

Mildenstein, Eckart; Rosenblum, Harvey

Article — Digitized Version

Das Dollarproblem aus amerikanischer Sicht

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Mildenstein, Eckart; Rosenblum, Harvey (1978) : Das Dollarproblem aus amerikanischer Sicht, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 58, Iss. 5, pp. 253-257

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135192>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Das Dollarproblem aus amerikanischer Sicht

Eckart Mildenstein, Harvey Rosenblum, Eugene (Oregon, USA)*

Wie werden die beträchtlichen Kursverluste des Dollars gegenüber einigen Währungen in den Vereinigten Staaten beurteilt? Ursachen und Lösungsmöglichkeiten des Dollarproblems aus amerikanischer Sicht schildert der folgende Beitrag.

Die Wertänderungen des US\$ lassen sich am besten durch einen Vergleich des jeweiligen Wechselkurses mit dem Kurs zu einem bestimmten Bezugszeitpunkt darstellen. Als Bezugsdaten bieten sich jene Tage an, die kurz vor wichtigen währungspolitischen Veränderungen lagen. Hier sind insbesondere der 31. Mai 1970 (Floaten des kanadischen Dollars), der 18. Dezember 1971 (Neufixierung der Wechselkurse auf der internationalen Währungskonferenz in Washington) und der 15. Februar 1973 (Beginn des Floatens der wichtigsten Währungen) zu nennen.

Die zeitliche Entwicklung der Wechselkurse einiger Währungen findet sich in Tab. 1. Bezogen auf den 31. 5. 1970 ist eine beträchtliche Kurserhöhung für den Schweizer Franken (115%), die Deutsche Mark (80%) und den japanischen Yen (62%) festzustellen. Eine geringere Erhöhung verzeichnet der Kurs des französischen Franc (20%). Großbritannien mußte einen sinkenden Kurs für das englische Pfund (-22%) hinnehmen.

Die Berechnung derartiger Wertänderungen des US\$ ist sicherlich für ein Land oder ein Unterneh-

*) Analyse und Schlußfolgerungen dieses Aufsatzes reflektieren die Meinungen beider Autoren und sind nicht als Ansichten des „Board of Governors of the Federal Reserve System“ oder der „Federal Reserve Bank of Chicago“ zu interpretieren. Der Rickertsen-Stiftung wird für ihre großzügige Förderung gedankt.

¹⁾ Zur Analyse der Probleme bei der Messung des Wertes einer Währung vgl. Federal Reserve Bank of Chicago: International Letter, Number 320 (Supplement), 1. April 1977.

²⁾ Der Index erfaßt die Länder Australien, Belgien, Bundesrepublik Deutschland, Dänemark, Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan, Kanada, Holland, Norwegen, Österreich, Schweden, Schweiz und Spanien.

Eckart Mildenstein, 34, Dipl.-Kaufmann, ist wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für Finanzierung und Bankbetriebslehre der Universität Hamburg. Zur Zeit ist er Visiting Assistant Professor of Finance an der University of Oregon, Eugene. Dr. Harvey Rosenblum, 35, ist Assistant Vice President und Senior Economist der Federal Reserve Bank of Chicago. Als Visiting Associate Professor of Finance an der University of Oregon gibt er Kurse in Commercial Bank Management, Monetary Policy und Money and Bond Markets.

men von Bedeutung, die vorwiegend in die USA exportieren. Für die USA sind jedoch einzelne Wechselkurse kein ausreichendes Maß für den Wert des US\$¹⁾, da sie die Bedeutung der einzelnen Währungen für den amerikanischen Außenhandel nicht berücksichtigen. Dafür bietet sich z. B. ein von Morgan Guaranty berechneter Wechselkursindex an. Dieser Index ist das geometrische Mittel der import- und exportgewichteten Indizes und erfaßt die Transaktionen mit 15 Industrieländern²⁾. Für die drei obigen Stichtage ergeben sich die in Tab. 2 wiedergegebenen relativen Wertänderungen des US\$. Aus ihr ist zu ersehen, daß sich bezogen auf den 15. 2. 1973 der

Tabelle 1
Zeitreihe der Wechselkurse und deren prozentuale Änderungen
(bezogen auf drei ausgewählte Stichtage)

