

# Die monetäre Zahlungsbilanztheorie\*

Von Eckhard Knappe, Freiburg

## I. Problemstellung

Das Erklärungsziel der monetären Zahlungsbilanztheorie besteht im wesentlichen darin, eine Antwort auf die beiden folgenden Fragen zu geben:

- Auf welche Ursachen ist — bei festen Wechselkursen — die Zahlungsbilanzsituation eines Landes zurückzuführen?
- Werden durch ein Ungleichgewicht der Zahlungsbilanz Anpassungsvorgänge ausgelöst, die von selbst wiederum zu einem Zahlungsbilanzgleichgewicht zurückführen?

Beide Fragen werden im Rahmen eines einheitlichen und geschlossenen, theoretischen Konzeptes zu beantworten versucht.

Die theoretischen Grundlagen zur monetären Zahlungsbilanztheorie wurden Ende der 60er, Anfang der 70er Jahre insbesondere von *R. A. Mundell* und *H. G. Johnson* entwickelt<sup>1</sup>. Die monetäre Zahlungsbilanztheorie hat in der Folgezeit zahlreiche Erweiterungen und eine breite theoretische Diskussion vor allem im angelsächsischen Sprachraum ausgelöst<sup>2</sup> sowie eine Reihe empirischer Überprüfungsversuche induziert<sup>3</sup>.

---

\* Der vorliegende Beitrag stellt eine erweiterte Fassung des Habilitationsvortrages dar, den der Verfasser am 19.1.1978 vor der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg i. Br. gehalten hat. Den Mitgliedern der Fakultätskonferenz dankt der Verfasser für zahlreiche kritische Anregungen.

<sup>1</sup> Vgl. z. B. *R. A. Mundell*, *International Economics*, New York u. a. 1968, S. 119 ff und *H. G. Johnson*, *The Monetary Approach to Balance-of-Payments Theory*, in: ders., *Further Essays in Monetary Economics*, London 1972, S. 229 - 249, deutsche Ausgabe: *Beiträge zur Geldtheorie und Währungspolitik*, Berlin 1976, S. 221 - 240.

<sup>2</sup> Vgl. *R. Dornbusch*, *Devaluation, Money and Non-Traded Goods*, in: *AER* 63/1973, S. 871 - 880, vgl. *M. Mussa*, *A Monetary Approach to Balance-of-Payments Analysis*, in: *Journal of Money, Credit and Banking* 6/1974, S. 331 - 351, vgl. *J. A. Frenkel/C. A. Rodriguez*, *Portfolio Equilibrium and the Balance-of-Payments: A Monetary Approach*, in: *AER* 65/1975, S. 674 - 688.

<sup>3</sup> Die empirischen Arbeiten werden noch im folgenden zitiert.

Mittlerweile liegen auch eine Reihe deutschsprachiger Übersichtsartikel<sup>4</sup> sowie zwei Readingsbände<sup>5</sup> zum Konzept der monetären Zahlungsbilanztheorie vor.

Die monetäre Zahlungsbilanztheorie unterscheidet sich von den traditionellen Ansätzen der Zahlungsbilanztheorie in drei wesentlichen Punkten:

(1) im Ausgangspunkt der Betrachtung, (2) den unterstellten Verhaltenshypothesen sowie (3) den abgeleiteten Ergebnissen.

### 1. Ausgangspunkt der Betrachtung

Während die traditionellen Zahlungsbilanztheorien in der Regel ausgehen von den einzelnen Teilbilanzen der Zahlungsbilanz (Leistungsbilanz, Kapitalbilanz) und jeweils eigene Bestimmungsgründe für diese Teilbilanzen in einer Analyse der Güter- und Kapitaltransaktionen (Sozialproduktwachstum, Preisniveausteigerung, Zinsniveau u. a.) herauszuarbeiten versuchen, wird die Zahlungsbilanz im Rahmen der monetären Zahlungsbilanztheorie als ein im wesentlichen monetäres Problem behandelt. Folgerichtig ist die Erklärungsgröße der monetären Zahlungsbilanztheorie der Saldo der Devisenbilanz (monetäres Pendant zur Leistungs- und Kapitalbilanz) und folgerichtig werden die Bestimmungsgründe des Devisenbilanzsaldos auch in einer Analyse des nationalen Geldmarktes zu erfassen versucht<sup>6,7</sup>.

<sup>4</sup> E. M. Claassen, Der monetäre Ansatz der Zahlungsbilanztheorie, in: WWA, 111-1975, S. 1 - 23, E. M. Claassen, Monetäre Zahlungsbilanztheorie, in: WiSt 6/1977, S. 253 - 258, M. Hieber, Grundlagen der Monetären Theorie der Zahlungsbilanz, in: WISU 8/1976, S. 365 - 369, A. K. Swoboda, Monetary Approaches to the Balance-of-Payments Theory, in: E. M. Claassen/P. Salin (Hrsg.), Recent Issues in International Monetary Economics, Amsterdam u. a. 1976, S. 3 - 23, deutsche Übersetzung: Monetäre Ansätze des internen und externen Gleichgewichts, in: E. M. Claassen (Hrsg.): Kompendium der Währungstheorie, München 1977, S. 107 - 126.

<sup>5</sup> J. A. Frenkel/H. G. Johnson (Hrsg.), The Monetary Approach to the Balance-of-Payments, London 1976, E. Claassen/P. Salin (Hrsg.), Recent Issues in International Monetary Economics, Amsterdam u. a. 1976.

<sup>6</sup> Vgl. zur Unterscheidung des Ausgangspunktes W. Cézanne/J. Welcker: Geldstromanalyse und Zahlungsbilanztheorie, in: Konjunkturpolitik 1976, S. 226 - 246, bes. S. 227 ff.

<sup>7</sup> Eine Güter- und Kapitalmarktanalyse der Zahlungsbilanz müßte zu denselben Ergebnissen kommen wie eine Geldmarktanalyse der Zahlungsbilanz, da sich nach dem Walrasianischen Gesetz die Geldmarktsituation ermitteln läßt, wenn die Situation auf dem Güter- und Kapitalmarkt bekannt ist. Weisen z. B. bei einer Unterteilung der Volkswirtschaft in einen Güter-, Kapital- und Geldmarkt Güter- und Kapitalmarkt je einen Nachfrageüber-

## 2. *Verhaltenshypothesen*

Die traditionelle Zahlungsbilanztheorie geht davon aus, daß vor allem Sozialproduktwachstum, Preis- und Zinsniveau eines Landes die Zahlungsbilanzsituation bestimmen und daß diese Faktoren wenigstens zum Teil von der nationalen Wirtschaftspolitik (Finanz-, Geldpolitik u. a.) dieses Landes abhängig sind. Eine Reihe verschiedener Faktoren wirken daher auf die Zahlungsbilanzsituation ein.

Demgegenüber geht man im Rahmen der monetären Zahlungsbilanztheorie davon aus, daß für eine kleine, offene und eng mit dem Weltmarkt verflochtene Volkswirtschaft Preis- und Zinsniveau durch den Weltmarkt vorgegeben sind (direkter internationaler Preis- und Zinszusammenhang) und daß auch das Sozialproduktwachstum exogen bestimmt ist. Diese Größen können daher auch nicht primär die Zahlungsbilanz beeinflussen. Daher bestimmt die Wirtschaftspolitik, die nach monetaristischer Vorstellung primär Geldpolitik sein muß, *direkt* die Zahlungsbilanzsituation. Während die traditionelle Zahlungsbilanztheorie vor allem keynesianischen Gedankengängen folgt und von den dort unterstellten Verhaltensannahmen ausgeht, stützt sich die monetäre Zahlungsbilanztheorie vorwiegend auf monetaristische Gedankengänge und Verhaltensannahmen.

## 3. *Abgeleitete Ergebnisse*

Die generelle These der monetären Zahlungsbilanztheorie läßt sich, grob vereinfacht, folgendermaßen zusammenfassen:

- In einem System fester Wechselkurse (und nur für ein solches Wechselkurssystem wurde die monetäre Zahlungsbilanztheorie zunächst entwickelt) wird der Saldo der Zahlungsbilanz eines Landes (hier verstanden als Devisenbilanzsaldo) bestimmt durch Ungleichgewichte auf dem Geldmarkt dieses Landes, und zwar in der Weise, daß Nachfrageüberhänge unmittelbar Devisenbilanzüberschüsse verursachen et vice versa.
- Da die Devisenbilanzüberschüsse das Geldangebot der Volkswirtschaft erhöhen, wird das Geldmarktgleichgewicht durch eine

hang auf, dann besteht auf dem Geldmarkt ein Angebotsüberhang, der der Summe der beiden Nachfrageüberhänge entspricht. Vgl. für eine Herleitung der monetären Zahlungsbilanztheorie aus einer Analyse zweier Gütermärkte, des Kapital- und Geldmarktes. M. Hieber, Grundlagen der monetären Theorie der Zahlungsbilanz, in: WiSu 8/1976, S. 365 - 369, bes. S. 366 ff.

Geldangebotsanpassung abgebaut, wodurch die Ursache des Zahlungsbilanzungleichgewichtes wiederum verschwindet (monetärer Zahlungsbilanzausgleichsmechanismus).

Nach der traditionellen Zahlungsbilanztheorie kann eine expansive Wirtschaftspolitik beispielsweise hohe Wachstumsraten des Sozialproduktes, hohen Preisniveaustieg und ein niedriges Zinsniveau herbeiführen. Ein hohes Sozialproduktwachstum induziert seinerseits hohe Importe, ein hoher Preisniveaustieg begünstigt Importe und erschwert Exporte, und ein niedriges inländisches Zinsniveau läßt den Kapitalexport günstiger werden. Mithin bewirken alle drei Folgewirkungen einer expansiven Wirtschaftspolitik eine Passivierung der Leistungs- und Kapitalbilanz.

