

## Die Rolle der "international financial instability" in der längerfristigen Entwicklung der Weltwirtschaft

### Problemstellung

Das anhaltend kräftige Produktionswachstum in den ersten drei Jahrzehnten der Nachkriegszeit und die etwa doppelt so starke Expansion des internationalen Handels haben die Interdependenzen der Weltwirtschaft enorm erhöht. Dies gilt sowohl für die Gütermärkte als auch für die Finanzmärkte. Besonders die letzten 15 Jahre zeigten, wie wichtig es für das weltwirtschaftliche Wachstumstempo ist, daß die Export- und Importpläne aufeinander abgestimmt sind und größere Diskrepanzen durch Finanzströme ausgeglichen werden, sodaß keine Ländergruppe ihre reale Nachfrage drastisch einschränken muß (besonders eindrucksvolle Beispiele für "Reibungsverluste" im weltwirtschaftlichen Kreislauf sind die Folgen der beiden Erdölpreisschocks oder der Schuldenkrise der Entwicklungsländer). In der vorangegangenen Expansionsphase hatten verschiedene institutionelle Rahmenbedingungen den Grad der weltwirtschaftlichen Koordination erhöht. Im Hinblick auf die Gütermärkte gehörten dazu etwa der Marshall-Plan, später die verschiedenen Abkommen zur Handelsliberalisierung vom Zollabbau (GATT u. a.) bis zu den Integrationsverträgen (EWG, EFTA u. a.), in den sechziger Jahren auch die wachsende Entwicklungshilfe. Die Wirtschaftspolitik der einzelnen Staaten wurde durch den keynesianischen Grundkonsens indirekt koordiniert, die Finanzmärkte durch ein System fester Wechselkurse und fester Zinssätze stabilisiert. Dies förderte nicht nur den internationalen Handel und die Investitionstätigkeit, sondern dämpfte auch gemeinsam mit dem schwachen Preisauftrieb in den USA als Leitwährungsland die Weltinflation. Auch kam es zu keinen starken Verschiebungen der Terms of Trade. Diese Rahmenbedingungen reichten daher zur Abstimmung von Exporten und Importen, es kam zu keinen starken und abrupten Saldenausweitungen, was wiederum Volumen und Wachstum der finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten dämpfte und so eine ausgeprägte internationale Finanzspekulation nicht entstehen ließ. In der zweiten Hälfte der sechziger Jahre stieg jedoch die Inflation in den USA nicht zuletzt im Zusammenhang mit dem Vietnam-Krieg deutlich, gleichzeitig nützten die USA ihre Rolle als Leitwährungsland und finanzierten ihre wachsenden Leistungsbilanzdefizite mit Dollarexporten. Dies führte schließlich zum Zusammenbruch der Weltwäh-

rungsordnung (Bretton Woods) und zu einer starken Dollarabwertung. Diese entwertete wieder die Exporterlöse der Rohstoffexporteure — insbesondere der OPEC, die gemeinsam mit den multinationalen Erdölgesellschaften durch den ersten Erdölpreisschock eine Umverteilung zu ihren Gunsten durchsetzte, die weit über die durch die Dollarabwertung bedingten Terms-of-Trade-Verluste hinausging. Seither setzten sich die weltweiten Verteilungskämpfe fort, deren wichtigste Variable der Zinssatz und der Wechselkurs des Dollars als Weltwährung sowie die Rohstoffpreise sind. Diese Verteilungskämpfe verursachen hohe "Reibungsverluste" im Ablauf des internationalen Güter- und Finanzierungskreislaufs (Kreditrestriktionen, neuer Protektionismus u. a.), die wieder das gesamte Wachstumstempo reduzieren.

Was somit für ein einzelnes Land gilt, scheint auch für die Weltwirtschaft relevant: daß gesamtwirtschaftliche Prozesse kein Null-Summenspiel darstellen, daß Verteilungskonflikte einer Koordination bedürfen, um ein maximales Wachstum des zur Verteilung kommenden Produktes zu erreichen. Während aber in einem einzelnen Staat die Wirtschaftspolitik vermittelnd eingreifen kann, ist dies auf weltwirtschaftlichem Niveau mangels supra-nationaler Institutionen nicht möglich (die Situation kann daher in das "prisoner's dilemma" einrasten). Vielmehr hat sich das Koordinationspotential internationaler Organisationen gerade in der Phase zunehmender Desintegration der Weltwirtschaft verringert.

In diesem Abschnitt sollen wichtige Merkmale der Weltwirtschaft als geschlossenem System zusammengefaßt werden. Zunächst wird die Verteilung der Weltproduktion auf die wichtigsten Ländergruppen und ihre zeitliche Entwicklung beschrieben, dann wird die globale Verflechtung der Ländergruppen durch den internationalen Handel dargestellt und das Zusammenwirken von Produktion und Handel betrachtet. An Hand der Entwicklung der Handelsbilanzsalden wird das Funktionieren des weltwirtschaftlichen Kreislaufs in den verschiedenen Entwicklungsphasen dargestellt. Die Analyse der Saldenakkumulation und damit der Entwicklung der "stocks" von finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten leitet über zu einer Diskussion des Zusammenwirkens von Gütermärkten und Finanzmärkten und damit zur "international financial instability hypothesis".

**Struktur und Entwicklung der Weltproduktion nach Ländergruppen**

Übersicht 1 stellt Struktur und Entwicklung der Weltproduktion nach Ländern bzw. Ländergruppen in einheitlicher Kaufkraft dar<sup>1)</sup> 1982 entfiel nicht ganz die Hälfte (45,3%) der Weltproduktion auf die Industrieländer, davon wurden 18,0% in den USA, 7,4% in Japan und der Rest (19,9%) in den übrigen westlichen Industrieländern (Westeuropa, Australien, Neuseeland und Südafrika) erwirtschaftet 1964 hatte das weltwirtschaftliche Gewicht der Industrieländer noch 55,1% betragen. Die NODC-Gruppe ("non-oil developing countries") konnte ihren Anteil an der Weltproduktion merklich erhöhen (von 18,8% auf 21,3%), ebenso die Planwirtschaften (von 21,5% auf 28,8%). Der Wachstumsprozeß der Weltwirtschaft zeigt somit folgendes Muster: Je niedriger das Entwicklungsniveau, desto größer die wirtschaftliche Dynamik. Dies zeigt sich auch innerhalb der einzelnen Ländergruppen: So wuchsen die USA und Großbritannien viel langsamer als der Durchschnitt der Industrieländer, Japan, Frankreich und — in abgeschwächtem Ausmaß — auch Italien aber rascher. Auch innerhalb der Planwirtschaften zeigt sich ein ähnliches Entwicklungsmuster. (Eine Ausnahme davon stellt das unterdurchschnittliche Wachstum der ärmsten Entwicklungsländer dar — offenbar sind in Marktwirtschaften ein Mindestniveau und eine entsprechende Infrastruktur Voraussetzung für einen industriellen "take-off".) Interessant ist, daß sich seit Beginn der achtziger Jahre die Wachstumsdifferenzen verkehrten: Am

