch das allein genügt nicht, damit Zentralbanken die Bedingungen an den Finanzmärkten kontrollieren können. Erforderlich ist ferner die Stabilität der Geldnachfragefunktion. Interpretieren wir diese geldtheoretische Fiktion so:

- Die Zentralbank muß hinreichende Sicherheit darüber haben, daß eine gewisse Konstanz des Zusammenhangs zwischen binnengesetzlichen Größen – etwa der Preis-, Kosten- und Gewinnentwicklung – und der Nachfrage nach Finanzierungsmitteln besteht, das von inländischen Kreditinstituten bereitgestellt wird.

Bei Übergang zu flexiblen Kursen gegenüber dem Dollar wurde kein Anlaß dafür gesehen, daß die in verschiedenen Ländern in den sechziger Jahren empirisch erhärtete These der Stabilität der Geldnachfrage durch Wechselkursflexibilität ihre Gültigkeit verlieren sollte.

## 2. Einige Erfahrungen

Tatsächlich hat sich nach der Freigabe des Dollarkurses das Finanzierungsverhalten des privaten Nichtbankenbereichs in Deutschland erheblich verändert: Die Finanzierung inländischer Transaktionen mit im Ausland aufgenommenen Krediten hat ein Ausmaß angenommen, das auf eine Verschiebung der Geldnachfragefunktion hindeutet (vgl. Tabelle S. 92).

Die Tabelle zeigt dreierlei:

- (1) Die Forderungen inländischer Kreditinstitute gegenüber dem Ausland sind von 1973 bis 1981 erheblich stärker gewachsen als ihre Auslandsverbindlichkeiten. Betrug die Nettoauslandsposition der Kreditinstitute 1973 noch 13,6 Mrd. DM, so war sie bis 1981 auf 40,7 Mrd. DM gewachsen.
- (2) Die Verbindlichkeiten inländischer Unternehmen aus im Ausland aufgenommenen kurzfristigen Finanzkrediten sind im selben Zeitraum um 51,4 Mrd. DM gewachsen, ihre kurzfristigen Forderungen lediglich um 11,7 Mrd. DM.
- (3) Die kurzfristige Auslandsfinanzierung der Unternehmen wurde und wird also mit wachsendem Anteil in das Ausland verlagert. Machten 1973 die im Ausland aufgenommenen Finanzkredite nur 3,5 v. H. der von inländischen Unternehmen und Privatpersonen bei inländischen Kreditinstituten aufgenommenen kurzfristigen Kredite aus, so war der Anteil bis 1981 auf 23,5 v. H. gestiegen. Die Deutsche Bundesbank stellt in diesem Zusammenhang fest: „Die deutschen Unternehmen dürften damit im Verlauf der letzten beiden Jahre nahezu 40% ihres gesamten kurzfristigen Kreditbedarfs durch solche (ausländische, d. V.) Finanzkredite gedeckt haben<sup>9</sup>.“

Was steht hinter dieser Entwicklung? Zunächst fällt auf, daß sich die Netto-Schuldner-Position der Unternehmenswirtschaft gegenüber dem Ausland in ähnlichem Tempo erhöht hat wie die Netto-Gläubiger-Position

---

<sup>9</sup> Neuere Entwicklungstendenzen im kurzfristigen Kapitalverkehr der Unternehmen mit dem Ausland, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Mai 1982, S. 31.

### Entwicklung der kurzfristigen Auslandsfinanzierung inländischer Unternehmen

Jahresende	Forderungen und Verbindlichkeiten inländischer Kreditinstitute gegenüber dem Ausland (Mrd. DM)		Forderungen und Verbindlichkeiten inländischer Unternehmen aus kurzfristigen Finanzkrediten gegenüber dem Ausland (Mrd. DM)	Forderungen und Verbindlichkeiten inländischer Kreditinstitute an inländische Unternehmen und Privatpersonen (Mrd. DM)	Kurzfristige Buchkredite und Darlehen inländischer Kreditinstitute an inländische Unternehmen und Privatpersonen (Mrd. DM)	Relation zwischen kurzfristigen Auslands- und Inlandskrediten (v. H.)
	Forderungen	Verbindlichkeiten	Verbindlichkeiten	Verbindlichkeiten	Verbindlichkeiten	
1973	56,8	43,2	2,5	5,0	141,8	3,5
1974	72,6	46,3	4,1	10,3	147,1	7,0
1975	102,2	60,2	5,3	14,2	135,4	10,5
1976	116,0	73,5	7,2	16,4	143,8	11,4
1977	124,7	83,3	7,6	25,6	153,8	16,6
1978	136,2	108,2	8,2	27,7	165,6	16,7
1979	145,9	135,8	9,8	26,1	194,5	13,4
1980	169,9	145,3	12,8	42,5	221,1	19,2
1981	194,2	153,5	14,2	56,4	240,5	23,5

Quelle für Grundzahlen: Deutsche Bundesbank.

der Kreditinstitute. Dieser Prozeß vollzog sich kontinuierlich. Der Passivsaldo der deutschen Leistungsbilanz der Jahre 1979 bis 1981, der zu einem Abbau der Nettoauslandsforderungen und damit des Geldvermögens der deutschen Volkswirtschaft in Höhe von rd. 57 Mrd. DM führte, vollzog sich bei der Deutschen Bundesbank und bei den inländischen Nichtbanken, nicht jedoch bei den Geschäftsbanken. Im Gegenteil erhöhte sich ihre Nettoauslandsposition beachtlich.