Ganz anders werden die Zusammenhänge im Rahmen der monetären Zahlungsbilanztheorie gesehen: hohes Sozialproduktwachstum (das annahmegemäß auf exogene Ursachen zurückgeführt wird), hoher Preisniveaustieg und niedriges Zinsniveau (beide annahmegemäß durch die Weltmarktsituation bestimmt) erhöhen die Geldnachfrage. Steigende Geldnachfrage (relative Verknappung des Geldes) führt jedoch direkt und unmittelbar zu einem Geldzufluß aus dem Ausland, mithin zu einer Aktivierung der Zahlungsbilanz.

Diese kurzen Andeutungen zeigen bereits wesentliche und auf den ersten Blick überraschende Unterschiede zwischen der traditionellen und der monetären Zahlungsbilanztheorie. Im folgenden sollen daher die Grundzüge der monetären Zahlungsbilanztheorie dargestellt und einer kritischen Würdigung unterzogen werden.

## II. Darstellung der monetären Zahlungsbilanztheorie in Grundzügen

### 1. Die geldtheoretischen Grundlagen

Die Situation auf dem nationalen Geldmarkt läßt sich beschreiben durch eine Geldangebotsfunktion und eine Geldnachfragefunktion. Das Geldangebot einer Volkswirtschaft ( $M_s$ ) ergibt sich nach monetaristischer Auffassung als ein konstantes Vielfaches der Geldbasis ( $H$ ):

$$(1) \quad M_s = a \cdot H$$

Dabei kann die Größe ( $a$ ) als Symbol für den Geldschöpfungsmultiplikator interpretiert werden, von dem nach monetaristischer Auffassung angenommen wird, daß er wenigstens mittelfristig konstant ist.

Um eine Verbindung zwischen Binnen- und Außenwirtschaft herzustellen, kann die Geldbasis ( $H$ ) zerlegt werden in eine binnenwirtschaftliche ( $D$ ) und in eine außenwirtschaftliche Komponente ( $R$ ):

$$H = R + D$$

Diese Identitätsbeziehung läßt sich ableiten aus der Identität der Notenbankbilanz eines Landes (vgl. Anhang 1)<sup>8</sup>, derzufolge der Bestand an Zentralbankgeld (Geldbasis  $H$ )<sup>9</sup> identisch ist mit der Summe aus Bestand an Devisenreserven ( $R$ ) und der saldierten Restgröße der Notenbankbilanz ( $D$ ), die unterschiedlich als „heimischer Kredit“, binnenwirtschaftliche Komponente der Zentralbankgeldmenge oder ähnlich bezeichnet wird.

Aus Gleichung (1) und der Identitätsgleichung ergibt sich die Geldangebotsfunktion als:

$$(1a) \quad M_s = a \cdot (R + D)$$

Die Geldnachfrage ( $M_D$ ) wird in Abhängigkeit vom Preisniveau ( $P_t$ ), dem realen Sozialprodukt ( $Y_t$ ) und vom Zinssatz ( $i_t$ ) des Inlandes gesehen. Problematisch ist dabei vor allem die letztgenannte Abhängigkeit: Wenn auch die Meinungen über die Größenordnung der Zinselastizität auseinandergehen und wenn auch die Begründungen für die Zinselastizität der Geldnachfrage keineswegs einheitlich sind<sup>10</sup>, so ist doch heute in der geldtheoretischen Diskussion auch von monetaristischer Seite die folgende Geldnachfragefunktion weitgehend akzeptiert:

<sup>8</sup> Eine klare Aufschlüsselung der definitorischen Grundlagen findet sich bei *Cézanne/Welcker*, Geldstromanalyse . . . , bes. S. 240 f., S. 227 ff.

<sup>9</sup> Geldbasis und Zentralbankgeldmenge werden häufig abweichend definiert, doch sind diese Unterschiede auf dem in der monetären Zahlungsbilanztheorie zugrunde gelegten Abstraktionsniveau von untergeordneter Bedeutung. Vgl. für eine Übersicht über die verschiedenen Definitionen z. B. *D. Duwendag, K.-H. Ketterer, W. Kösters, R. Pohl, D. B. Simmert*, Geldtheorie und Geldpolitik, 2. Aufl. Köln 1977, S. 37 ff. Vgl. auch *M. J. M. Neumann*, Konstrukte der Zentralbankgeldmenge, in: Kredit und Kapital 8/1975, S. 317 - 345.

<sup>10</sup> Vgl. für eine Übersicht über die wichtigsten empirischen Geldnachfrageuntersuchungen den Bericht: The Demand for Money in Thirteen European and Non-European Countries: A Tabular Survey, von *M. M. G. Fase/ J. B. Kuné*, in: Kredit und Kapital 1/1975, S. 410 - 419. Vgl. für eine Begründung der Zinselastizität der Geldnachfrage unabhängig vom Keynesianischen Spekulationsmotiv *A. Oberhauser*, Liquiditätstheorie des Geldes als Gegenkonzept zum Monetarismus, in: Kredit und Kapital 10/1977, S. 207 - 232, bes. S. 222.

$$(2) \quad M_D = f(P_I, Y_r, i_I)$$

Eine explizite Formulierung einer solchen Geldnachfragefunktion, wie sie häufig empirischen Untersuchungen zugrunde liegt, hat dabei die folgende Form:

$$(2a)^{11} \quad M_D = P_I \cdot Y_r^\alpha \cdot \frac{1}{i_I^\beta}$$

Da sich im Geldmarktgleichgewicht Geldangebot und Geldnachfrage entsprechen müssen, lautet die Bedingung für ein Gleichgewicht auf dem Geldmarkt:

$$(3) \quad M_S = M_D$$

$$(3a) \quad a \cdot (R + D) = P_I \cdot Y_r^\alpha \cdot \frac{1}{i_I^\beta}$$

Löst man die Gleichung (3a) nach  $(R)$  auf, so erhält man die Bedingung für den Bestand an Devisenreserven eines Landes im Geldmarktgleichgewicht:

$$(3b) \quad R = P_I \cdot Y_r^\alpha \cdot \frac{1}{i_I^\beta} \cdot \frac{1}{a} - D$$

Üblicherweise legt man den theoretischen Erörterungen der monetären Zahlungsbilanztheorie und den empirischen Untersuchungen nicht die Bedingung für den gleichgewichtigen Devisenreservenbestand  $(R)$ , sondern die Bedingung für die gleichgewichtige Wachstumsrate der Devisenreserven  $(g_R)$  zugrunde.

Diese ergibt sich durch eine formale Ableitung aus der Gleichung (3b) und hat die Form:

$$(3c) \quad \left(\frac{R}{H}\right) \cdot g_R = g_{P_I} + \alpha \cdot g_{Y_r} - \beta \cdot g_{i_I} - g_a - \left(\frac{D}{H}\right) \cdot g_D$$

Die wichtigsten Hypothesen der monetären Zahlungsbilanztheorie lassen sich jedoch auch an Gleichung (3a) und (3b) erläutern<sup>12</sup>. Daher soll im folgenden auch weiterhin von diesen leichter zu durchschauenden Gleichungen ausgegangen werden.

<sup>11</sup> Dabei stellt  $(\alpha)$  die Einkommenselastizität und  $(\beta)$  die Zinselastizität der gesamtwirtschaftlichen Geldnachfrage dar.

<sup>12</sup> Vgl. für die formale Ableitung der Gleichung (3c) den Anhang 2.



sige Kassenhaltung bewirkt daher einen Substitutionsprozeß von Geld in Güter, womit ein Angebotsüberhang auf dem Geldmarkt unmittelbar zu einer steigenden Güternachfrage führen würde, die wiederum bei Vollbeschäftigung ( $Y_7$  ist konstant) zu einer Preisniveausteigerung führen wird. Ein neues Geldmarktgleichgewicht wird daher durch Preisniveausteigerungen und eine damit einhergehende Ausdehnung der Geldnachfrage erreicht. Demgegenüber finden nach keynesianischer Vorstellung die typischen Substitutionsvorgänge zwischen „Geld“ und (festverzinslichen) „Wertpapieren“ statt. Ein überschüssiges Geldangebot wird durch vermehrte Wertpapierkäufe abzubauen versucht, die wiederum zu Kurssteigerungen bzw. Zinssenkungen führen. Diese Zinssenkungen führen nun ihrerseits zu einer Ausweitung der als zinselastisch angesehenen Geldnachfrage: Ein neues Geldmarktgleichgewicht wird also auch nach keynesianischer Auffassung über eine Ausdehnung der Geldnachfrage wieder hergestellt.

Die Monetaristen leugnen diese zweite mögliche Reaktion durchaus nicht; sie gehen allerdings davon aus, daß diese Versuche nicht zu einem neuen Geldmarktgleichgewicht führen werden, denn die Versuche, überschüssige Geldbestände über Wertpapierkäufe abzubauen, werden zwar zu einer Zinssenkung führen, eine Zinssenkung kann aber die gesamtwirtschaftliche Geldnachfrage nicht erhöhen. Nur die Versuche, überschüssige Geldbestände zur Güternachfrage zu verwenden, führen zu einer Erhöhung des Preisniveaus, damit des nominalen Sozialproduktes und schließlich zu höherer Geldnachfrage. Nach monetaristischer Vorstellung ist die Geldnachfrage nämlich vom Volkseinkommen, aber nicht oder nur in sehr geringem Maße von der Zinshöhe abhängig.

Mit diesen monetären Effekten geht außerdem eine Übertragung auf reale Größen einher, denn gibt man realistischerweise die klassische Vollbeschäftigungsannahme auf und berücksichtigt auch zumindestens vorübergehend Unterbeschäftigungssituationen, so werden die Anpassungsreaktionen auf einen Angebotsüberhang auf dem Geldmarkt, die nach monetaristischer Vorstellung zu zusätzlicher Güternachfrage führen, auch die gesamtwirtschaftliche Produktion erhöhen. Auch nach keynesianischer Interpretation induzieren sinkende Zinsen wenigstens in geringem Umfang zusätzliche Güternachfrage nach Investitionen und erhöhen die gesamtwirtschaftliche Produktion.