stärksten expandierte die US-Wirtschaft, am schwächsten die der Entwicklungsländer, gleichzeitig sank das mittelfristige Wachstum der Weltwirtschaft auf das niedrigste Niveau der Nachkriegszeit. Dies läßt folgende Hypothese formulieren: Solange der weltwirtschaftliche Kreislauf reibungslos abläuft, stabilisiert die durch den Nachholbedarf bedingt starke Nachfrage der weniger entwickelten Länder das Wachstum der Weltwirtschaft auf relativ hohem Niveau, mit der Tendenz zu einer gleichmäßigeren Verteilung von Einkommen und Produktion geht eine wachsende Verschuldung der "aufholenden" Länder einher. (Ihre Nachfrage wächst noch stärker als ihre Produktion.) Sobald finanzielle Restriktionen den weltwirtschaftlichen Güter- und Finanzkreislauf "stören", sinkt das allgemeine Wachstumstempo. Davon sind weniger entwickelte Länder wegen ihres Bedarfs an Realkapital (einschließlich Technologie) am stärksten betroffen. Dadurch vergrößert sich wieder die Ungleichheit der Einkommensverteilung im Weltmaßstab. Dies stellt nur die Hypothese eines typischen Ablaufs dar, in der Realität wird dieses Bild besonders durch den "Sonderfall" der OPEC gestört. Abstrahiert man davon in einem "Gedankenexperiment", so findet man in der weltwirtschaftlichen Entwicklung der Nachkriegszeit eine Bestätigung für diese Hypothese. Dies gilt besonders, wenn man auch die Entwicklung innerhalb der Industrieländer betrachtet, wo ein Zusammentreffen von Massentechnologie mit einer Stärkung der Massenkaufkraft durch keynesianisches "Glaubensbekenntnis" ein hohes Wachstum bei gleichzeitig (relativ) sinkender Einkommensungleichheit bewirkte. Mit der neuerlichen Wachstumsabschwächung seit Ende der siebziger Jahre nahmen nicht nur die Einkommensunterschiede, sondern auch die soziale Ungleichheit in einem weiteren Sinn wieder zu (z. B. durch die vielschichtigen Auswirkungen wachsender Arbeitslosigkeit, etwa auf die Berufschancen von Frauen, Jugendlichen u. a.).

Abbildung 1 zeigt den weltwirtschaftlichen Wachstumsprozeß nach Ländergruppen (für die Periode bis 1973 standen keine Daten über das Wachstum der NODC-Gruppe in den einzelnen Jahren zur Verfügung — in der Zeichnung wird daher der Trendwert 1964/1973 abgebildet). Interessant ist, daß der erste Erdölpreisschock das Produktionswachstum in den Planwirtschaften und den NODC nur sehr schwach beeinträchtigte. In der NODC-Gruppe ging das Wachstumstempo außerdem nur im Jahr 1975 zurück, offenbar stärker durch die schon 1974 einsetzende Rezession der Industrieländer beeinflusst als direkt durch die Erdölpreiserhöhung. Überdies ermöglichte der niedrige Zinssatz und Wechselkurs des Dollars eine günstige Defizitfinanzierung. Wie wichtig dies war, zeigt ein Vergleich mit der Periode nach dem zweiten Erdölpreisschock (1979). Zwar setzte die NODC-Gruppe ihr hohes Importwachstum bis

<sup>1)</sup> Im Original geht dem eine Darstellung der Entwicklungsniveaus der wichtigsten Länder und Ländergruppen voraus (gemessen am BIP je Kopf in einheitlicher Kaufkraft). Auch wird das Verhältnis von Weltproduktion und Welthandel diskutiert

Übersicht 1

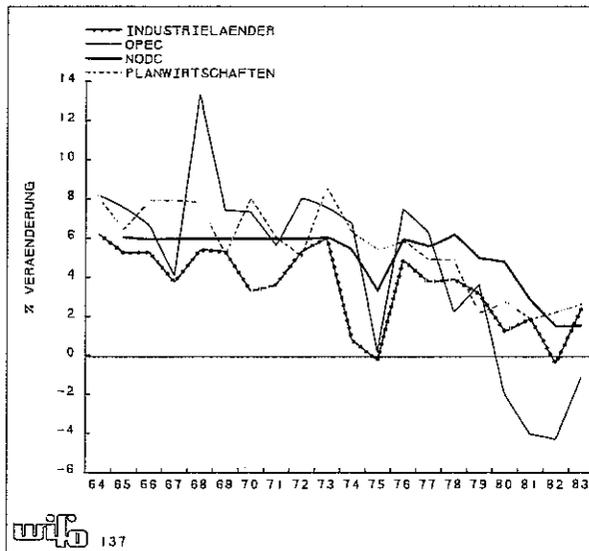
**Regionale Struktur und langfristige Entwicklung der Weltwirtschaft**

In internationalen Dollar, zu Preisen von 1975

	Reales Brutto-Inlandsprodukt (Netto-Materialprodukt)				
	1964	1964/1973	1973	1973/1982	1982
	Anteile in %	Durchschnittliche jährliche Veränderung in %	Anteile in %	Durchschnittliche jährliche Veränderung in %	Anteile in %
<i>Marktwirtschaften</i>					
Industrieländer	55,1	+4,8	50,7	+2,1	45,3
USA	24,2	+3,9	20,6	+1,8	18,0
Japan	5,3	+9,3	7,2	+3,8	7,4
BRD	5,6	+4,2	4,9	+1,7	4,3
Frankreich	4,1	+5,4	4,0	+2,4	3,7
Großbritannien	4,4	+3,0	3,5	+0,8	2,8
Italien	3,0	+5,1	2,9	+2,1	2,6
OPEC	4,5	+7,5	5,3	+1,7	4,6
NODC	18,8	+6,0	19,3	+4,5	21,3
<i>Planwirtschaften</i>					
RGW	13,7	+7,0	15,3	+4,1	16,2
China	7,8	+8,1	9,5	+6,6	12,6
Welt	100,0	+5,7	100,0	+3,4	100,0

Abbildung 1

Wirtschaftswachstum nach Ländergruppen



Übersicht 2

Struktur des Welthandels nach Ländergruppen

	Nominell				Welt
	Industrie-länder	OPEC	NODC	Planwirt-schaften	
	Anteile in %				
Industrielländer					
1964	51,2	4,6	10,1	2,4	68,3
1973	55,0	5,9	8,5	2,7	72,1
1982	45,1	8,6	8,8	3,2	65,7
OPEC					
1964	2,9	0,0	0,3	0,3	3,5
1973	2,9	0,0	0,4	0,3	3,6
1982	6,3	0,2	1,0	0,7	8,2
NODC					
1964	11,5	1,2	2,7	1,4	16,9
1973	9,7	1,3	2,2	1,2	14,4
1982	9,7	2,8	3,2	1,4	17,0
Planwirtschaften					
1964	2,6	0,1	1,0	7,7	11,4
1973	3,3	0,1	0,7	5,7	9,9
1982	2,9	0,2	0,8	5,2	9,1
Welt					
1964	68,1	5,9	14,0	11,9	100,0
1973	70,8	7,3	11,9	10,0	100,0
1982	64,0	11,7	13,8	10,4	100,0

1981 fort, wodurch sie den Wachstumseinbruch dämpfen bzw. hinauszögern konnte, die enorm gestiegenen Finanzierungskosten und die reale Erhöhung ihrer aushaftenden Schuld durch die Dollaraufwertung ließen jedoch ihr Leistungsbilanzdefizit sprunghaft steigen. Darauf reagierten die Banken mit einer drastischen Kreditrestriktion (1982). Dies zwang die Entwicklungsländer zu einer abrupten Reduktion ihrer Importe, was sowohl ihre eigene Wirtschaft als auch jene in den Industrieländern dämpfte.

**Entwicklungstendenzen in der Verflechtung der Weltwirtschaft**

Zwischen 1964 und 1973 war der Welthandel mit +8,9% pro Jahr viel rascher gewachsen als die Produktion (+5,7%). Dementsprechend stieg die Weltimportquote von 8,8% auf 11,5%. Seither hat sie jedoch kaum mehr zugenommen, da die Wachstumskrise die internationalen Transaktionen besonders stark betroffen hat. Die Aktivitäten haben sich im Vergleich zur Expansionsphase der Nachkriegszeit vom weltwirtschaftlichen zum binnenwirtschaftlichen Kreislauf verschoben. Die enorme Umverteilung zugunsten der OPEC geht deutlich daraus hervor, daß diese Ländergruppe das niedrigste Wirtschaftswachstum (+1,7%), aber das größte Importwachstum (+15,0%) aufwies, ihre Importquote hat sich somit verdreifacht (von 7,7% auf 23,3%). In allen anderen Ländergruppen hat sie stagniert, in den Planwirtschaften ist sie sogar zurückgegangen.