Zugleich vollzog sich die Expansion der Gründung der Auslandsfilialen und ausländischer joint ventures deutscher Kreditinstitute.

Schließlich fallen diese beiden Entwicklungen zusammen mit einer atemberaubenden Expansion des Euro-Geldmarktes. Betrug das Bruttovolumen des Euro-Geldmarktes 1973 noch 315 Mrd. Dollar, so war es bis Ende 1981 auf 1800 Mrd. Dollar gestiegen. Das entspricht einer Zuwachsrate von 471 v. H.<sup>10</sup>.

Zwischen diesen Einzelercheinungen bestehen Zusammenhänge. Deutsche Kreditinstitute verlagern einen stetig zunehmenden Teil ihrer Kreditgeschäfte mit inländischen Nichtbanken auf Auslandstöchter, und inländische Unternehmen substituieren die Mittelaufnahme bei inländischen Kreditinstituten durch die Finanzierung bei deren Niederlassungen im Ausland.

Diese Geschäfte sind für beide Seiten von Vorteil. Da an den Domizilplätzen des Euro-Geldmarktes bei Fremdwährungstransaktionen allein für die Differenz zwischen Verbindlichkeiten und Forderungen Mindestreserven zu unterhalten sind, sind die „Einstandskosten“ der Mittelherkunft von Auslandstöchtern deutscher Kreditinstitute geringer als die der Mutterinstitute in Deutschland. Dieser Kostenvorteil kann durch einen niedrigeren Kreditzins weitergegeben werden. Folglich stellen Euro-DM-Geschäfte den Kreditgeber – häufig das deutsche Mutterinstitut, das einen Teil seiner liquiden Mittel an seine Auslandstochter überträgt – und den Kreditnehmer – die deutsche Unternehmenswirtschaft – zufrieden: Erträge beim Kreditgeber werden erhöht, Kosten beim Kreditnehmer werden vermindert.

Diese Zusammenhänge gelten in ähnlicher Form für andere Länder. Die extremen Wachstumsraten des Euro-Geldmarktes seit 1973 können deshalb – zumindest teilweise – auf den Übergang zu flexiblen Wechselkursen gegenüber dem Dollar zurückgeführt werden, mit der Folge der Verlagerung des internationalen Verbundes der Finanzmärkte der Länder von der Ange-

---

<sup>10</sup> Quelle: Morgan Guaranty Trust Company of New York, World Financial Markets.

botsseite des Finanzierungsprozesses – der Zentralbankgeldversorgung – auf die Nachfrageseite.

### 3. Konsequenzen

Welche Schlußfolgerungen ergeben sich daraus für die aus der Einstellung der Regelinterventionen gegenüber dem Dollar erhofften Autonomie der Geldpolitik? Außenwirtschaftliche Störungen der Kontrolle des Finanzierungspotentials durch die Zentralbanken haben sich von der Angebotsseite auf die Nachfrageseite verlagert<sup>11</sup>. Was auf der Angebotsseite des Finanzierungsprozesses an Autonomie – nämlich an der Kontrollmöglichkeit der Zentralbankgeldversorgung – gewonnen wurde, ging verloren auf der Nachfrageseite durch zunehmende Verlagerung der Finanzierung auf Auslandsmärkte. Darauf haben Zentralbanken der Länder – wenn überhaupt – nur einen sehr begrenzten Einfluß.

Die Substitution von Inlandsfinanzierung durch Auslandsfinanzierung läßt die Geldnachfragefunktion deshalb als instabil erscheinen. Mehr noch: Es ist fraglich, ob die von der Bundesbank veröffentlichten Zahlen über die monetäre Entwicklung – die Geldmenge, das Kreditvolumen und die Zentralbankgeldmenge – noch hinlänglich genau die tatsächliche finanzielle Alimentierung wirtschaftlicher Aktivitäten ausweisen. Die Auslandsfinanzierung der deutschen Unternehmenswirtschaft wird darin nicht abgebildet, d. h. sie läßt die Geldmenge, das Kreditvolumen und die Zentralbankgeldmenge unverändert, solange das Aktiv- und Passivgeschäft inländischer Kreditinstitute unberührt bleibt. Eine Verminderung der Zuwachsraten dieser Größen muß deshalb nicht auf eine Verlangsamung der monetären Expansion hindeuten, sondern sie kann allein Reflex einer zunehmenden Verlagerung der Finanzierung in das Ausland sein.