Im Rahmen der Geldtheorie werden also — wie gesagt — alle Reaktionsmöglichkeiten, die auf der rechten Seite der Gleichung (3a') erfaßt



sind, diskutiert. Ein Geldmarktgleichgewicht wird letztlich durch Anpassungsreaktionen der Geldnachfrage wieder abgebaut: Bei einem Geldangebotsüberhang steigt die Geldnachfrage, weil sich das Preisniveau und/oder das reale Sozialprodukt erhöhen bzw. weil sich das Zinsniveau vermindert und (nach keynesianischer Ansicht) die Geldnachfrage in nennenswertem Umfang vom Zinsniveau abhängig ist<sup>13</sup>.

Neben diesen Anpassungsmöglichkeiten der Geldnachfrage an das Geldangebot werden jedoch in jüngster Zeit Hypothesen diskutiert, die von einer Anpassung des Geldangebotes an die Geldnachfrage ausgehen. Vor allem in der neueren Geldangebotstheorie und in der Liquiditätstheorie des Geldes<sup>14</sup> werden solche flexiblen Reaktionen des Geldangebotes auf ein Geldmarktgleichgewicht untersucht.

So kann in der Situation eines Geldangebotsüberhanges bei unveränderter Zentralbankgeldmenge der Geldschöpfungsmultiplikator sinken<sup>15</sup>, zum anderen kann sich aufgrund von Anpassungsreaktionen der Wirtschaftssubjekte die Zentralbankgeldmenge vermindern, indem die heimische Komponente der Zentralbankgeldmenge ( $D$ ) sinkt. Schließlich könnte auch davon ausgegangen werden, daß ein Überangebot auf dem Geldmarkt das Preisniveau und das reale Sozialprodukt erhöht, sich in der Folge die Leistungsbilanz passiviert und dies zu einem Devisenabfluß und zu einer Verminderung der Zentralbankgeldmenge führt, und zwar infolge einer Verminderung der ausländischen Komponente der Zentralbankgeldmenge ( $R$ ).

Es zeigt sich also, daß infolge eines Geldmarktgleichgewichtes prinzipiell alle möglichen Anpassungsreaktionen auf der Geldangebotsseite auf der Geldnachfrageseite zu erwarten sind. Eine empirisch gehaltvolle Theorie muß nun zweckmäßigerweise eine Aussage darüber enthalten, welches quantitative Gewicht den einzelnen Reaktionsmög-

<sup>13</sup> Vgl. für eine zusammenfassende Darstellung der monetaristischen und der keynesianischen Vorstellungen in dieser Frage: *W. Ehrlicher*, Zur Monetarismus-Diskussion in „Kredit und Kapital“, in: *Kredit und Kapital* 4/1977, S. 429 - 460. Vgl. als Überblick über die verschiedenen Anpassungs- und Transmissionsmechanismen: *M. Willms*, Der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik, in: *WiSt* 10/1972, S. 442 - 446, *R. Pohl*, Die Transmissionsmechanismen der Geldpolitik, in: *Jahrbuch für Nationalökonomie und Statistik* 190/1975/76, S. 1 - 28.

<sup>14</sup> Vgl. *J. Siebke*, Geldangebotstheorie, in: *WiSt* 10/1974, S. 465 - 469. Vgl. *A. Oberhauser*, Liquiditätstheorie des Geldes als Gegenkonzept zum Monetarismus, in: *Kredit und Kapital* 10/1977, S. 207 - 232.

<sup>15</sup> *W. Neubauer*, Über die Unmöglichkeit einer monetaristischen Geldpolitik, in: *Kredit und Kapital* 10/1977, S. 65 ff.

lichkeiten beigemessen werden muß. Hierüber wird im Rahmen der monetären Zahlungsbilanztheorie eine eindeutige Aussage getroffen.

## 2. Anpassungsreaktionen nach der monetären Zahlungsbilanztheorie

Über die im vorhergehenden Abschnitt beschriebenen Anpassungsreaktionen stellt nun die monetäre Zahlungsbilanztheorie folgende These auf: Bei einem Geldmarktgleichgewicht erfolgt die bei weitem schnellste und elastischste Anpassung über eine Variation des Geldangebotes und bei konstantem Geldschöpfungsmultiplikator über eine Veränderung der ausländischen Komponenten der Zentralbankgeldmenge ( $\Delta R$ ) an die jeweilige Geldnachfrage an. Betrachtet man also das Beispiel eines Angebotsüberhangs auf dem Geldmarkt, so erfolgt als elastische und unmittelbare Reaktion ein Devisenabfluß ( $-\Delta R$ ) der über den Geldschöpfungsmultiplikator das Geldangebot der Volkswirtschaft vermindert ( $-\Delta M_s$ ) und im Falle eines Nachfrageüberhangs auf dem Geldmarkt käme es dementsprechend über einen Devisenzufluß ( $+\Delta R$ ) und eine Ausweitung der Geldmenge ( $+\Delta M_s$ ) zu einer Geldangebotsausweitung.

Diese zentrale Hypothese der monetären Zahlungsbilanztheorie wird verständlich, wenn man sich die Annahmen dieser Theorie klar macht.

(1) Für eine *kleine* (d. h. der Anteil des Sozialproduktes am Weltsozialprodukt ist gering), *offene* (d. h. es bestehen keine Beschränkungen des internationalen Güterhandels und Kapitalverkehrs) und *intensiv* mit dem Weltmarkt *verflochtene* (d. h. der Anteil der handelsfähigen Güter und Wertpapiere ist hoch) Volkswirtschaft gilt der direkte internationale Preis- und Zinszusammenhang<sup>16</sup>.

Gilt dieser direkte internationale Preis- und Zinszusammenhang, so sind das Preisniveau und das Zinsniveau einer Volkswirtschaft in Höhe des Weltmarktpreisniveaus und des Weltmarktzinsniveaus determiniert. Das Preisniveau einer kleinen, offenen und intensiv mit dem Weltmarkt verflochtenen Volkswirtschaft kann vom Weltmarktpreisniveau nicht abweichen, es kann z. B. nicht unter das Weltmarktpreisniveau sinken, da bereits eine leichte Senkung des inländischen Preisniveaus unter das Weltmarktpreisniveau zu hohen Leistungsbilanz-

---

<sup>16</sup> Vgl. E. M. Claassen, Der monetäre Ansatz der Zahlungsbilanztheorie, in: WWA 111/1975, S. 1-23, P. Cramer, Der direkte internationale Preiszusammenhang, Köln 1971, G. Fels, Der internationale Preiszusammenhang, Köln 1969.

überschüssen führt. Das setzt allerdings die Annahme voraus, daß das Importgüterangebot des Weltmarktes und die Exportgüternachfrage des Weltmarktes extrem elastisch sind. Sinkt bei solchen extremen Elastizitäten das inländische Preisniveau auch nur geringfügig unter das Weltmarktpreisniveau, so wird der Importwert stark abnehmen und der Exportwert stark zunehmen, d. h. es werden so lange Leistungsbilanzüberschüsse und damit Devisenzuflüsse entstehen, bis das inländische Preisniveau wieder auf die Höhe des Weltmarktpreisniveaus gestiegen ist. Formal lautet damit die Bestimmungsgleichung für das inländische Preisniveau:

$$P_I = P_A \cdot \left( \frac{DM}{\$} \right),$$

d. h. das inländische Preisniveau ( $P_I$ ) ist bei einem festen Wechselkurs  $\left( \frac{DM}{\$} \right)$  unmittelbar an das Preisniveau des Auslandes (Weltmarktpreisniveau  $P_A$ ) gekoppelt.

Ähnlich elastisch sind annahmegemäß die Reaktionen auf dem Kapitalmarkt: Weicht das inländische Zinsniveau ( $i_I$ ) auch nur geringfügig vom ausländischen Zinsniveau ( $i_A$ ) ab, steigt es beispielsweise nur geringfügig über das Weltmarktzinsniveau an, so kommt es zu hohen Nettokapitalimporten. Formal lautet damit die Bestimmungsgleichung für das inländische Zinsniveau:

$$i_I = i_A,$$

d. h. das inländische Zinsniveau ist in Höhe des Weltmarktzinsniveaus determiniert.

Aus der Annahme einer kleinen offenen und intensiv mit dem Weltmarkt verflochtenen Volkswirtschaft folgt also die Gültigkeit des direkten internationalen Preis- und Zinszusammenhanges. Daraus wird wiederum gefolgert, daß Preisniveau und Zinsniveau des Inlandes durch den Weltmarkt determiniert sind, folglich kann eine Anpassungsreaktion an ein Geldmarktungleichgewicht auch nicht über eine Variation des inländischen Zinsniveaus und des inländischen Preisniveaus erfolgen.

(2) Als weitere Reaktionsmöglichkeit auf ein Geldmarktungleichgewicht wurden Reaktionen des realen Sozialproduktes bereits diskutiert. Auch hier wird im Rahmen der monetären Zahlungsbilanztheorie angenommen, daß das reale Sozialprodukt unabhängig von der

Geldmarktsituation zumindest mittelfristig in Höhe des Vollbeschäftigungssozialproduktes gegeben ist. Im dynamischen Prozeß sind darüber hinaus die Wachstumsraten des realen Sozialproduktes exogen d. h. unabhängig von der Geldmarktsituation gegeben. Formal lautet damit die Bestimmungsgleichung des realen Sozialproduktes:

$$Y = \bar{Y},$$

d. h. das reale Sozialprodukt ist exogen in Höhe des Vollbeschäftigungssozialproduktes vorgegeben.