Übersicht 2 zeigt die Verflechtung der nominellen Welthandelsströme (die Gliederung entspricht der üblichen Darstellung des internationalen Handels in Matrixform: Jede Zeile beschreibt die Exporte eines

Landes in die verschiedenen Bezugsländer, jede Spalte die Importe aus den verschiedenen Lieferländern). 1982 entfielen etwa zwei Drittel auf die Exporte und Importe der Industrieländer, rund 10% auf die OPEC und etwa 15% auf die NODC (bei diesen beiden Ländergruppen differieren freilich die Export- und Importanteile erheblich) sowie 10% auf die Planwirtschaften. Je höher der wirtschaftliche Entwicklungsgrad, desto größer ist die Bedeutung des Handels innerhalb einer Ländergruppe: So entfielen 1982 zwei Drittel des Außenhandels der Industrieländer auf den Intra-Handel, bei den Planwirtschaften war es noch etwas mehr als die Hälfte, während sein Gewicht in den Entwicklungsländern weniger als 20% ausmacht. Denn während der Bedarf der relativ rückständigen Länder an Industriewaren besonders stark expandiert, ist die Einkommenselastizität der Industrieländernachfrage nach Rohstoffen deutlich kleiner als 1. Diese unterschiedliche Nachfrageelastizität wirft ein saldenmechanisches Problem von grundsätzlicher Bedeutung auf: Soll das Leistungsbilanzdefizit und damit die Verschuldung der Entwicklungsländer nicht explodieren, so müssen ihre Importe auf den Wachstumspfad der Importe der Industrieländer (= Exportwachstum der Entwicklungsländer) gedrückt werden. Unter der Bedingung, daß die Produkte der Entwicklungsländer in der Bedürfnishierarchie der Industrieländer niedriger stehen als umgekehrt, und daß überdies das globale Wachstumspotential der weniger entwickelten Länder höher ist (und nicht gedrosselt werden soll), gibt es nur einen Ausweg aus diesem Dilemma: Die Preise für Rohstoffe müssen im Vergleich zu Industriewaren kontinuierlich steigen, um den Unterschied in der Einkommenselastizität und im Wachstumstempo zwischen

Industrielländern und Entwicklungsländern auszugleichen. Dies würde auch der Tatsache entsprechen, daß viele Rohstoffe erschöpfbare Ressourcen darstellen. Mangels einer internationalen Koordination der Rohstoffmärkte können relative Preissteigerungen offenbar nur unter spezifischen institutionellen und politischen Bedingungen und überdies nur abrupt durchgesetzt werden (siehe die beiden Erdölpreisschocks durch die OPEC). Die NODC-Gruppe war dazu nicht imstande, die relativen Preise ihrer Produkte sanken nach 1973 deutlich, sodaß sich ihre finanzielle Lage ständig und seit 1979 rapid verschlechterte, obwohl ihre Exporte real stärker wuchsen als ihre Importe (im Gegensatz zu den sechziger Jahren).

Die Problematik der "Reibungsverluste" im weltwirtschaftlichen Kreislauf geht aus der Entwicklung des intra-industriellen Handels besonders deutlich hervor: Dieser stellt das bedeutendste Welthandelssegment dar, gleichzeitig ging seine Dynamik seit 1973 am stärksten zurück (sein Anteil sank von 55,0% auf 45,1%). Ex post scheint dies fast paradox, weil der intra-industrielle Handel zumindest von der Saldenausweitung durch die beiden Erdölpreisschocks (definitorisch) nicht berührt wird. Dafür scheinen zwei Verhaltensweisen maßgebend: Erstens wird eine starke Verschlechterung der Leistungsbilanz als globales Problem begriffen und unter anderem durch globale Importrestriktionen beantwortet. Zweitens wird das Zusammenwirken von solchen Reaktionsweisen im Gesamtsystem aller Länder nicht (hinreichend) bedacht. Während die Wirtschaftspolitik innerhalb der einzelnen Volkswirtschaften zumindest noch in den siebziger Jahren in globalen Kreislaufzusammenhängen dachte (Struktureffekte aber häufig vernachlässigte), war sie in bezug auf weltwirtschaftliche Zusammenhänge gewissermaßen "mikroökonomisch" orientiert.

Übersicht 3 zeigt die realen Wachstumsraten des in-

ternationalen Handels kreuzklassifiziert nach Ländergruppen in den beiden Perioden vor und nach 1973. Insgesamt war das Welthandelswachstum von 8,9% auf 4,0% pro Jahr gesunken. Die enorme Verschiebung der Terms of Trade und damit der Kaufkraft zugunsten der OPEC wird durch einen Vergleich von Export- und Importentwicklung deutlich. Seit 1973 verringerte die OPEC ihre Exporte um 7,0% pro Jahr, dennoch konnte sie die Importe um 15,0% jährlich ausweiten (gleichzeitig stiegen auch noch die Handelsbilanzüberschüsse weiter). Umgekehrt wuchsen die NODC-Exporte mit +6,5% gleich rasch wie vor 1973, während das Importwachstum von 7,3% auf 5,1% gedrosselt wurde; dennoch verschlechterte sich der Handelsbilanzsaldo stark<sup>2)</sup>.

Übersicht 4 zeigt die Dynamik der Saldenentwicklung im Welthandel: 1964 war die gesamte Handelsbilanz der Industrieländer und Planwirtschaften ausgeglichen, die OPEC wies einen leichten Überschuß und die NODC-Gruppe ein etwa gleich hohes Defizit auf. Bis 1973 hat sich der OPEC-Überschuß mehr als verfünffacht, das Defizit der Entwicklungsländer etwa verdreifacht. Der Prozeß der Saldenausweitung intensivierte sich danach noch stärker, nicht zuletzt als Folge der beiden Erdölpreisschocks.

Die Kreuzklassifikation der Handelsbilanzsalden bildet grob Struktur und Entwicklung der internationalen Arbeitsteilung ab: Die Industrieländer weisen ein Defizit gegenüber der OPEC und einen Überschuß gegenüber den sonstigen Entwicklungsländern auf.

<sup>2)</sup> In der Originalversion wird auch die Entwicklung der Terms of Trade zwischen den vier Ländergruppen — differenziert nach den vier wichtigsten Güterarten — behandelt. Sie stellt einen weiteren wichtigen Grund für das Entstehen der Saldenausweitung und damit der Finanzierungsprobleme in den internationalen Wirtschaftsbeziehungen dar.

Übersicht 3  
Entwicklung des Welthandels nach Ländergruppen

	Real				
	Industrie-länder	OPEC	NODC	Planwirt-schaften	Welt
	Durchschnittliche jährliche Veränderung in %				
<b>Industrielländer</b>					
1964/1973	+ 9,5	+ 9,8	+ 6,6	+ 10,0	+ 9,1
1973/1982	+ 3,3	- 8,5	+ 4,8	+ 7,4	+ 3,0
<b>OPEC</b>					
1964/1973	+ 9,6	+ 5,2	+ 14,0	+ 9,2	+ 10,0
1973/1982	+ 14,5	+ 18,5	+ 17,8	+ 15,5	+ 15,0
<b>NODC</b>					
1964/1973	+ 7,6	+ 7,9	+ 5,6	+ 7,9	+ 7,3
1973/1982	+ 4,9	- 3,8	+ 8,3	+ 6,2	+ 5,1
<b>Planwirtschaften</b>					
1964/1973	+ 11,6	+ 18,5	+ 6,0	+ 8,1	+ 9,1
1973/1982	+ 4,1	- 4,6	+ 9,3	+ 0,2	+ 2,5
<b>Welt</b>					
1964/1973	+ 9,3	+ 9,6	+ 6,6	+ 8,6	+ 8,9
1973/1982	+ 4,2	- 7,0	+ 6,5	+ 4,0	+ 4,0