		1977	1978	
		Okt.	Jan.	April
FRANKREICH				
Stichtag (a)	Wechselkurs (b)	0,2043	0,2115	0,2191
		Prozentuale Änderungen		
1970	0,18117	12,8	16,7	20,9
1971	0,18750	9,0	12,8	16,9
1973	0,21540	5,2	-1,8	1,7
GROSSBRITANNIEN				
Stichtag (a)	Wechselkurs (b)	1,7557	1,9	1,865
		Prozentuale Änderungen		
1970	2,4015	-26,9	-20,9	-22,3
1971	2,5355	-30,8	-25,1	-26,4
1973	2,4560	-28,5	-22,6	-24,1
JAPAN				
Stichtag (a)	Wechselkurs (b)	0,00415	0,00413	0,004525
		Prozentuale Änderungen		
1970	0,00279	36,9	48,0	62,2
1971	0,00315	31,7	31,1	43,7
1973	0,00385	-7,8	7,3	17,5
SCHWEIZ				
Stichtag (a)	Wechselkurs (b)	0,4272	0,495	0,4978
		Prozentuale Änderungen		
1970	0,23128	84,7	114,0	115,2
1971	0,25900	64,9	91,1	92,2
1973	0,29720	43,7	66,6	67,5
BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND				
Stichtag (a)	Wechselkurs (b)	0,434	0,4684	0,4978
		Prozentuale Änderungen		
1970	0,2754	57,6	70,1	80,8
1971	0,3075	41,1	52,3	61,9
1973	0,3388	28,1	38,2	46,9

(a) Stichtage: 1970 31. 5.; 1971 18. 12.; 1973 15. 2.

(b) Die Kurse gelten jeweils für den ersten Handelstag des betreffenden Monats.

Quelle: The Wall Street Journal, diverse Ausgaben.

Wert des US\$ unter Berücksichtigung der Importe und Exporte nur geringfügig verändert hat und die Änderung von ca. -15% seit dem 29. 5. 1970 nicht beunruhigend ist.

Tabelle 2
Zeitreihe der Wechselkursindizes des US\$

Basisdatum	1976		1977		1978	
	Jan.	Okt.	Jan.	Okt.	Jan.	April
29. 5. 1970	-12,66	-12,29	-11,60	-10,90	-14,34	-15,61
18. 12. 1971	-2,13	-2,83	-2,07	-1,29	-5,09	-6,49
15. 2. 1973	3,61	3,04	3,85	4,67	0,64	0,84

Die Angaben gelten für den ersten Handelstag des betreffenden Monats.

Quelle: The Wall Street Journal, diverse Ausgaben.

Zur Erklärung des sinkenden Dollarkurses gegenüber einigen Währungen sind in den USA zwei Ansätze erkennbar: der handelsbilanz- und zahlungsbilanzorientierte Ansatz. Der handelsbilanzorientierte Ansatz sieht die Ursache für das Sinken des US\$ darin, daß die Vereinigten Staaten ein sich im Zeitablauf vergrößerndes Handelsbilanzdefizit hinnehmen mußten (vgl. Tab. 3). Während sich der Export der meisten Gütergruppen im Jahre 1977 gegenüber den Vorjahren entweder nur geringfügig erhöhte oder stagnierte, stieg der

Tabelle 3
Handelsbilanzdaten und Bruttosozialprodukt der USA
(in Mrd. US \$)

	1970	1972	1974	1975	1976	1977
Gesamt						
Export	42,0	49,4	98,3	107,1	114,7	122,7
Import	39,9	55,8	103,7	98,0	124,0	155,8
Saldo	2,1	-6,4	-5,4	9,1	-9,3	-29,1
Lebensmittel u. Tiere						
Export	4,3	5,7	13,9	15,5	15,7	14,1
Import	5,3	6,3	9,3	8,5	10,3	12,6
Saldo	-1,0	0,6	4,6	7,0	5,4	1,5
Rohstoffe ohne Mineralöl						
Export	4,6	5,0	10,9	9,8	10,9	13,1
Import	3,3	3,8	6,1	5,6	7,0	8,5
Saldo	1,3	1,2	4,8	4,2	3,9	4,6
Mineralöl						
Export	1,6	1,6	3,4	4,5	4,2	4,2
Import	3,1	4,8	25,5	26,5	34,0	44,5
Saldo	-1,5	-3,2	-22,1	-22,0	-29,8	-40,3
Chemikalien						
Export	3,8	4,1	8,8	8,7	10,0	10,8
Import	1,5	2,0	4,0	3,7	4,8	5,0
Saldo	2,3	2,1	4,8	5,0	5,2	5,8
Maschinen u. Transportmittel						
Export	17,9	21,5	38,2	45,7	49,5	50,3
Import	11,2	17,4	24,1	23,5	29,8	36,3
Saldo	6,7	4,1	14,1	22,2	19,7	14,0
Andere Fertigerzeugnisse						
Export	7,6	8,1	16,5	16,6	17,8	19,1
Import	13,3	18,3	27,1	23,9	30,2	35,2
Saldo	-5,7	-10,2	-10,5	-7,3	-12,4	-16,1
Bruttosozialprodukt zu Marktpreisen	982	1171	1413	1516	1691	1890
Preisen von 1970	982	1069	1112	1098	1164	1222

Quelle: US Department of Commerce: Statistical Abstract of the United States 1971-1977. Die Daten für 1977 wurden von der Federal Reserve Bank of Chicago mitgeteilt.