(3) Als Reaktionen auf ein Geldmarktgleichgewicht wurden außerdem Anpassungsvorgänge auf der Geldangebotsseite diskutiert. Eine Reaktion des Geldschöpfungsmultiplikators wird im Rahmen der monetären Zahlungsbilanztheorie ebenfalls ausgeschlossen, hier wird die übliche monetaristische Annahme einer stabilen Geldangebotsfunktion und damit eines zumindest mittelfristig konstanten Geldschöpfungsmultiplikators ( $a$ ) übernommen. Formal lautet damit die Bestimmungsgleichung für den Geldschöpfungsmultiplikator:

$$a = \bar{a},$$

d. h. der Geldschöpfungsmultiplikator ist exogen vorgegeben, insbesondere unabhängig von der Geldmarktsituation und allenfalls beeinflußt durch die Notenbankpolitik (z. B. Veränderungen der Mindestreservesätze).

(4) Schließlich könnte noch die Zentralbankgeldmenge und hier zunächst die heimische Komponente des Zentralbankgeldes ( $D$ ) auf ein Geldmarktgleichgewicht reagieren. Auch hierüber wird im Rahmen der monetären Zahlungsbilanztheorie unterstellt, daß die heimische Komponente der Zentralbankgeldmenge durch die Notenbank vollkommen kontrolliert werden kann. Es gilt also:

$$D = \bar{D}$$

d. h. auch die heimische Komponente der Zentralbankgeldmenge ist exogen vorgegeben.

Betrachtet man also nochmals die Geldmarktgleichung (3a'), so ist ersichtlich, daß von den möglichen Anpassungsreaktionen auf ein Geldmarktgleichgewicht im Rahmen der monetären Zahlungsbilanztheorie alle Reaktionen bis auf eine einzige Ausnahme ausgeschlossen sind. Unter den gemachten Annahmen kann bei einem Geldmarktgleich-

gewicht lediglich noch die ausländische Komponente der Zentralbankgeldmenge ( $R$ ) reagieren. Damit wird auch die zentrale Hypothese der monetären Zahlungsbilanztheorie verständlich, daß nämlich ein Ungleichgewicht auf dem inländischen Geldmarkt unmittelbar zu Geldangebotsreaktionen über Devisenbilanzungleichgewichte führen wird.

Um dies an einem Beispiel zu erläutern: Bei einem Geldnachfrageüberhang auf dem inländischen Geldmarkt von z. B. 100,— DM kommt es zu einer Ausweitung des Geldangebotes, und zwar wird über einen induzierten Devisenbilanzüberschuß ( $+ \Delta R$ ) die Geldmenge ansteigen ( $a \cdot \Delta R$ ). Geht man davon aus, daß dieser Anpassungsprozeß innerhalb eines Jahres abgeschlossen ist, dann wird sich für dieses Jahr ein Devisenbilanzüberschuß von  $\left(\frac{100}{a}\right)$  ergeben.

### 3. Zahlungsbilanzergebnisse

Aus den in den vorigen Abschnitten dargelegten monetären Grundlagen und den Annahmen der monetären Zahlungsbilanztheorie läßt sich die bereits eingangs genannte Grundhypothese ableiten. Primäre Ursache für Zahlungsbilanzungleichgewichte sind Ungleichgewichte auf dem nationalen Geldmarkt. Dabei führen Angebotsüberhänge auf dem Geldmarkt unmittelbar zu einem Devisenbilanzdefizit bzw. Geldnachfrageüberhänge auf dem nationalen Geldmarkt zu einem Devisenbilanzüberschuß.

Aus den monetären Grundlagen dieser Zahlungsbilanztheorie, die in der Gleichung (3a) bzw. (3b) dargelegt sind [zur Erinnerung: (3a)  $a \cdot (R + D) = P_I \cdot Y_r^\alpha \cdot \frac{1}{i_I^\beta}$ ], und den Annahmen über den Anpassungsprozeß an neue Gleichgewichte ergeben sich die Zahlungsbilanzergebnisse der monetären Zahlungsbilanztheorie im einzelnen:

Alle Maßnahmen und Entwicklungen, die

- das Geldangebot senken,
- die Geldnachfrage erhöhen

führen somit zu einem Zahlungsbilanzüberschuß (et vice versa).

(1) Ein Zahlungsbilanzüberschuß entsteht, wenn das Preisniveau des Inlandes ( $P_I$ ) steigt. Das ist wegen der Gültigkeit des direkten internationalen Preiszusammenhanges nur möglich, wenn auch das Welt-

marktpreisniveau ansteigt, oder wenn der Wechselkurs sinkt, d. h. wenn die inländische Währung abgewertet wird.

(2) Ein Zahlungsbilanzüberschuß ergibt sich, wenn das reale Sozialprodukt ( $Y_r$ ) autonom ansteigt, Länder mit hohem, autonomen Wachstum gehören dieser Theorie zufolge zu den Ländern, die typischerweise einen Zahlungsbilanzüberschuß aufweisen.

(3) Ein Zahlungsbilanzüberschuß entsteht, wenn das Zinsniveau ( $i_r$ ) des Inlandes sinkt, was wegen der Gültigkeit des direkten internationalen Zinszusammenhanges wiederum nur möglich ist bei einem Sinken des ausländischen Zinsniveaus.

(4) Ein Zahlungsbilanzüberschuß entsteht schließlich, wenn die heimische Geldpolitik eine Geldangebotsverknappung betreibt, d. h. wenn z. B. versucht wird, die heimische Komponente des Zentralbankgeldes ( $D$ ) oder den Geldschöpfungsmultiplikator ( $a$ ) z. B. durch eine Erhöhung der Mindestreservesätze zu vermindern. Diese Ergebnisse der monetären Zahlungsbilanztheorie scheinen nun zumindest auf den ersten Blick einigen Thesen der „traditionellen“ Zahlungsbilanztheorie diametral zu widersprechen. Während die monetäre Zahlungsbilanztheorie behauptet, daß eine Zunahme des inländischen Preisniveaus die Geldnachfrage erhöht, tendenziell zu einem Nachfrageüberhang auf dem Geldmarkt führt und damit einen Zahlungsbilanzüberschuß auslöst, geht man im Rahmen der traditionellen Zahlungsbilanztheorie von der Vorstellung aus, daß eine Zunahme des inländischen Preisniveaus tendenziell das Preisniveauverhältnis von Inland zu Ausland erhöht, womit sich die internationale Wettbewerbssituation des Inlandes verschlechtert und sich hier ein Leistungsbilanzdefizit und damit ein Zahlungsbilanzdefizit ergibt.

Auch in Bezug auf hohe Wachstumsraten sind die Thesen unterschiedlich. Während die monetäre Zahlungsbilanztheorie als Folge einer hohen Wachstumsrate des realen Sozialproduktes eine hohe Zunahme der Geldnachfrage und damit tendenziell einen Nachfrageüberhang auf dem Geldmarkt und Zahlungsbilanzüberschüsse vermutet, geht die traditionelle Zahlungsbilanztheorie eher davon aus, daß bei Konstanz der Importquote eine hohe Wachstumsrate des Sozialproduktes auch zu einer hohen Wachstumsrate der Importe und damit tendenziell eher zu Leistungs- bzw. Zahlungsbilanzdefiziten führen wird.

Unterschiedlich werden auch die Folgen einer generellen Zinssenkungstendenz im Inland gesehen. Nach der monetären Zahlungsbilanztheorie bedeuten Zinssenkungen eine Ausweitung der Geldnachfrage, eine Tendenz zu einem Nachfrageüberhang auf dem Geldmarkt und damit Zahlungsbilanzüberschüsse, während die traditionelle Zahlungsbilanztheorie bei einer Senkung des inländischen Zinsniveaus auf eine Verminderung des Verhältnisses von Inlandszinsniveau und Auslandszinsniveau abstellt und folglich eher Nettokapitalexporte, also Kapitalbilanzdefizite erwarten läßt.

Lediglich in Bezug auf die Folgen einer kontraktiven Geldpolitik, die z. B. versucht, die heimische Komponente der Zentralbankgeldversorgung (*D*) zu senken, führen beide Theorien zu ähnlichen Ergebnissen, wenn auch der Wirkungszusammenhang gänzlich anders gesehen wird. Nach der monetären Zahlungsbilanztheorie würde eine Verminderung der heimischen Komponente der Zentralbankgeldmenge zu einer unmittelbaren Verminderung des Geldangebotes und damit ebenfalls zu einem Nachfrageüberhang auf dem Geldmarkt und zu Zahlungsbilanzüberschüssen führen. Nach der traditionellen Zahlungsbilanztheorie werden die Zusammenhänge weniger streng und diffiziler gesehen. Eine Verminderung der heimischen Komponente der Zentralbankgeldversorgung führt zunächst zu einer Verminderung des Geldangebotes, obwohl diese Verminderung bereits fraglich erscheint. Tritt aber diese Geldangebotsverminderung ein, so ist zweitens fraglich, ob daraus eine Senkung der monetären Gesamtnachfrage resultieren wird — immerhin ist es möglich, daß eine Geldangebotsverknappung ausgeglichen wird durch eine Steigerung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, was letztlich die monetäre Gesamtnachfrage nicht senken würde. Nur dann, wenn infolge der kontraktiven Geldpolitik die monetäre Gesamtnachfrage zurückgeht, wird sich auch nach traditioneller Vorstellung eine Verminderung des Verhältnisses zwischen inländischem und ausländischem Preisniveau einstellen, was wiederum tendenziell einen Leistungsbilanzüberschuß bewirkt (ausreichend hohe Importnachfrageelastizitäten, die eine Normalreaktion der Leistungsbilanz garantieren, vorausgesetzt).