Übersicht 4

Entwicklung der Salden im Welthandel nach Ländergruppen

	Industrie-länder	OPEC	NODC	Planwirt-schaften	Welt
	Mrd \$				
<b>Industrielländer</b>					
1964	0	+ 3,0	- 2,5	- 0,2	+ 0,3
1973	0	+ 17,3	- 6,8	- 3,1	+ 7,4
1982	0	+ 42,8	- 17,7	+ 5,4	+ 30,5
<b>OPEC</b>					
1964	- 3,0	0	- 1,6	+ 0,4	- 4,2
1973	- 17,3	0	- 5,0	+ 0,9	- 21,4
1982	- 42,8	0	- 31,6	+ 8,4	- 66,0
<b>NODC</b>					
1964	+ 2,5	+ 1,6	0	+ 0,8	+ 4,8
1973	+ 6,8	+ 5,0	0	+ 2,8	+ 14,6
1982	+ 17,7	+ 31,6	0	+ 10,2	+ 59,5
<b>Planwirtschaften</b>					
1964	+ 0,2	- 0,4	- 0,8	0	- 0,9
1973	+ 3,1	- 0,9	- 2,8	0	- 0,6
1982	- 5,4	- 8,4	- 10,2	0	- 24,0
<b>Welt</b>					
1964	- 0,3	+ 4,2	- 4,8	+ 0,9	0
1973	- 7,4	+ 21,4	- 14,6	+ 0,6	0
1982	- 30,5	+ 66,0	- 59,5	+ 24,0	0

Diese Konstellation hatte sich schon 1964 ergeben (1982 kam noch ein Defizit gegenüber den Planwirtschaften hinzu, das in erster Linie auf die Verteuerung der Brennstoffe zurückzuführen ist) Die OPEC hat nur gegenüber den Planwirtschaften ein Defizit, da der Erdölhandel zwischen diesen Ländergruppen keine Rolle spielt. Der Außenhandel der NODC ist in allen Vergleichsperioden und gegenüber allen Ländergruppen defizitär, jener der Planwirtschaften relativ ausgeglichen.

Da Salden von Jahr zu Jahr besonders stark schwanken können, zeigt Übersicht 5 ihre akkumulierten Werte in den neun Jahren vor und nach 1973. In dieser Darstellung wird das Ausmaß der Saldenausweitung und ihrer Konsequenzen für die finanzielle Verflechtung der Weltwirtschaft deutlich. Die Summe der akkumulierten Überschüsse bzw. Defizite war nach 1973 fast zehnmal so hoch wie vorher. Dadurch nahmen auch die Finanzierungsbedingungen für die Welthandelsentwicklung enorm an Bedeutung zu (Zins- und Wechselkurs des Dollars, Kreditlaufzeiten, institutionelle Faktoren wie fixe oder schwankende Zinsklauseln etc.). Dazu kommen die Kreditbereitschaft der "Überschußländer" bzw. die entsprechenden Konflikte innerhalb dieser Länder: So ist der Unternehmenssektor an einer Ausweitung der Kredite an Schuldnerländer zum Zweck der Exportfinanzierung interessiert, die Finanzierungsbereitschaft des Bankensektors sinkt jedoch mit zunehmendem Verschuldungsgrad. Da auch der Staat — nicht zuletzt aus Gründen der Arbeitsplatzsicherung — an einem Exportwachstum besonders interessiert ist, setzen Kreditrestriktionen erst relativ spät ein. Der durch die Saldenausweitung gestiegene "Recycling"-Bedarf ließ die Euromärkte seit Anfang der siebziger Jahre enorm wachsen. Dieses Finanzsystem hat de facto die Funktion der Liquiditätsversorgung der Weltwirtschaft übernommen (gewissermaßen als extra-nationales Substitut einer supra-nationalen Währungsbe-

hörde im Sinne der "clearing union" von Keynes), ist jedoch keinerlei Regeln unterworfen, sodaß Schwankungen von Zinssätzen, Wechselkursen oder der Einschätzung des "borrower's risk" auf die Kreditvergabe und damit die Wachstumsmöglichkeiten des Welthandels durchschlagen<sup>3)</sup>.

Als erster Indikator für die realen Kosten der Defizitfinanzierung wird der Eurodollarzins mit den Unit values der Weltexporte (in Dollar) deflationiert. Da sich die so gemessene Weltinflation in Dollar in den vier Jahren nach 1973 kräftig beschleunigte (von 5,1% auf 13,2%), gingen die realen Kosten der Defizitfinanzierung stark zurück: Während das reale Weltzinsniveau zwischen 1964 und 1973 bei 1,6% gelegen war, fiel es in den folgenden vier Jahren auf —6,6%. Dabei spielt ein dritter Faktor eine entscheidende Rolle, der Wechselkurs des Dollars gegenüber den übrigen Währungen. Denn die starke Dollarabwertung hatte zwar die Weltinflation (gerechnet in Dollar) erheblich beschleunigt, das nominelle Dollarzinsniveau war jedoch viel schwächer gestiegen. Die umgekehrte Entwicklung zeigte sich nach 1977: Die Weltinflation (in Dollar) sank auf die Hälfte (6,7%), gleichzeitig stieg der Dollarzins auf 12,9%, sodaß sich der Realzins sprunghaft erhöhte (von —6,6% auf +5,8%). Diese Entwicklung führte nicht unmittelbar zu einem Importrückgang der Schuldnerländer, vielmehr wurden die wachsenden Leistungsbilanzdefizite zunächst durch weitere Kredite finanziert, die durch die Zinseszinsmechanik explosiv steigen.

**"International financial instability" und der weltwirtschaftliche Güter- und Finanzierungskreislauf**

Im folgenden wird versucht, die Beobachtungen über diese Zusammenhänge zu präzisieren, um so erste Hypothesen über die "international financial instability" und ihre Auswirkungen auf den güter- und finanzwirtschaftlichen Kreislauf der Weltwirtschaft zu gewinnen. Zunächst soll der Zusammenhang zwischen dem Wechselkurs des Dollars als Weltwährung und der Weltinflation untersucht werden. Denn die enormen Schwankungen des Inflationstempos (in Dollar) haben zum sprunghaften Wechsel des Realzinsniveaus stärker beigetragen als die Schwankungen des Nominalzinses.

**Entwicklung von Dollarkurs und Weltinflation**

Das erste Diagramm von Abbildung 2 stellt den Verlauf des Dollarkurses gegenüber den wichtigsten anderen Währungen dar. Dabei wird sowohl der vom In-

<sup>3)</sup> Im Original findet sich noch eine ausführlichere Darstellung der Welthandelsentwicklung und ihrer wichtigsten Bestimmungsgründe.