Schließlich: Auch die in Deutschland viel beschriebene Änderung des Bankenverhaltens in den siebziger Jahren<sup>12</sup>, die eine grundlegende Änderung der monetären Strategie der Deutschen Bundesbank zur Folge hatte, ist einer anderen Deutung zugänglich. Das Absinken der freien Liquiditätsquote muß nicht unbedingt eine Änderung des Bankenverhaltens ausdrücken, sondern sie kann Ergebnis der zunehmenden Verlagerung des Kreditgeschäfts auf Auslandstöchter sein. Wegen der fehlenden Mindestreserve-

<sup>11</sup> Zu außenwirtschaftlichen Einflüssen auf die Geldnachfrage vgl. W. Filc, Devisenmarkt und Geldpolitik ..., S. 197 ff., Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 1981/82 ..., Ziff. 201.

<sup>12</sup> Vgl. H. Schlesinger, Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank 1967 - 1977, in: Kredit und Kapital, 11. Jg., 1978, S. 17 f.

pflicht der Banken am Euro-Geldmarkt ermöglicht ein Quantum Zentralbankgeld, kanalisiert in das Ausland, einen höheren Kreditzuwachs als im Inland. Verändert hat sich dann der – inländische – Geldangebotsmultiplikator aufgrund von Änderungen institutioneller Rahmenbedingungen, nicht aber in erster Linie das Bankenverhalten.

Der erhoffte Vorteil flexibler Wechselkurse – die Trennung der geldpolitischen Einflußnahme von außenwirtschaftlichen Einflüssen – hat sich nicht realisiert. Ein strafferer Zugriff der Zentralbanken auf die Angebots/Nachfragekonstellation an den monetären Märkten ist nur in dem Maße gegeben, in dem der Zwang zur Änderung der Zentralbankgeldversorgung bei Deviisenmarktinterventionen in einem Festkurssystem schwerwiegender einzuschätzen ist als die Verlagerung der Finanzierung von Nichtbanken in das Ausland bei flexiblen Wechselkursen. Das aber ist nicht zu quantifizieren. Erschwerend kommt hinzu, daß heute – anders als noch vor 10 Jahren – monetäre Aggregate, die als Zielgrößen der Zentralbankpolitik Verwendung finden, den tatsächlichen Finanzierungsprozeß nur noch unvollkommen erfassen.

Diesen zweifelhaften Vorteilen flexibler Wechselkurse für die Wirkungskraft der Geldpolitik steht gegenüber, daß schwankende Wechselkurse Quelle von Störungen im realwirtschaftlichen Bereich geworden sind und nicht unabhängig zu sehen sind von dem seit der Auflösung des weltweitlichen Festkurssystems zu konstatierten Anstieg konjunkturunabhängiger Arbeitslosigkeit. Die Wechselkursentwicklung braucht mehr Stetigkeit. Die geforderte Verstärkung der währungspolitischen Kooperation zwischen Europa, den USA und Japan dürfte auf absehbare Zeit über das Stadium der Hoffnung nicht hinauskommen. Um so wichtiger ist es für die EG-Länder, trotz der sich häufenden Probleme die Funktionsfähigkeit des Europäischen Währungssystems zu erhalten und Fortschritte auf dem Weg einer verstärkten währungspolitischen Integration zu machen.

## Zusammenfassung

### **Internationale Wirtschafts- und Währungsprobleme: Floating, Arbeitslosigkeit und Geldpolitik**

*Milton Friedman* führt den rapiden Anstieg der Arbeitslosigkeit seit Beginn der siebziger Jahre auf die Verstärkung der Rolle der Geldpolitik bei diskretionärer Ausrichtung zurück. So sei die Geldpolitik zu einem Element der Unsicherheit geworden, und geldpolitisch bewirkte Fluktuationen von Preissteigerungsraten erschwerten die Trennung zwischen relativen und absoluten Preisänderungen. Überraschende und rasch wechselnde Verschiebungen relativer Preise aber bewirken

– in dieser Sichtweise – eine Dämpfung der Investitionen, und sie treiben die Arbeitslosenzahlen hoch.