Parallel zu dieser Wirkungskette führt die Verknappung des Zentralbankgeldes zu einer Zinssteigerungstendenz im Inland, die das Verhältnis zwischen inländischem und ausländischem Zinsniveau erhöht und folglich zu einem Kapitalbilanzüberschuß führt. Aus beidem, der Tendenz zu einem Leistungsbilanzüberschuß und der Tendenz

zu einem Kapitalbilanzüberschuß resultiert ein Überschuß der Devisenbilanz. Damit ist die prognostizierte Wirkung einer Verknappung der heimischen Komponente der Zentralbankgeldmenge nach der monetären Zahlungsbilanztheorie und der traditionellen Zahlungsbilanztheorie gleich.

In der folgenden Übersicht sind die Ergebnisse und Wirkungszusammenhänge nach der monetären Zahlungsbilanztheorie und nach der traditionellen Zahlungsbilanztheorie noch einmal schematisch zusammengestellt, wobei die vertikalen Pfeile jeweils Erhöhungen oder Senkungen der davor stehenden Größe, die horizontalen Pfeile Wirkungsrichtungen symbolisieren.

### Übersicht

#### Ergebnisse der monetären Zahlungsbilanztheorie

Genereller Zusammenhang zwischen Geldmarkt und Zahlungsbilanz

$$[M_S > M_D] \rightsquigarrow R \downarrow \text{ (Devisenabfluß) } \rightsquigarrow M_S [= f(R, D)] \downarrow \\ \text{(Zahlungsbilanzdefizit)}$$

$$[M_S < M_D] \rightsquigarrow R \uparrow \text{ (Devisenabfluß) } \rightsquigarrow M_S [= f(R, D)] \uparrow \\ \text{(Zahlungsbilanzüberschuß)}$$

*Einzelergebnisse im Vergleich:*

*Datenänderung* Folge entsprechend der monetären Zahlungsbilanztheorie

Folge entsprechend der „traditionellen“ Zahlungsbilanztheorie

$$P_I \uparrow \quad M_D \uparrow \rightsquigarrow [M_D > M_S] \rightsquigarrow R \uparrow \\ \text{(Devisenzufluß) } \\ \text{(Zahlungsbilanzüberschuß)}$$

$$\left[ \frac{P_I}{P_A \cdot w} \right] \uparrow \rightsquigarrow \text{Leistungsbilanzdefizit} \\ \text{Devisenabfluß}$$

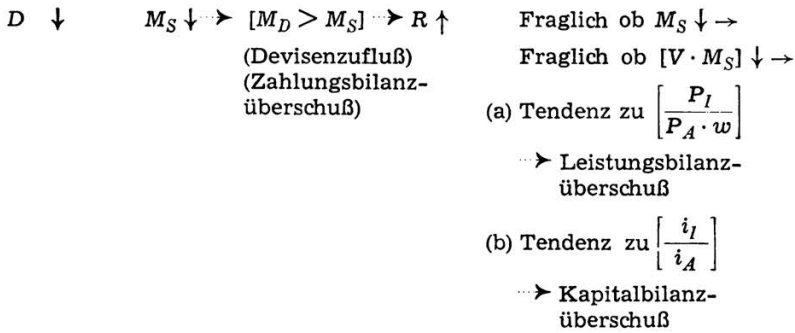
$$Y_r \uparrow \quad M_D \uparrow \rightsquigarrow [M_D > M_S] \rightsquigarrow R \uparrow \\ \text{(Devisenzufluß) } \\ \text{(Zahlungsbilanzüberschuß)}$$

bei Konstanz der Importquote steigen die Importe  
 $\rightsquigarrow$  Leistungsbilanzdefizit  
 Devisenabfluß

$$i_I \downarrow \quad M_D \uparrow \rightsquigarrow [M_D > M_S] \rightsquigarrow R \uparrow \\ \text{(Devisenzufluß) } \\ \text{(Zahlungsbilanzüberschuß)}$$

$$\left[ \frac{i_I}{i_A} \right] \downarrow \rightsquigarrow \text{Nettokapitalexport} \\ \text{Kapitalbilanzdefizit} \\ \text{Devisenabfluß}$$





### III. Ergebnisse empirischer Untersuchungen zur monetären Zahlungsbilanztheorie

Zu den Hypothesen der monetären Zahlungsbilanztheorie gibt es mittlerweile eine ganze Reihe empirischer Untersuchungen für verschiedene Länder.

So wurde versucht, die Hypothesen zu testen für Australien (J. R. Zecher), für Schweden (A. H. Genberg), für Japan (D. L. Bean) für Spanien (M. Guitian) sowie für die Bundesrepublik Deutschland (M. Willms)<sup>17</sup>. Daneben ist weiterhin zu erwähnen die Untersuchung von J. A. Frenkel, die sich auf die Hyperinflation in Deutschland (1920 bis 1923)<sup>18</sup> bezieht. Außerdem gibt es eine Reihe von Untersuchungen, die speziell auf die „Monetäre Kapitalbilanz“ ausgerichtet sind, so die Untersuchungen P. J. K. Kouri/M. G. Porter für Australien, Italien, Deutschland und die Niederlande<sup>19</sup> sowie die Untersuchungen von Kouri und von K. W. Riechel, beide für die Bundesrepublik Deutschland<sup>20</sup>.

<sup>17</sup> J. R. Zecher, Monetary Equilibrium and International Reserve Flows in Australia, in: s. u., S. 287 - 297, A. H. Genberg, Aspects of the Monetary Approach to Balance-of-Payments Theory. An Empirical Study of Sweden, in: s. u. S. 298 - 325, D. L. Bean, International Reserve Flows and Money Market Equilibrium: The Japanese Case, in: s. u. S. 326 - 337, M. Guitian, The Balance of Payments as a Monetary Phenomenon: Empirical Evidence, Spain 1955 - 1971, in: s. u. S. 338 ff., alle vier Beiträge in: J. A. Frenkel/H. G. Johnson (Hrsg.): The Monetary Approach to the Balance-of-Payments, London 1976, M. Willms, Der monetäre Zahlungsbilanzanpassungsprozeß in einem ökonomischen Modell für die Bundesrepublik Deutschland, in: Zeitschrift für Nationalökonomie 37/1977, S. 83 - 108.

<sup>18</sup> J. A. Frenkel, A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence, in: Scand. Journal of Economics 78/1976, S. 200 - 224.

<sup>19</sup> P. J. K. Kouri/M. G. Porter, International Capital Flows and Portfolio Equilibrium, in: Journal of Polit. Econ. 82/1974, S. 443 - 467.

In der Regel beziehen sich diese empirischen Untersuchungen nicht auf den theoretischen Zusammenhang, der hier diskutiert und in den Gleichungen (3 a) bzw. (3 b) dargestellt wurde, d. h. auf die Frage nach dem Gleichgewichtsbestand an Devisenreserven, sondern die empirischen Untersuchungen beziehen sich in der Regel auf die Wachstumsrate der Devisenreserven eines Landes, wobei die Wachstumsrate für ein Jahr einen Indikator für den Saldo der Zahlungsbilanz darstellt. Die in den empirischen Untersuchungen getestete Funktion entspricht also in etwa der hier nur kurz angedeuteten Gleichung (3 c).

Zwar sind die Ergebnisse der empirischen Untersuchungen nicht immer eindeutig und widersprechen sich zum Teil, doch glauben die meisten Verfasser aus den empirischen Ergebnissen eine Bestätigung der Hypothesen der monetären Zahlungsbilanz ableiten zu können.

So ergab sich ein enger positiver Zusammenhang zwischen der Wachstumsrate des realen Sozialproduktes des ( $g_{y_r}$ ) und der Wachstumsrate der Devisenreserven  $\left(\frac{R}{H} \cdot g_R\right)$ . Der Zusammenhang war in den meisten untersuchten Fällen positiv, in der Regel jedoch unterproportional.

Ebenfalls positiv korreliert waren die Inflationsrate ( $g_{P_f}$ ) und die Wachstumsrate der Devisenreserven. Zeiten hoher Inflationsraten waren gleichzeitig Zeiten hoher Devisenbilanzüberschüsse bzw. geringer Devisenbilanzdefizite. Auch dieser Zusammenhang war in nahezu allen Fällen positiv, meist sogar überproportional.

Eine negative Korrelation wurde festgestellt zwischen der Zuwachsrates des Zinsniveaus ( $i_t$ ) und der Wachstumsrate der Devisenreserven. In den meisten Testfällen ergab sich ein negativer und geringer Zusammenhang.

Ebenfalls eine negative Korrelation ergab sich zwischen der Wachstumsrate der inländischen Komponente der Zentralbankgeldversorgung  $\left[\left(\frac{D}{H}\right) \cdot g_D\right]$  und der Wachstumsrate der Devisenreserven, in allen

<sup>20</sup> P. J. K. Kouri, Die Hypothese konterkarierender Kapitalströme, Eine Fallstudie für die Bundesrepublik Deutschland, in: Kredit und Kapital 1/1975, S. 1 - 30, K. W. Riechel: Kurzfristige Kapitalbewegungen, Geldmarktgleichgewicht und die Effektivität der Geldpolitik, in: Kredit und Kapital 10/1977, S. 183 - 205. Vgl. auch die kritische Übersicht über die empirischen Untersuchungen von St. P. Magee: The Empirical Evidence on the Monetary Approach to the Balance-of-Payments and Exchange Rates, in: AER 66/1976, S. 163 - 170.

Fällen ergab sich ein negativer Zusammenhang, der jedoch unterschiedlich stark war.

Aus den Ergebnissen dieser empirischen Untersuchungen, auf die im Rahmen dieses Beitrages nicht näher eingegangen werden soll, wird überwiegend eine vorläufige Bestätigung der monetären Zahlungsbilanztheorie abgelesen.