Import insbesondere von Mineralöl, aber auch von Maschinen und anderen Fertigerzeugnissen, beträchtlich an.

Für diese ungünstige Entwicklung werden folgende fünf Faktoren verantwortlich gemacht:

- die erhöhten Ölimporte der USA,
- die höhere Inflationsrate in den USA im Vergleich zu ihren wichtigsten Handelspartnern,
- die unterschiedliche Entwicklung der Wachstumsraten in den USA im Vergleich zur Bundesrepublik und zu Japan,
- die Minderung der Wettbewerbsfähigkeit der USA auf den Weltmärkten,
- das Problem des japanischen Außenhandels.

Die beträchtliche Erhöhung des wertmäßigen Ölimports im Zeitablauf ist nicht nur auf eine Versechsfachung des Ölpreises seit 1970 und auf eine Vervierfachung seit Ende 1973 zurückzuführen, sondern auch auf eine Erhöhung der Importquote am gestiegenen inländischen Ölkonsum (vgl. Tab. 4). Bemerkenswert ist allerdings, daß für den hier betrachteten Zeitraum der Ölkonsum bezogen auf das Bruttosozialprodukt zu Preisen des Jahres 1970 annähernd konstant geblieben ist. Hätten die USA ihre Ölimporte seit 1970 auf 25% des heimischen Konsums stabilisiert, dann wäre 1977 das Handelsbilanzdefizit c.p. um ca. 20 Mrd. US\$ auf 10 Mrd. US\$ verringert worden.

Tabelle 4
Ölkonsum und Ölimport der USA
(in Mill. Barrels)

	1970	1972	1974	1975	1976	1977 ¹⁾
Ölkonsum	5 238	5 833	6 112	5 929	6 384	6 778
Ölimport	1 248	1 735	2 231	2 249	2 670	3 278
Ölimport in % des Konsums	23,8	29,7	36,5	37,9	41,8	48,7

¹⁾ Für 1977 lagen nur Angaben über die ersten sieben Monate vor. Die Jahreswerte wurden durch Multiplikation mit 12/7 geschätzt.
Quelle: US Department of Commerce, Foreign Trade.

Die These, daß die Ölimporte der USA den behaupteten großen Einfluß auf den Kurs des US\$ haben sollen, steht aber nicht außerhalb jeglichen Zweifels: Nach Robert Solomon von der Brookings Institution werden zwar durch die Ölimporte der Vereinigten Staaten US\$ an die OPEC-Staaten übertragen, diese Länder verwenden sie jedoch entweder zum Kauf von Gütern oder für Finanzanlagen. Finden diese Transaktionen zwischen den OPEC-Ländern und den USA statt, dann werden dadurch sowohl das Angebot als auch die Nachfrage nach US\$ erhöht. Kaufen die OPEC-Länder mit den von den USA für die Öllieferungen erhaltenen Dollars Güter von einem anderen Land, z. B. Belgien, dann führt das dazu, daß der Kurs des belgischen Franc c.p. steigt.

Da jedoch die meisten Länder – wie auch Belgien – mit den OPEC-Ländern ein in Dollar ausgleichendes Handelsbilanzdefizit haben, hat der Ölimport Belgiens und anderer vergleichbarer Staaten einen Nachfrageüberschuß nach Dollars zur Folge. Solomon kommt daher zu dem Schluß: „Der amerikanische Ölimport hat den Wechselkurs des US-Dollars nicht direkt beeinflußt.“³⁾

Im Jahre 1977 war die Inflationsrate in den USA höher als die in der Bundesrepublik (Differenz: +2 bis +3 Prozentpunkte), der Schweiz (+4 bis +6) und in Holland (0 bis +1,5 in der zweiten Jahreshälfte). Sie war jedoch niedriger als in Kanada (Differenz: 0 bis -2), Japan (0 bis -4), Frankreich (-2 bis -4), Italien (-14 bis -16) und Großbritannien (-6 bis -10). Mit Ausnahme Frankreichs und Kanadas ist seit Mitte 1977 ein Ansteigen der amerikanischen Inflationsrate gegenüber diesen Ländern festzustellen⁴⁾.

Wenn der Rückgang und die Stagnation des amerikanischen Exports durch die Unterschiede bei den Inflationsraten erklärt werden sollen, dann muß die Preiselastizität der ausländischen Nachfrage für amerikanische Güter einen solchen Wert annehmen, daß die inflationsbedingten höheren Exportpreise multipliziert mit der verringerten Exportgütermenge zu einem insgesamt niedrigeren Export führen. Diese Wirkung der Inflation auf den Export der USA kann jedoch aufgrund der vorliegenden Daten nicht nachvollzogen werden.