Nichts anderes geschieht, wenn Verschiebungen relativer Preise zwischen Ländern dominiert werden von Schwankungen realer Wechselkurse. Hauptsächlich Kurs schwankungen an den Devisenmärkten bestimmen dann die relativen Preise von Gütern und Leistungen und von Ertragsrelationen von Vermögenswerten, die auf unterschiedliche Währungen lauten. Die heftigen und meist unvorhersehbaren Schwankungen der Dollarkurse seit 1973 begünstigen den Handelsprotektionismus, sie können die Produktions- und Nachfrageentscheidungen zugunsten einer stärkeren Binnenorientierung beeinflussen, und sie verleiten häufig zu einer Orientierung wirtschaftspolitischer Stabilisierungsmaßnahmen an außenwirtschaftlichen Entwicklungen, nicht an binnenwirtschaftlichen Notwendigkeiten. So kann der Anstieg konjunkturunabhängiger Arbeitslosigkeit in den siebziger Jahren möglicherweise auch auf die starken und unerwarteten Schwankungen realer Wechselkurse zurückgeführt werden.

Andererseits hat die Freigabe des Dollarkurses der Geldpolitik nicht zur Autonomie verholfen. Zwar ist der Gestaltungsspielraum der Notenbanken zur Bestimmung der Zentralbankgeldversorgung gewachsen. Für die Bundesrepublik Deutschland zeigt sich aber, daß Unternehmen seitdem die Finanzierung zunehmend in das Ausland verlagern. Die Ausweitung des Gestaltungsspielraums der Zentralbanken auf der Angebotsseite des Finanzierungsprozesses wird dadurch in steigendem Maße aufgehoben durch Substitutionsprozesse auf der Nachfrageseite.

## Summary

### **International Economic and Monetary Problems: Floating, Unemployment and Monetary Policy**

*Milton Friedman* attributes the rapid increase in unemployment since the early nineteen-seventies to the greater role played by monetary policy with a discretionary orientation. Monetary policy, he claims, has become an element of uncertainty and fluctuations of price increase rates triggered by monetary policy make it more difficult to distinguish between relative and absolute price changes. Unexpected and rapidly alternating shifts in relative prices, however, result – seen from this standpoint – in a decline in investments, and they push up the unemployment figures.

The same occurs when shifts in relative prices between countries are dominated by fluctuations of real exchange rates. Then it is chiefly rate fluctuations on the foreign exchange markets which determine the relative prices of goods and services and the relative returns on assets expressed in terms of various currencies. The market and mostly unpredictable fluctuations of the dollar exchange rates from 1973 onwards encourage trade protectionism; they may influence production and demand decisions in favour of closer orientation to the home country; and they often induce orientation of stabilization measures in economic policy to foreign trade developments instead of domestic economic necessities. Hence the rise in trade-cycle-dependent unemployment in the nineteen-seventies may possibly be attributable to the marked and unexpected fluctuations of real exchange rates.

On the other hand, decontrol of the dollar exchange rate did not bring autonomy of monetary policy. True, the central banks have gained more leeway in determining the supply of central bank money. But for the Federal Republic of Germany it has proved that since then firms have sought financing in foreign countries to an increasing extent. The expansion of the leeway of the central banks on the supply side is thus offset to an increasing degree by substitution processes on the demand side.

## Résumé

### Problèmes économiques et monétaires internationaux: flottement, chômage et politique monétaire

*Milton Friedman* attribue la hausse rapide du chômage depuis le début des années soixante-dix au renforcement du rôle de la politique monétaire dont l'orientation est discrétionnaire. La politique monétaire est ainsi devenue un élément d'insécurité, et des fluctuations des taux de hausses de prix d'origine monétaire rendent plus malaisée la distinction entre les modifications relatives et absolues des prix. D'inopinés et fréquents changements des prix relatifs sont cependant la cause – dans cette optique – d'un ralentissement des investissements et d'une croissance du nombre de sans emploi.

Rien d'autre ne se produit lorsque des déplacements de prix relatifs entre pays sont dominés par des fluctuations des taux réels de change. Les fluctuations de taux sur les marchés de devises déterminent principalement les prix relatifs des biens et des services ainsi que les rapports de rendement des valeurs de capital qui sont libellés en monnaies différentes. Les variations profondes et généralement imprévisibles du cours du dollar depuis 1973 favorisent le protectionnisme commercial, peuvent infléchir les décisions de production et de demande vers une plus forte orientation intérieure, et incitent fréquemment à axer les mesures de stabilisation économique sur des développements extérieurs et non sur les nécessités intérieures. L'augmentation du chômage non conjoncturel des années soixante-dix peut donc aussi être imputée aux fortes variations inattendues des cours de change réels.

Par ailleurs, la libéralisation du cours du dollar n'a pas aidé la politique monétaire à asseoir son autonomie. Il est vrai que la marge de manœuvre des banques d'émission pour l'alimentation de la base monétaire a augmenté. L'on constate cependant pour l'Allemagne fédérale que des entreprises transfèrent depuis lors les financements de plus en plus à l'étranger. L'extension de la marge de manœuvre des banques d'émission sur la face de l'offre du processus de financement est ainsi progressivement compensée par des processus de substitution du côté de la demande.