#### IV. Beurteilung der monetären Zahlungsbilanztheorie

Zum Abschluß dieses Beitrages soll nun versucht werden, einige Aussagen über die empirische Relevanz der monetären Zahlungsbilanztheorie, die, wie gezeigt, zumindest auf den ersten Blick den traditionellen Zahlungsbilanzthesen diametral zu widersprechen scheint, abzuleiten. Dabei soll schwerpunktmäßig lediglich auf drei Thesen zur monetären Zahlungsbilanztheorie eingegangen werden.

(1) Die hier genannten empirischen Untersuchungen zur monetären Zahlungsbilanztheorie werden häufig als vorläufige Bestätigung ihrer Hypothesen gewertet. Es bleibt jedoch zu fragen, ob die empirischen Untersuchungen ein Indiz dafür darstellen, daß die im Rahmen der monetären Zahlungsbilanztheorie aufgestellte Ursache-Wirkungsbeziehung in den empirisch untersuchten Fällen tatsächlich vorlag.

Die behauptete Ursache-Wirkungsbeziehung geht aus von einer exogen vorgegebenen Entwicklung des realen Sozialproduktes ( $Y_t$ ), des inländischen Preisniveaus ( $P_t$ ), des inländischen Zinsniveaus ( $i_t$ ) und einer exogen vorgegebenen Entwicklung der nationalen Geldpolitik, die autonom die Entwicklung der heimischen Komponente der Zentralbankgeldversorgung ( $D$ ) steuert. Dabei führen ein steigendes Sozialprodukt und Preisniveau, ein sinkendes Zinsniveau sowie eine kontraktive Geldpolitik ( $D$  sinkt) zu Zahlungsbilanzüberschüssen. Alle diese Ursachen führen zu einer steigenden Geldnachfrage bzw. einem sinkenden Geldangebot und damit zunächst tendenziell zu einem Nachfrageüberhang auf dem Geldmarkt.

Der Nachfrageüberhang auf dem Geldmarkt, d. h. die Geldknappheit, führt einmal tendenziell dazu, daß das inländische Zinsniveau über das Weltmarktzinsniveau zu steigen droht, was jedoch durch induzierte Nettokapitalimporte unmittelbar verhindert wird. Zum anderen bewirkt die Geldknappheit, daß die monetäre Gesamtnachfrage nach Gütern gebremst wird. Auf den Gütermärkten ergibt sich damit

eine Situation, in der das monetäre Gesamtangebot die monetäre Gesamtnachfrage tendenziell übersteigt (wobei das monetäre Gesamtangebot annahmegemäß exogen gegeben ist, da reales Sozialprodukt und Preisniveau durch exogene Faktoren bestimmt sind). Dieses Überangebot auf den Gütermärkten führt nun zu einer Preissenkungstendenz — das inländische Preisniveau droht unter das Weltmarktpreisniveau zu sinken — was jedoch bei den unterstellten hohen Elastizitäten unmittelbar durch Leistungsbilanzüberschüsse (Devisenzuflüsse) verhindert wird.

Die monetäre Zahlungsbilanztheorie geht daher — wie gesagt — davon aus, daß Veränderungen von Sozialprodukt, Preis- und Zinsniveau und heimischer Komponente der Zentralbankgeldmenge unmittelbar die Zahlungsbilanz beeinflussen.

Nun könnte man zwar die empirischen Untersuchungen, die in der Tat eine entsprechende Korrelation zwischen realem Sozialprodukt, Preisniveau, Zinsniveau und heimischer Komponente der Zentralbankgeldmenge auf der einen und Devisenbilanzsalden auf der anderen Seite nachzuweisen scheinen, als eine vorläufige Bestätigung der genannten Wirkungskette ansehen. Dies erschiene insbesondere dann plausibel, wenn es keine andere theoretische Erklärung für die empirisch festgestellte positive Korrelation zwischen realem Sozialprodukt bzw. Preisniveau und Devisenzuflüssen bzw. für die empirisch festgestellte negative Korrelation zwischen Zinsniveau, heimischer Zentralbankgeldversorgung und Devisenzuflüssen geben würde.

Es existiert jedoch auch im Rahmen der traditionellen Zahlungsbilanztheorie eine plausible Erklärung für die empirisch festgestellten Zusammenhänge, und zwar erscheint es theoretisch genauso plausibel, die Ursache nicht in den Wachstumsraten des realen Sozialproduktes und des Preisniveaus, in der Abnahme des inländischen Zinsniveaus und in der kontraktiven heimischen Geldpolitik, die Folge in einem Zahlungsbilanzüberschuß und Devisenzufluß zu sehen, genauso plausibel erscheint der umgekehrte Zusammenhang, daß nämlich Zahlungsbilanzüberschüsse und Devisenzuflüsse, die beispielsweise durch die traditionelle Zahlungsbilanztheorie erklärt werden können, die Ursache darstellen und in der Folge zu einem Anstieg des realen Sozialproduktes, zu einem Anstieg des Preisniveaus, zu einer Verminderung des Zinsniveaus und zu einer kontraktiven Geldpolitik der Notenbank geführt haben. Geht man nämlich davon aus, daß die primäre Ursache in den Devisenzuflüssen besteht, so könnte die unmittelbare Folge in

einer Geldmengenausdehnung gesehen werden, die wiederum zu einer Verminderung des inländischen Zinsniveaus, zu einer Erhöhung der monetären Gesamtnachfrage und schließlich zu einer Zunahme des realen Sozialproduktes und des inländischen Preisniveaus geführt haben. Geht man gleichzeitig davon aus, daß aufgrund der Devisenzuflüsse die Notenbank aus Sorge um die negativen, stabilitätspolitischen Wirkungen wenigstens teilweise versucht hat, die Devisenzuflüsse durch eine, wenn auch nicht vollständig erfolgreiche, kontraktive Geldpolitik zu neutralisieren, könnte das gleichzeitige Auftreten von Devisenzuflüssen auf der einen und Zunahmen des realen Sozialproduktes, des Preisniveaus bzw. Abnahmen des Zinsniveaus und der heimischen Komponente der Zentralbankgeldversorgung erklärt werden, nun allerdings in einer Weise, die die Ursache-Wirkungskette der monetären Zahlungsbilanztheorie quasi auf den Kopf stellt und die sich durchaus im Rahmen der Erklärungsmuster der traditionellen Zahlungsbilanztheorie hält.

Selbst dann, wenn man also die Ergebnisse der empirischen Untersuchungen für gesichert hält, kann daraus keine vorläufige Bestätigung der monetären Zahlungsbilanztheorie gezogen werden, es kann letztlich nicht gesagt werden, ob es die exogenen Veränderungen von Preisniveau, Sozialprodukt, Zinsniveau und heimischer Geldpolitik waren, die die Zahlungsbilanz bestimmten, oder ob es die Zahlungsbilanzsituation war, die ihrerseits Einfluß auf Preisniveau, Sozialprodukt, Zinsniveau und heimische Geldpolitik ausgeübt hat.

(2) Im Rahmen der monetären Zahlungsbilanztheorie wird die These aufgestellt, daß sich Geldmarktungleichgewichte nicht auf das Verhältnis zwischen in- und ausländischem Preisniveau bzw. auf das Verhältnis zwischen in- und ausländischem Zinsniveau auswirken, sondern daß Geldmarktungleichgewichte bei konstanten Preis- und Zinsverhältnissen direkt auf die Zahlungsbilanzsituation einwirken. Hier wäre die Frage zu prüfen, ob die Annahme eines streng wirksamen, direkten internationalen Preis- und Zinszusammenhangs als realistisch angesehen werden kann oder anders ausgedrückt, ob die Annahme einer hochelastischen Reaktion der Leistungsbilanz und der Kapitalbilanz bereits auf minimale Abweichungen in den internationalen Preis- und Zinsrelationen der Realität entspricht. Von diesen beiden Thesen erscheint die Behauptung einer hochelastischen Reaktion der Kapitalbilanz auf bereits minimale Abweichungen in den internationalen Zinsrelationen weniger problematisch zu sein, da eine

Reihe von empirischen Untersuchungen in der Tat eine hohe Kapitalmobilität und eine relativ elastische Reaktion der Kapitalbilanz nachzuweisen, allerdings reicht die Elastizität der Kapitalbilanzreaktionen nicht aus, um die Wirksamkeit einer nationalen Geldpolitik vollständig zu konterkarieren<sup>21</sup>.

Dagegen implizierte die These von einer hochelastischen Reaktion der Leistungsbilanz auf minimale Abweichungen in den internationalen Preisrelationen außerordentlich hohe Preiselastizitäten der Importgüternachfrage, was zunächst in diametralem Widerspruch zu der traditionellen Vorstellung steht, daß nämlich die Nachfrageelastizitäten für Importgüter insgesamt relativ gering sind, und damit eine Normalreaktion der Leistungsbilanz auf Preisniveau- und Wechselkursänderungen zumindest fraglich erscheint. Zwar geht die Mehrzahl der Wissenschaftler heute davon aus, daß die Importgüterelastizitäten ausreichen, um eine derartige Normalreaktion der Leistungsbilanz sicherzustellen. Doch steht das immer noch im Widerspruch zu den extremen Elastizitätsannahmen im Rahmen der monetären Zahlungsbilanztheorie.