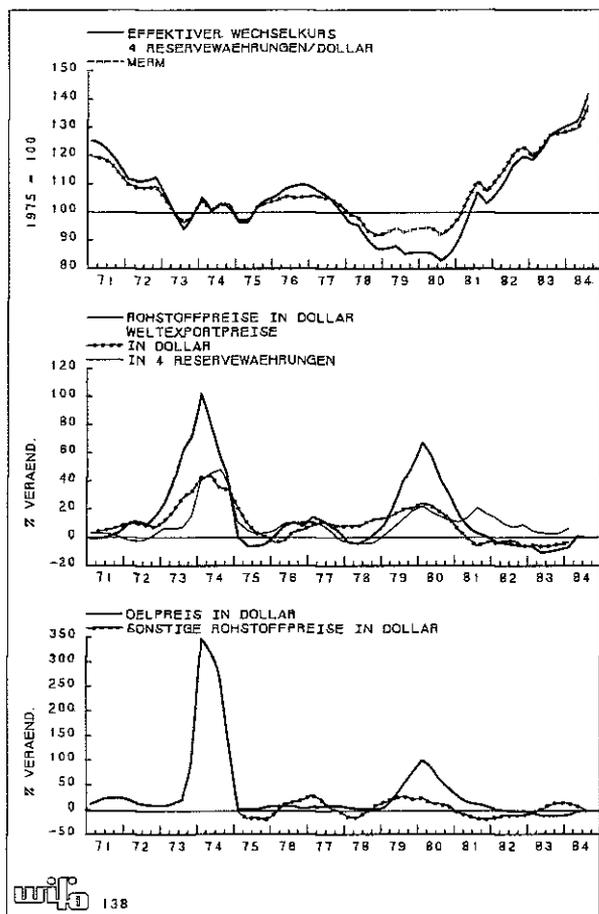
Übersicht 5

**Kumulierte Salden im Welthandel nach Ländergruppen**

	Industrie- länder	OPEC	NODC	Planwirt- schaften	Welt
	Mrd \$				
<b>Industrieländer</b>					
1964/1973	0	+ 69,8	- 51,7	- 8,3	+ 9,8
1973/1982	0	+596,3	-159,4	- 42,2	+394,7
<b>OPEC</b>					
1964/1973	- 69,8	0	- 23,2	+ 5,8	- 87,2
1973/1982	-596,3	0	-239,5	+ 30,5	-805,3
<b>NODC</b>					
1964/1973	+ 51,7	+ 23,2	0	+ 14,1	+ 89,1
1973/1982	+159,4	+239,5	0	+ 56,7	+455,6
<b>Planwirtschaften</b>					
1964/1973	+ 8,3	- 5,8	- 14,1	0	- 11,6
1973/1982	+ 42,2	- 30,5	- 56,7	0	- 45,0
<b>Welt</b>					
1964/1973	- 9,8	+ 87,2	- 89,1	+ 11,6	0
1973/1982	-394,7	+805,3	-455,6	+ 45,0	0

Abbildung 2

Wechselkurs des Dollars und internationale Inflationentwicklung



ternationalen Währungsfonds errechnete effektive Wechselkurs (MERM) abgebildet als auch ein einfacher Index, der den Preis eines Dollars in einem Bündel der vier anderen Reservewährungen (DM, Yen, Franc, Pfund) ausdrückt, wobei als Gewichte jene der Sonderziehungsrechte (SDR) verwendet werden. Wie man sieht, zeigen beide Indizes einen ähnlichen Verlauf, doch streut der zweite stärker. Das zweite Diagramm zeigt, daß die Rohstoffpreise (in Dollar) etwa ein Jahr nach Beginn der ersten Dollarabwertung (1971) zu steigen begannen. Zwischen 1972 und 1973 (jeweils III Quartal) waren die Rohstoffpreise bereits um 64,1% gestiegen, nicht zuletzt als Reaktion auf die starke Dollarabwertung (-22,8% gegenüber den übrigen Reservewährungen seit dem III Quartal 1971). Denn da die meisten Rohstoffe in Dollar notieren, die Produzentländer aber aus den verschiedensten Ländern Güter importieren (und entsprechende Devisen benötigen), bedeutet jede Abwertung der Leitwährung ein Sinken des realen Wertes der Exporterlöse der Rohstoffproduzenten. Der Preisanstieg bis zum III. Quartal 1973 ging primär von den Rohstoffen ohne Erdöl aus, denn der Rohölpreis hatte sich ge-

genüber dem Vorjahr um nur 22,2% erhöht. Dadurch waren die OPEC-Länder doppelt getroffen: Der Dollarsturz entwertete ihre realen Exporterlöse (zudem auch die Preise für Industriewaren seit Ende 1972 weltweit anzogen), und zusätzlich verteuerten sich die sonstigen Rohstoffe. Der Jom-Kippur-Krieg (Oktober 1973) unmittelbar nach dem Tiefpunkt der Dollarabwertung war daher eine günstige Gelegenheit, gemeinsam mit den multinationalen Erdölgesellschaften eine Erdölpreissteigerung durchzusetzen, die weit über die vorangegangene Umverteilung zu Lasten der OPEC hinausging.

Man könnte diesen Verlauf für zufällig halten, hätte er sich nicht einige Jahre später wiederholt: In der zweiten Jahreshälfte 1977 begann der Dollar wieder stark zu fallen. Ein Jahr später zogen die Rohstoffpreise ohne Erdöl an (III Quartal 1978), gegen die Jahresmitte 1979 kam es dann zum zweiten Erdölpreisschock (siehe das dritte Diagramm der Abbildung 2), der wieder die Terms-of-Trade-Verluste der OPEC extrem überkompensierte (zwischen den III. Quartalen von 1977 und 1979 hatte der Dollar gegenüber den übrigen Reservewährungen um 19,0% an Wert verloren). Etwa ein halbes Jahr nach Beginn der Dollaraufwertung (III. Quartal 1980) begannen die Dollarpreise für sonstige Rohstoffe zu fallen, ein weiteres halbes Jahr später auch der Erdölpreis.

Von zentraler Bedeutung scheint folgende Beobachtung: Fällt der Wechselkurs des Dollars gegenüber den übrigen Reservewährungen, so erhöht sich das Tempo der Weltinflation unabhängig davon, welche Währung als gemeinsame Recheneinheit ("numéraire") gewählt wird. Dies wird aus dem zweiten Diagramm deutlich, das die Entwicklung der Weltexportpreise (Unit values) sowohl in Dollar als auch in den vier anderen Reservewährungen darstellt: Nach Phasen der Dollarabwertung steigt die Weltinflation stark, wobei das Tempo in den vier Reservewährungen gerechnet natürlich geringer ist als in Dollar (1972/1974, 1978/1980), umgekehrt sank die Weltinflation seit 1981 kontinuierlich, in Dollar sind die Preise sogar absolut gefallen. Diese Beobachtung ist deshalb interessant, weil a priori zu erwarten wäre, daß Wechselkursschwankungen nur die relativen Preise beeinflussen, nicht aber das globale Inflationstempo<sup>4)</sup>.

Eine Möglichkeit, die Auswirkungen der Dollarschwankungen auf die Weltinflation zu erfassen, bietet der Verbraucherpreisindex (VPI) aller Industrieländer, wie er vom Internationalen Währungsfonds berechnet wird. Hier werden die nationalen Indizes in Landeswährung zusammengewichtet. Ein solcher Gesamtindex müßte von Kursschwankungen der Weltwährung unabhängig sein, wenn diese nur die relativen Preise beeinflussen. Bei einer Dollarabwer-

<sup>4)</sup> Im Original wird weiters der Einfluß des Dollarkurses auf die US-Inflation diskutiert (im Vergleich zur alternativen Erklärung der Geldmengenentwicklung).

tung gegenüber der DM würde etwa das VPI-Wachstum in den USA beschleunigt, jenes in der BRD aber verzögert werden. Abbildung 3 zeigt jedoch, daß das Inflationsstempo in allen Industrieländern vom relativen Wert des Dollars mitbestimmt wird: Sinkt der relative Preis der Weltwährung, so beschleunigt sich die Weltinflation mit etwa einjähriger Verzögerung (1972/1974, 1978/1980), verteuert sich die Weltwährung, wird die Inflation gedämpft (1980/?).