Die Annahme des direkten internationalen Preiszusammenhangs und damit die Annahme extrem elastischer Reaktionen der Leistungsbilanz dürfte zunächst lediglich für relativ homogene und leicht transferierbare Außenhandelsgüter gelten. Sie gilt lediglich in beschränktem Maße für heterogene Außenhandelsgüter, für die sich bereits spezielle Präferenzen herausgebildet haben, und sie gilt nicht bzw. lediglich indirekt für nicht handelbare Güter des Sozialprodukts, wie z. B. bestimmte Dienstleistungen, Bauten oder ähnliches. Man muß schließlich davon ausgehen, daß die Elastizität der Leistungsbilanzreaktion in starkem Maße von der Länge des Zeitraumes abhängt, für den die Leistungsbilanzreaktion untersucht wird. Die Reaktion der Leistungsbilanz dürfte dabei umso elastischer ausfallen, je länger der betrachtete Zeitraum ist. Das gilt ebenso für die Elastizität der Kapitalbilanzreaktion, wie generell für jede Elastizitätsbetrachtung. Anders ausgedrückt bedeutet das, die von der monetären Zahlungsbilanztheorie postulierten Wirkungen werden lediglich mit erheblicher zeitlicher Verzögerung eintreten. Man macht daher erhebliche Fehler, wenn man so wie die monetäre Zahlungsbilanztheorie von einer direkten Wirkung zwischen Geldmarktgleichgewicht und Zahlungsbilanzungleichgewicht ausgeht. Vielmehr muß man, um Fehler zu vermeiden,

---

<sup>21</sup> Vgl. Kouri, Die Hypothese konterkarierender Kapitalströme.

in jedem Fall einen Zwischenschritt in der Wirkungskette berücksichtigen: Sofern die primäre Ursache tatsächlich in einem Geldmarktungleichgewicht liegt, führt dies zu güterwirtschaftlichen Ungleichgewichten (und Kapitalmarktungleichgewichten). Diese güterwirtschaftlichen Ungleichgewichte (Kapitalmarktungleichgewichte) führen zu einer Veränderung des Preisniveaus (Zinsniveaus), diese wiederum zu Änderungen in den internationalen Preisrelationen (internationalen Zinsrelationen) und erst diese Veränderungen in den internationalen Preisrelationen (Zinsrelationen) sind es schließlich, die durchaus unvollkommen und mit erheblichen zeitlichen Verzögerungen zu einer Reaktion der Leistungsbilanz (Kapitalbilanz) führen. Schließt man sich einer solchen Interpretation der monetären Zahlungsbilanztheorie an, dann ist in der Tat der Unterschied zur traditionellen Zahlungsbilanz nicht mehr allzu gravierend.

(3) Die zentrale These der monetären Zahlungsbilanztheorie, Geldmarktungleichgewichte seien die primäre Ursache für Devisenbilanzungleichgewichte, wird häufig auch in einer noch spezielleren Version vertreten und zwar seien es die Veränderungen in der inländischen Zentralbankpolitik, die sich in einer Veränderung der heimischen Komponente der Zentralbankgeldmenge ( $\Delta D$ ) niederschlagen, und die sich letztlich direkt auf die Devisenbilanzsituation auswirken.

In dieser spezielleren Version ist die Aussage der monetären Zahlungsbilanztheorie nur aufrecht zu erhalten, wenn unterstellt werden kann, daß über eine Veränderung der heimischen Komponente der Zentralbankgeldmenge unmittelbar die monetäre Gesamtnachfrage der Volkswirtschaft beeinflußt wird. Nur dann wirkt die heimische Komponente des Zentralbankgeldangebotes bei annahmegemäß exogen vorgegebenem Angebotswert direkt auf das gesamtwirtschaftliche Gütermarktgleichgewicht, und dieses bestimmt die Preisentwicklungstendenz und bei Gültigkeit des direkten internationalen Preiszusammenhangs die Leistungsbilanz. Der Einfluß, den die heimische Komponente der Zentralbankgeldmenge letztlich auf die monetäre Gesamtnachfrage ( $Y_r \cdot P_t$ ) ausübt, läuft jedoch über eine Reihe von Zwischenschritten. Da die Notenbank nur einen Teil der heimischen Komponente der Zentralbankgeldmenge direkt kontrolliert, muß zunächst sichergestellt sein, daß eine Veränderung der Zentralbankpolitik auch zu einer Veränderung der heimischen Komponente der Zentralbankgeldmenge ( $D$ ) insgesamt führt. Dies muß weiterhin eine Veränderung des gesamten Geldangebotes hervorrufen und die Geldangebotsveränderung darf

schließlich nicht durch eine gegenläufige Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit konterkariert werden, sodaß die Geldangebotsveränderung auch eine gleichgerichtete Veränderung der monetären Gesamtnachfrage hervorruft. Über alle diese Zwischenschritte ist der Zusammenhang zwischen dem Teil der Zentralbankgeldmenge, den die Notenbank kontrolliert und der monetären Gesamtnachfrage sehr lose. Man muß realistischerweise davon ausgehen, daß ein weiterer Spielraum für autonome Änderungen der einzelnen Komponenten der monetären Gesamtnachfrage (Investitionen, Konsum, Staatsnachfrage) auch bei gegebener Notenbankpolitik verbleibt.

Eine realistische Interpretation der Zusammenhänge zwischen Geldmarkt und Zahlungsbilanz muß daher auch berücksichtigen, daß der primäre Anstoß von der autonomen Entwicklung der Gesamtnachfrage ausgehen kann, die direkt ein güterwirtschaftliches Ungleichgewicht hervorruft und direkt Preisniveau- und Sozialproduktänderungen bewirkt, die ihrerseits wiederum die Leistungsbilanz beeinflussen. In einem solchen Fall wäre die Situation auf dem Geldmarkt lediglich eine Folge der autonomen Nachfrageentwicklung, denn die autonome Entwicklung der Gesamtnachfrage beeinflußt ihrerseits die Geldnachfrage, da z. B. eine autonome Zunahme der Gesamtnachfrage finanziert werden muß und somit auch die Geldnachfrage (aus dem Finanzierungsmotiv) erhöht. Je nachdem wie elastisch sich das Geldangebot an die induzierte Veränderung der Geldnachfrage anpaßt, kommt es zu mehr oder weniger starken Zinswirkungen, die wieder Einfluß auf die Kapitalbilanz haben.

Wie bereits dieses kurze Beispiel, das weitgehend keynesianischen Vorstellungen entspricht, zeigt, ist die Entwicklung auf dem Geldmarkt keineswegs immer die primäre Ursache für Zahlungsbilanzungleichgewichte, sondern z. T. ist die Geldmarktsituation wiederum Folge einer autonomen Nachfrageentwicklung.

## V. Schlußbemerkungen

Die monetäre Zahlungsbilanztheorie, die in ihrer zentralen These behauptet, daß Angebots- bzw. Nachfrageüberhänge auf dem Geldmarkt als primäre Ursache unmittelbar die Situation der Zahlungs-(Devisen-)bilanz beeinflussen, stellt einen neuen, geschlossenen Ansatz zur Klärung der Ursachen von Zahlungsbilanzungleichgewichten dar. Es handelt sich um ein einheitliches Konzept, in dessen Rahmen so-



wohl die Ursachen für Zahlungsbilanzungleichgewichte als auch ein Zahlungsbilanzausgleichsmechanismus diskutiert werden können. Allerdings geht dieser Ansatz von außerordentlichst stringenten Annahmen aus, die bedeutendsten und zugleich unrealistischsten Annahmen sind die Gültigkeit eines strengen direkten internationalen Preis- und Zinszusammenhangs sowie die Gültigkeit einer stabilen Geldnachfrage- und Geldangebotsfunktion.

So bestehend das geschlossene Konzept der monetären Zahlungsbilanztheorie auch erscheint und so überraschend auch die der traditionellen Zahlungsbilanztheorie z. T. diametral widersprechenden Ergebnisse auf den ersten Blick anmuten, sind doch an der empirischen Relevanz dieses Ansatzes erhebliche Zweifel angebracht.

So wird die Beziehungsrichtung zwischen Geldmarktungleichgewichten und Zahlungsbilanz zu einseitig gesehen, indem die Geldmarktsituation als primäre Ursache, Zahlungsbilanzungleichgewichte als direkte Folge diagnostiziert werden. In der Realität muß man dagegen davon ausgehen, daß es zwischen Geldmarkt- und Zahlungsbilanzsituation beide Einflußrichtungen gibt. Die Situation auf dem Geldmarkt beeinflußt sicherlich den Saldo der Zahlungsbilanz, es ist jedoch nicht zu leugnen, daß umgekehrt vom Zahlungsbilanzsaldo, der durchaus auch durch reale Faktoren beeinflußt wird, starke, wenn nicht die bedeutendsten, Einflüsse auf den Geldmarkt ausgehen.

Auch kann in der Geldmarktsituation keinesfalls immer die primäre Ursache für Zahlungsbilanzungleichgewichte gesehen werden, sondern häufig ist die primäre Ursache in autonomen Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Nachfragekomponenten zu sehen, und der Einfluß auf den Geldmarkt ist eher sekundärer Natur.

Schließlich läuft die Verbindung zwischen der heimischen Komponente der Zentralbankgeldmenge und der Zahlungsbilanzsituation über eine Vielzahl von Zwischenstufen und diese Verbindung ist auf allen Zwischenstufen außerordentlich lose. Der Zusammenhang zwischen Geldmarkt und Zahlungsbilanz kann also keinesfalls als direkte Ursache/Wirkungsbeziehung angesehen werden, sondern die Wirkungsbeziehung läuft über erhebliche Abweichungen in den internationalen Preis- und Zinsrelationen und erst diese Veränderungen der Preis- und Zinsrelationen beeinflussen ihrerseits die Zahlungsbilanzsituation.

Die monetäre Zahlungsbilanztheorie, die die wichtigste und primäre Ursache für Zahlungsbilanzungleichgewichte in Ungleichgewichten auf dem Geldmarkt sieht, kann daher nur einen — vermutlich kleinen — Teil der Ursachen für die Situation der Zahlungsbilanz erfassen.

## Anhang 1

**Definitorische Ableitung des Bestandes an Devisenreserven  
(R) = (H - D) aus der Bilanz der Deutschen Bundesbank**  
(Zahlen entsprechen den Beständen vom 30. Nov. 1977)

Aktiva		Passiva				
R	(1) Währungsreserven + sonst. Auslandsaktiva	92.553	(5) Banknoten- umlauf	65.753		
	+ Auslandswechsel	1.660	(6) Einlagen inländischer Banken	45.478		
	+ ausl. Wertpapiere	2				
	- Einlagen von Ausländern	- 743	Σ 111.231			
	- Ausgleichsposition für zuget. SZR	- 1.489	(7) Einlagen des Staates	2.928		
	Σ 91.983	(8) Einlagen von inl. Untern. (z. B. Post)			9.625	
D (19.248)	(2) Kredite an inl. Banken	15.582			(8) Ausgleichsposten für ausgegebene OM-Papiere	6.114
	Bund u. Länder	11.297			(9) Sonst. Passiva	6.439
	(3) inländ. Wertpapiere	676				
(4) Sonstige Aktiva	16.799					
136.337		136.337				

Definitionen: (R) „Devisenreserven“

Nettoforderungsposition der Notenbank gegenüber dem Ausland

(H) Geldbasis (unter Vernachlässigung des Münzumlaufer)

(D) inländische Komponente des Zentralbankgeldangebotes

## Anhang 2

In theoretischen Abhandlungen und in empirischen Überprüfungen wird i. d. R. nicht die Devisenbestandfunktion (3 b) sondern die Wachstumsratenfunktion des Devisenbestandes zugrunde gelegt.

Aus der Devisenbestandsfunktion

$$(3b) \quad R = P_I \cdot Y_r^\alpha \cdot \frac{1}{i_I^\beta} \cdot \frac{1}{a} - D$$

läßt sich nach einer formalen Umformulierung und durch die Ableitung nach der Zeit die Reservenwachstumsfunktion ableiten:

$$(4) \quad \left(\frac{R}{H}\right) \cdot g_R = g_{P_I} + \alpha \cdot g_{Y_r} - \beta \cdot g_{i_I} - g_a - \left(\frac{D}{H}\right) \cdot g_D$$

Gang der Ableitung:

Aus (3b) folgt:

$$(5) \quad R + D = H = f(P_I, Y_r, i_I, a) = P_I \cdot Y_r^\alpha \cdot \frac{1}{i_I^\beta} \cdot \frac{1}{a}$$

Die Ableitung nach der Zeit ergibt in allgemeiner Formulierung:

$$\frac{dH}{dt} = \frac{\partial H}{\partial P} \cdot \frac{dP}{dt} + \frac{\partial H}{\partial Y_r} \cdot \frac{dY_r}{dt} + \frac{\partial H}{\partial i} \cdot \frac{di}{dt} + \frac{\partial H}{\partial a} \cdot \frac{da}{dt}$$

Division dieser Gleichung durch (H) und Multiplikation der rechten Seite mit

$\left(\frac{P_I}{P_I}, \frac{Y_r}{Y_r}, \frac{i}{i}, \text{ und } \frac{a}{a}\right)$  ergibt:

$$\begin{aligned} \left(\frac{dH}{dt} \cdot \frac{1}{H}\right) &= \left[\frac{\partial H}{\partial P} \cdot \frac{P}{H}\right] \cdot \left(\frac{dP}{dt} \cdot \frac{1}{P}\right) + \left[\frac{\partial H}{\partial Y_r} \cdot \frac{Y_r}{H}\right] \cdot \left(\frac{dY_r}{dt} \cdot \frac{1}{Y_r}\right) + \\ &\quad \left[\frac{\partial H}{\partial i} \cdot \frac{i}{H}\right] \cdot \left(\frac{di}{dt} \cdot \frac{1}{i}\right) + \left[\frac{\partial H}{\partial a} \cdot \frac{a}{H}\right] \cdot \left(\frac{da}{dt} \cdot \frac{1}{a}\right) \end{aligned}$$

Die Werte in runden Klammern stellen Wachstumsraten (g) dar, die Werte in eckigen Klammern Elastizitäten ( $\eta$ )

Vereinfacht man die Gleichung durch Einsetzen dieser Symbole, so erhält man:

$$g_H = \eta_{H/P} \cdot g_P + \eta_{H/Y_r} \cdot g_{Y_r} + \eta_{H/i} \cdot g_i + \eta_{H/a} \cdot g_a$$

Aus Gleichung (5) ergeben sich die Werte der Elastizitäten:

$$\eta_{H/P} = +1$$

$$\eta_{H/Y_r} = \alpha$$

$$\eta_{H/i} = -\beta$$

$$\eta_{H/a} = -1$$

Setzt man diese Werte in die obige Gleichung ein, so vereinfacht sich diese zu:

$$g_H = g_P + \alpha g_{Y_r} - \beta g_{i_I} - g_a$$

Berücksichtigt man, daß ( $H = R + D$ ) und daher

$$g_H = \left(\frac{R}{H}\right) \cdot g_R + \left(\frac{D}{H}\right) \cdot g_D$$

so erhält man schließlich die Bedingung für die Wachstumsrate der Devisenreserven im Geldmarktgleichgewicht ( $g_R$ ) bzw. die Wachstumsrate der ausländischen Komponente der Zentralbankgeldmenge  $\left(\frac{R}{H}\right) \cdot g_R$ :

$$(4) \quad \left(\frac{R}{H}\right) \cdot g_R = g_{P_I} + \alpha g_{Y_r} - \beta g_{i_I} - g_a - \left(\frac{D}{H}\right) \cdot g_D$$

Diese Gleichung liegt — wie gesagt — den meisten empirischen Untersuchungen zugrunde.

## Zusammenfassung

### Die monetäre Zahlungsbilanztheorie

Genauso wie auch im Rahmen der traditionellen Zahlungsbilanztheorie versucht man im Rahmen der monetären Zahlungsbilanztheorie die Frage nach den Ursachen der Zahlungsbilanzsituation und die Frage nach den Zahlungsbilanzanpassungsmechanismen zu beantworten. Statt von Teilbilanzen (Leistungs-, Kapitalbilanz) geht die monetäre Zahlungsbilanztheorie jedoch von der Gesamtzahlungsbilanz (Devisenbilanz) aus. Nicht die nationale Wirtschaftspolitik bestimmt wenigstens zum Teil Sozialproduktwachstum, Preisniveau und Zinsniveau und diese Größen wiederum die Zahlungsbilanzsituation, sondern diese Größen sind bei Gültigkeit des direkten internationalen Preis- und Zinszusammenhanges exogen gegeben. Vielmehr ist die Situation auf dem nationalen Geldmarkt (und damit auch die nationale Geldpolitik) primärer und unmittelbarer Bestimmungsgrund der Zahlungsbilanzsituation. Schließlich führen hohes Sozialproduktwachstum, hohe Preisniveausteigerungsraten und niedriges Zinsniveau nicht, wie die traditionellen Zahlungsbilanztheorien folgern, zu Zahlungsbilanzdefiziten sondern im Gegenteil zu Zahlungsbilanzüberschüssen.

Diese auf den ersten Blick überraschenden Unterschiede werden in einer Darstellung der monetären Zahlungsbilanztheorie zu erklären versucht. In einer kritischen Würdigung werden die theoretischen Ergebnisse der monetären Zahlungsbilanztheorie und die Ergebnisse der empirischen Überprüfungsversuche der konkurrierenden traditionellen Zahlungsbilanztheorie gegenübergestellt.

## Summary

### Monetary Balance-of-Payments Theory

Just like traditional balance-of-payments theory, the monetary balance-of-payments theory seeks to answer the question as to the causes of the balance-of-payments situation and the question of balance-of-payments adjustment mechanisms. Instead of starting out from the various accounts (current and capital account), the monetary balance-of-payments theory takes the overall balance-of-payments (balance of foreign exchange) as its point of departure. It is not national economic policy that governs, at least in part, national product growth, price level and interest rate level, with these magnitudes in their turn governing the balance-of-payments situation, but, where direct international price and interest rate relationships prevail, these magnitudes are determined exogenously. It is rather the situation on the national money market (and hence also national monetary policy) which is the primary and direct determinant of the balance-of-payments situation. After all, high national product growth, high price-level increase rates and a low interest rate level do not lead, as deduced by traditional balance-of-payments theories, to balance-of-payments deficits, but on the contrary to balance-of-payments surpluses.

These differences, which at first sight are astonishing, are explained tentatively in a presentation of monetary balance-of-payments theory. In a critical appraisal, the theoretical results of monetary balance-of-payments theory and the results of attempts to test them empirically are compared with the rival, traditional balance-of-payments theory.

## Résumé

### La théorie monétaire de la balance des paiements

Exactement comme dans le cadre de la théorie traditionnelle de la balance des paiements, l'on tente dans celui de la théorie monétaire de cette balance de répondre à la question des causes de la position de la balance des paiements et à la question des mécanismes d'ajustement de ladite balance. Au lieu de se fonder sur des bilans partiels (services, capitaux), la théorie monétaire se base néanmoins sur la balance totale des paiements (balance-devises). Ce n'est pas la politique économique nationale qui détermine au moins partiellement l'expansion du produit national, le niveau des prix et celui des taux d'intérêt, ces grandeurs influençant à leur tour la position de la balance des paiements, mais en cas de validité des rapports internationaux des prix et des taux d'intérêt ces grandeurs sont données exogènes. C'est plutôt la situation sur le marché monétaire national (et de ce fait aussi la politique monétaire nationale) qui constitue la cause primaire et immédiate de la position de la balance des paiements. Finalement, une croissance élevée du PNB, des taux élevés de hausse des prix et un niveau réduit des taux d'intérêt ne conduisent pas, comme pensent les tenants de la théorie traditionnelle de la balance des paiements, à des déficits, mais au contraire à des excédents de ladite balance.

Dans un exposé de la théorie monétaire de la balance des paiements, l'on cherche ensuite à expliciter ces divergences à première vue surprenantes. Dans une appréciation critique, l'auteur compare enfin les résultats théoriques de la théorie monétaire de la balance des paiements et les conclusions des recherches empiriques sur la théorie traditionnelle concurrente.