In den gängigen Inflationstheorien (Kostendruck, Übernachfrage, Geldmengenwachstum) wird der hier postulierte Einfluß der Dollarschwankungen auf die Weltinflation nicht berücksichtigt. Für eine Erklärung dieser Zusammenhänge erscheinen folgende Problembereiche relevant:

- die Rolle des Dollars in der internationalen Einkommensverteilung, wobei wieder zwei Aspekte zu unterscheiden sind:
  - der Wechselkurs des Dollars als "flow price" und damit besonders seine Bedeutung für die Entwicklung der Weltmarktpreise, insbesondere für Rohstoffe (Verteilungskämpfe zwischen Produzenten und Konsumenten im Weltmaßstab),
  - der Wechselkurs des Dollars als "asset price" und damit insbesondere seine Bedeutung für die Kreditkosten und somit die Verteilung zwischen Gläubigern und Schuldern und ihre Auswirkungen auf die effektive Weltnachfrage

(dieser Aspekt wird später noch genauer untersucht);

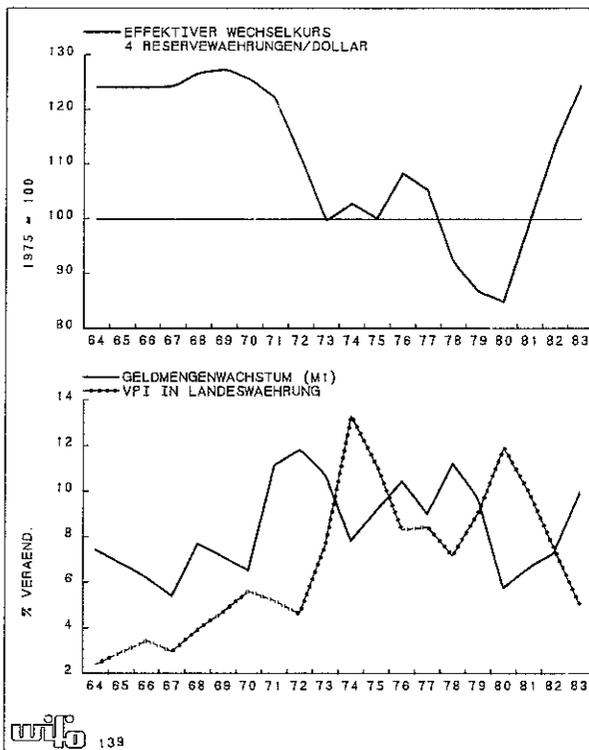
- die Rolle des Dollars als "numéraire" der Weltwirtschaft und sein Einfluß auf den Wechsel von inflationärem und deflationärem "Klima" und den Preissetzungsprozeß.

Auf Grund seiner Doppelfunktion als nationale Währung und als Leitwährung der Weltwirtschaft beeinflußt jede Wechselkursänderung des Dollars nicht nur die relativen Preise zwischen den USA und dem Rest der Welt, sondern unmittelbar auch zwischen sämtlichen Exporteuren und Importeuren von Gütern, die in Dollar notieren. Bedenkt man, daß etwa 40% des Welthandelsvolumens auf Rohstoffe entfallen, deren Preise überwiegend in der Weltwährung notieren, so bedeutet dies, daß der Wechselkurs des Dollars die Wirtschaftsbeziehungen zwischen sämtlichen einzelnen Ländern unmittelbar berührt. Verbilligt sich das Weltgeld relativ zu allen anderen Währungen, so führt dies ceteris paribus auch zu einer Verschlechterung der Terms of Trade und damit der relativen Einkommensposition aller Nettoexporteure von Rohstoffen und damit primär der Entwicklungsländer. Daher bedeutete die erste Dollarabwertung (1971/1973) auch eine enorme Eskalation im Verteilungskampf zwischen Nord und Süd. Davon war jene Ländergruppe am stärksten betroffen, deren Exporte fast ausschließlich aus einem Rohstoff bestehen, der fast ausschließlich in Dollar notiert, nämlich die OPEC. Als Gegenmaßnahme stand den Entwicklungsländern, insbesondere der OPEC, im wesentlichen nur eine Erhöhung der Rohstoffpreise in Dollar offen, sodaß im Nord-Süd-Verteilungskampf der siebziger Jahre zwei Variable besondere Bedeutung erlangten, der Dollarkurs und die Rohstoffpreise. In einem System, in dem die Preise zumindest teilweise durch Gewinnaufschläge auf die Kosten gesetzt werden, zieht jede starke Preisbewegung bei Rohstoffen eine weltweite Beschleunigung oder Dämpfung des Inflationstempos nach sich. Dies stellt die erste Erklärung für den ausgeprägten Zusammenhang zwischen dem Dollarkurs und dem Tempo der Weltinflation dar.

Die zweite Erklärung betrifft den Dollar als "asset price" bzw. "liability price": Jede Abwertung des Dollars bedeutet eine relative Entwertung der internationalen Forderungen bzw. Verbindlichkeiten (etwa 90% werden in Dollar gehalten) und somit eine Umverteilung zugunsten der internationalen Schuldner. Da diese Länder die stärkste "Überschußnachfrage" (= Leistungsbilanzdefizit) aufweisen, wird durch eine starke Dollarabwertung ein inflationärer Nachfrage Druck ausgelöst. Der umgekehrte Zusammenhang gilt für eine starke Dollaraufwertung, wodurch die internationale Schuldenlast aufgewertet und so das Nachfragepotential der Entwicklungsländer beschränkt wird (siehe die Entwicklung seit 1980). Eine weitere Erklärung mag darin liegen, daß der Dollar die

Abbildung 3

**Wechselkurs des Dollars, Inflation und Geldmenge in den Industrieländern**



gemeinsame Recheneinheit ("numéraire") für alle internationalen Transaktionen ist. Jede Dollarabwertung führt rein statistisch zu einer "Inflationierung" aller nominellen Transaktionen bzw. Preise, wenn sie in Weltgeldeinheiten umgerechnet werden. Daß Dollarabwertungen eine "Weltgeldillusion" hervorrufen und so ein inflationäres "Klima" fördern können, scheint deshalb nicht unplausibel. Besonders für den Ablauf der beiden Erdölpreisschocks und die dadurch ausgelöste zusätzliche Beschleunigung der Weltinflation mag das inflationäre "Klima" eine wichtige Rahmenbedingung gewesen sein.

Auf Grund der Wechselwirkung von Dollarkurs und Weltinflation läßt sich auch eine Hypothese über die Struktur des Inflationsprozesses innerhalb der einzelnen Volkswirtschaften formulieren: Sinkt der relative Preis der Weltwährung, dann werden sich die außenwirtschaftlichen Komponenten der Endnachfrage überdurchschnittlich verteuern, die Weltwirtschaft überträgt somit einen Inflationsschub auf die einzelnen Volkswirtschaften. Bei einer Aufwertung des Dollars geht umgekehrt ein Deflationsdruck von den weltwirtschaftlichen Transaktionen aus.

Abbildung 4

Wechselkurs des Dollars und Struktur der Inflation in der BRD

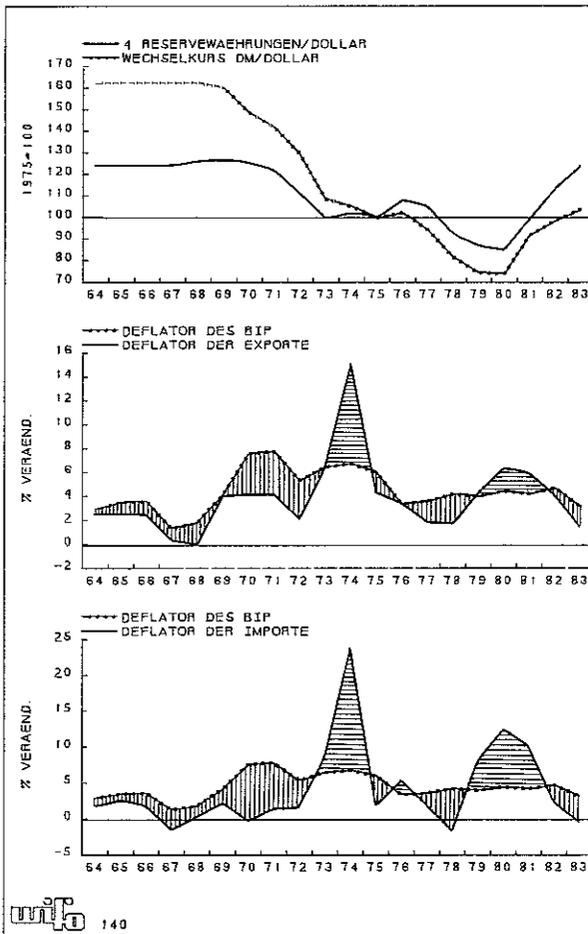


Abbildung 5

Wechselkurs des Dollars und Struktur der Inflation in den Industrieländern

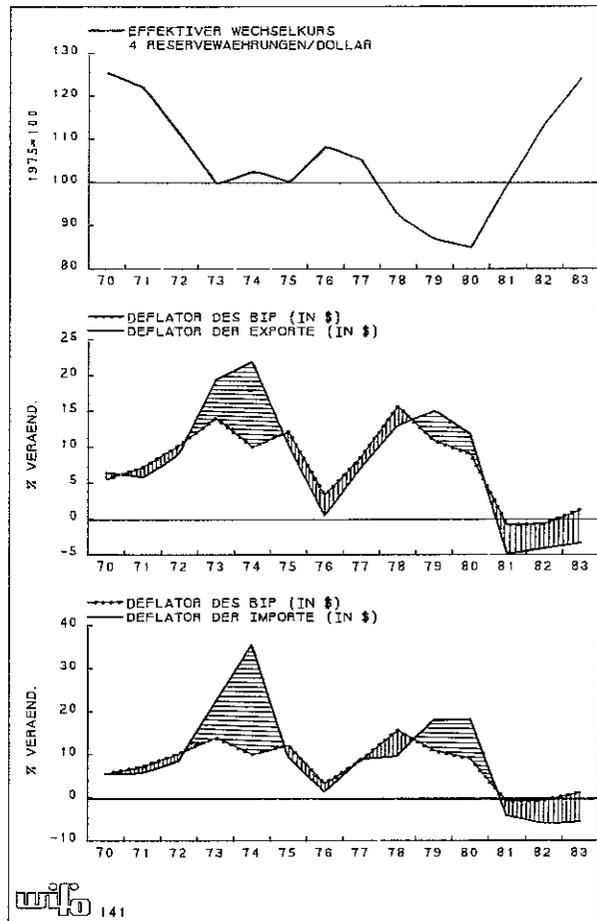


Abbildung 4 zeigt diese Zusammenhänge für die BRD, deren Währung sich ausgeprägt konträr zum Dollar entwickelt: Obwohl die DM Anfang der siebziger Jahre besonders stark gegenüber dem Dollar aufgewertet hatte, ging zwischen 1973 und 1975 ein starker Inflationsschub von den außenwirtschaftlichen Transaktionen aus; das gleiche gilt für den Zeitraum 1979 bis 1981 (Diese Entwicklung hängt natürlich mit den beiden Erdölpreisschocks zusammen, die allerdings nicht unabhängig vom Kurs der Weltwährung gesehen werden dürfen.) Somit hat der globale Inflationseffekt einer Dollarabwertung (DM-Aufwertung) den relativen Preiseffekt überlagert. Auch die Auswirkungen der Dollaraufwertung seit Beginn der achtziger Jahre bestätigen dieses Muster: Obwohl die DM-Schwäche eine importierte Inflation hätte erwarten lassen, stiegen die Preise der außenwirtschaftlichen Transaktionen unterdurchschnittlich. (Der Rückgang der Weltmarktpreise in Dollar war noch stärker als der Abwertungseffekt der DM.) Abbildung 5 bestätigt diese Zusammenhänge für die Gesamtheit der Industrieländer

**Dollarzins, Weltinflation und internationale Realzinsentwicklung**

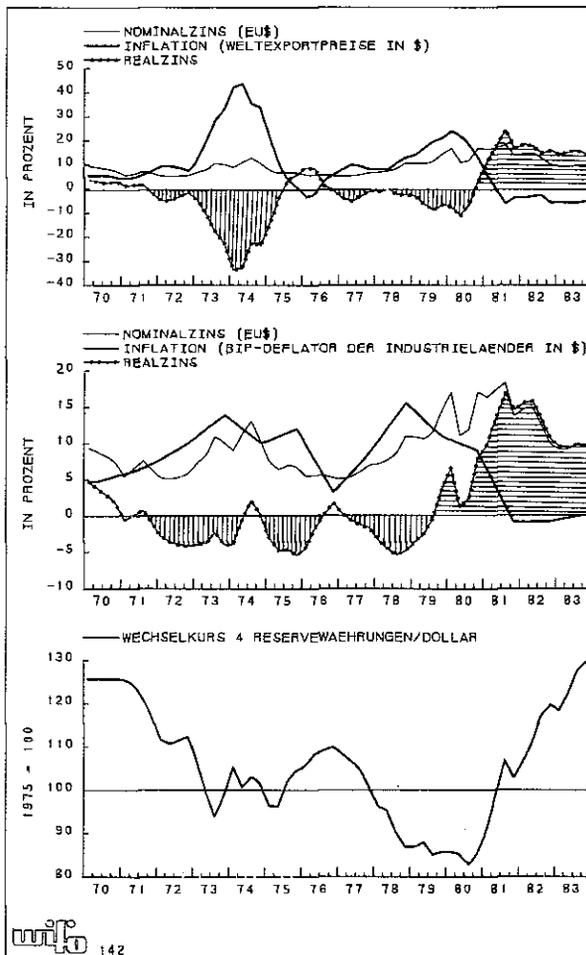
Abbildung 6 zeigt die Auswirkungen der enormen Schwankungen der Weltinflation auf die Realzinsentwicklung. Bedingt durch die Inflationsbeschleunigung im Gefolge der ersten Dollarabwertung und einen Rückgang der nominellen Dollarzinsen zwischen 1969 und 1971 fiel der Realzins Anfang der siebziger Jahre in den negativen Bereich und erreichte 1972/73 das niedrigste Niveau der Nachkriegszeit. Nach einer kurzen Erholung ging das Realzinsniveau ab 1977 neuerlich zurück, allerdings schwächer als zu Beginn der siebziger Jahre. Denn die Weltinflation hatte sich im Zusammenhang mit der zweiten Dollarabwertung neuerlich beschleunigt, gleichzeitig begann jedoch auch der Nominalzins zu steigen. 1979/80 "kippte" dann die Entwicklung: Vor allem auf Grund der hohen nominellen Dollarzinsen (Wechsel in der US-Geldpolitik im Oktober 1979) zog der Dollarkurs stark an, wodurch die Weltinflation (in Dollar) rasant zurückging. Das Zusammenwirken dieser Faktoren ergab das

höchste reale Dollarzinsniveau der Nachkriegszeit, im Durchschnitt der Jahre 1981 bis 1983 lag der Weltrealzins bei 16,4% (deflationiert mit Weltexportpreisen) bzw. bei 12,4% (deflationiert mit dem BIP-Deflator aller Industrieländer), in den drei vorangegangenen Jahren war er bei -4,3% bzw. 0,1% gelegen. Auf Grund dieser Beobachtungen läßt sich folgende Hypothese formulieren:

- Starke Aufwertungen des Dollars fallen zeitlich mit einem Anstieg des Dollarzinses bzw. mit einem im internationalen Vergleich hohen Niveau der US-Zinsen zusammen. Umgekehrt ist ein Rückgang des Dollarkurses mit einem relativen Rückgang des Dollarzinses verbunden.
- Starke Aufwertungen des Dollars führen zu einer Dämpfung der Weltinflation, starke Abwertungen zu einer Beschleunigung.
- Nominalzins und Inflation (in der Weltwährung gerechnet) entwickeln sich daher nicht parallel, sondern tendenziell gegenläufig. Dementsprechend schwankt das reale Weltzinsniveau in einem "System" instabiler Zinssätze und instabiler Wechselkurse besonders stark, es ist entweder extrem niedrig oder extrem hoch.

Abbildung 6

**Dollarzins, Dollarkurs und internationale Entwicklung von Inflation und Realzins**



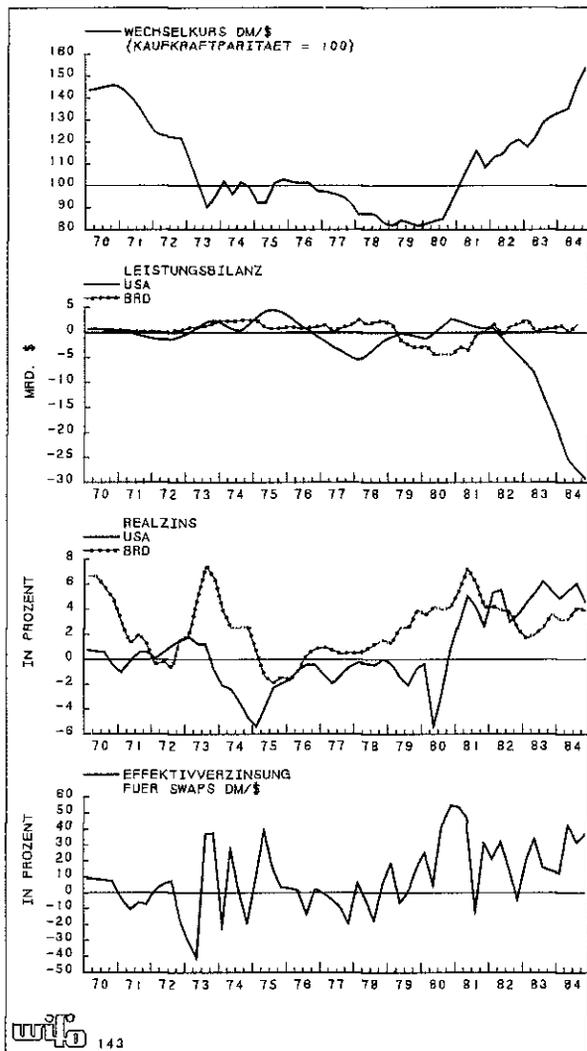
**Die Schwankungen des Dollarkurses als Ergebnis der Interaktion von Güter- und Finanzmärkten**

Die rasante Dollaraufwertung zu Beginn der achtziger Jahre trotz ständiger Verschlechterung der US-Leistungsbilanz demonstriert eindrucksvoll, daß die Verschiebungen des internationalen Finanzkapitals die Wechselkurse zwischen den Reservewährungen in immer stärkerem Ausmaß dominieren. Dabei hängen die Entscheidungen der Anleger über ihr Währungsportfolio in erster Linie von den erwarteten Wechselkursen und der Risikobewertung unerwarteter Änderungen ab. Denn die Gewinnchancen bzw. Verlustmöglichkeiten durch Änderungen des Wechselkurses als "asset price" sind viel größer als jene, die sich aus Zinsdifferenzen ergeben. Da Angebot und Nachfrage nach Devisen aus dem Zusammenwirken von Gütermärkten (Leistungsbilanz) und Finanzmärkten (Kapitalbilanz) resultieren, werden Kapitalanleger in ihrer Erwartungsbildung beide Märkte simultan berücksichtigen (der Wechselkurs ist sowohl ein "flow price" als auch ein "asset price").

Abbildung 7 zeigt das Zusammenwirken von Ungleichgewichten auf dem Gütermarkt (Abweichungen des Wechselkurses von der Kaufkraftparität und damit unausgeglichene Entwicklung der Leistungsbilanz) und auf dem Finanzmarkt (Abweichungen des Realzinses zwischen den beiden Ländern) am Beispiel des Wechselkurses DM je Dollar. Nicht zuletzt auf Grund der Verbilligung des Dollars im Vergleich zur DM hatte sich die US-Leistungsbilanz seit 1978

Abbildung 7

**Internationales Finanzsystem und Wechselkursschwankungen**



deutlich verbessert, jene der BRD aber verschlechtert. Die Gütermärkte ließen somit eine Dollaraufwertung erwarten. Gleichzeitig erhöhte sich jedoch das Realzinsniveau in der BRD im Vergleich zu den USA kontinuierlich, sodaß die Finanzmärkte eine Dollarabwertung signalisierten (via Kapitalabflüsse in die BRD). Da die Entwicklung auf den Güter- und Finanzmärkten somit keine eindeutige Erwartungsbildung hinsichtlich der Wechselkursentwicklung ermöglichte, kam es zu keinen massiven Kapitalverlagerungen und dementsprechend zu keinen ausgeprägten Wechselkursänderungen. Anders ausgedrückt: Das wachsende Ungleichgewicht auf dem Gütermarkt wurde durch das wachsende Ungleichgewicht auf dem Finanzmarkt etwa ausgeglichen, auf dem gesamten Devisenmarkt herrschte somit ein "prekäres" Gleichgewicht. Mit dem Wechsel der US-Geldpolitik Ende 1979 änderten sich jedoch die Bedingungen auf den Finanzmärkten von Grund auf: Nach einer kurzen

turbulenten Phase verringerte sich das Realzinsdifferential zwischen den USA und der BRD seit dem II. Quartal 1980 kontinuierlich, sodaß nun auch die Kräfte der Finanzmärkte in Richtung einer Dollaraufwertung wirkten. Die eindeutigen Wechselkurserwartungen regten massive Kapitalverlagerungen aus der DM in den Dollar und damit den Beginn des Aufwertungsprozesses an. Sobald ein solcher Prozeß einige Zeit andauert, gewinnt er auf Grund eines einfachen "Feed-back"-Mechanismus eine starke Eigendynamik: Die Wertsteigerung des Dollars ("asset price") ermöglicht gemeinsam mit dem hohen Dollarzins eine außerordentlich hohe Effektivverzinsung bei Wechsel des Währungsportfolios. So stieg der Wert eines DM-Guthabens bei Veranlagung in Dollar im Durchschnitt des Jahres 1980 um 32,2% (1981 + 30,0%). Diese Gewinnchancen lösen weitere Kapitalverlagerungen aus (Mitläufereffekt), die wieder eine weitere Dollaraufwertung nach sich ziehen. Sobald sich daher in der "international financial community" auf Grund einheitlicher Signale der Güter- und Finanzmärkte allgemein eine bestimmte Wechselkurserwartung durchgesetzt hat, hat diese Erwartung den Charakter einer "self-fulfilling prophecy (speculation)" über die entsprechenden Umschichtungen (wer 1979 1 000 DM auf ein Eurodollarkonto transferierte, konnte 1984 3.177 DM heben — die Effektivverzinsung betrug somit pro Jahr 26,0%). Eben wegen dieser Eigendynamik kommt der Aufwertungsprozeß beim güterwirtschaftlichen Gleichgewicht des Wechselkurses nicht zum Halten. Dies führt zu einem neuerlichen "prekären" Gleichgewicht, bei dem das Ungleichgewicht auf den Gütermärkten (wachsendes Leistungsbilanzdefizit ausgelöst durch die Abweichung des Wechselkurses von der Kaufkraftparität) durch ein Ungleichgewicht auf den Finanzmärkten (wachsende Kapitalzuflüsse ausgelöst durch das Realzinsdifferential) keine eindeutigen Wechselkurserwartungen hervorruft.

Diese Hypothese der Wechselkursdynamik als Resultat realer und finanzieller Kräfte scheint auch die erste Dollarabwertung zumindest teilweise zu erklären. Zu Beginn der siebziger Jahre war der Dollar deutlich überbewertet, gleichzeitig verringerte sich das Realzinsdifferential zwischen der BRD und den USA, sodaß sich der Dollar nach der ersten Wechselkursanpassung 1971 stabilisierte. Ende 1972 setzte jedoch in der BRD eine Hochzinspolitik mit dem Ziel der Inflationsbekämpfung ein. Dies löste massive Kapitalzuflüsse in die BRD und damit eine neuerliche starke Dollarabwertung aus, die zum endgültigen Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods im März 1973 führte<sup>5)</sup>.

<sup>5)</sup> Im Original wird noch der Entwicklungsprozeß der Schuldenkrise nachgezeichnet, abschließend werden die Auswirkungen der "financial instability" auf die einzelnen Volkswirtschaften diskutiert (Zinsentwicklung und Investitionstätigkeit, Einkommensverteilung, Budgetdefizit und Staatsverschuldung)

Stephan Schulmeister