Im Jahre 1977 stieg die reale Wachstumsrate in den USA im Vergleich zum Vorjahr von 4,4 % auf 5,7 %. Im Mai 1977 wurde vereinbart, daß die Bundesrepublik und Japan ihre Binnennachfrage ebenfalls durch ein staatliches Wachstumsprogramm beleben sollten, um dadurch der Weltwirtschaft positive Impulse zu geben. Die Bundesrepublik realisierte jedoch aufgrund ihrer traditionellen Inflationsscheu im Jahre 1977 im Durchschnitt nur eine bescheidene Wachstumsrate von 2,4 %, wobei die Rate im letzten Halbjahr sogar auf 1,5 % absank. Japans Wachstumsrate war zwar mit 5,3 % relativ hoch, erreichte jedoch ebenfalls nicht die geplante Rate von 7 %. Die höhere Wachstumsrate in den USA führte daher zu einer vergrößerten Nachfrage nach Importgütern, die nicht von einer entsprechend höheren ausländischen Nachfrage nach US-Exporten begleitet war⁵⁾.

Hinzu kommt, daß die Vereinigten Staaten heute auf den Weltmärkten in Bereichen starker Konkurrenz ausgesetzt sind, in denen sie vor 1975

fast völlig allein dominierten⁶⁾. Ein Beispiel für die Schließung der technologischen Lücke zwischen den USA und anderen Ländern ist der Export von Atomkraftwerken der Bundesrepublik an Brasilien. Ein anderes Beispiel sind die Waffenlieferungen von seitens Frankreichs, Brasiliens, Israels und der Bundesrepublik. Eine empirische Bestätigung dieser These ist jedoch äußerst schwierig.

Seit 1974 stagniert der amerikanische Export nach Japan (vgl. Tab. 5). Diese Entwicklung wird von den Amerikanern darauf zurückgeführt, daß der japanische Import durch ein Quotensystem, durch hohe Zölle, vor allem aber durch kleinliche und aufwendige staatliche Einfuhrbestimmungen behindert wird. Die Japaner sind demgegenüber häufig der Meinung, daß den Amerikanern einfach die Bereitschaft und/oder die Fähigkeit für ein erfolgreiches Marketing in Japan fehlen⁷⁾.

Tabelle 5
Außenhandel der USA mit Japan
(in Mrd. US \$)

	1970	1972	1974	1975	1976	1977
Export	4,7	5,0	10,7	9,6	10,1	10,5
Import	5,9	9,0	12,5	11,4	15,5	18,6
Saldo	-1,2	-4,0	-1,8	-1,8	-5,4	-8,1

Quelle: US Department of Commerce: Statistical Abstract of the United States 1971-1977.

Die Entwicklung des japanischen Handels wird auf der anderen Seite aber auch mit der Wirtschaftsrezession in Japan und mit dem besonderen japanischen Beschäftigungssystem erklärt: Da japanische Firmen in Wirtschaftskrisen grundsätzlich keine Arbeiter und Angestellten entlassen (die amtliche Arbeitslosenquote ist geringer als 2 %) und daher weitgehend unabhängig von der jeweiligen Nachfrage produzieren, sollen die Auslandsmärkte die in den Wirtschaftsrezessionen aufgebauten Bestände zu Räumungspreisen aufnehmen. Nach Meinung einiger Beobachter befindet sich Japan nach der letzten Rezession genau in dieser Situation⁸⁾.

Noch komplexer wird die Analyse des Dollarproblems, wenn nicht nur die Handelsbilanz, sondern die gesamte Zahlungsbilanz betrachtet wird. Die Theorie, daß das erhöhte Wachstum der USA im Vergleich zu ihren Handelspartnern eine der Hauptursachen für das Sinken des US-Dollarkurses ist und das Währungsproblem durch eine Belebung der Wirtschaft dieser Handelspartner gelöst werden kann, hält unter Berücksichtigung von internationalen Kapitalbewegungen einer theore-

³⁾ Vgl. Irving Kristol: Of Oil and the Dollar, in: The Wall Street Journal, 16. Februar 1978.

⁴⁾ Vgl. Federal Reserve Bank of St. Louis: International Economic Conditions, 6. März 1978, S. 2.

⁵⁾ Vgl. Federal Reserve Bank of St. Louis: International Economic Conditions, a. a. O., S. 5 ff.

⁶⁾ Vgl. Interview mit Gert von der Linde, in: The Wall Street Journal, 3. Jan. 1978, S. 29.

⁷⁾ Vgl. Louis Kraar: Japan's Great Buying Offensive, in: Fortune, 24. April 1978, Vol. 97, No. 8, S. 42 ff.

⁸⁾ Vgl. Peter Drucker: A Troubled Japanese Juggernaut, in: The Wall Street Journal, 22. November 1977, S. 20.

tischen Analyse nicht stand: Ein im Vergleich zu anderen Ländern erhöhtes Wirtschaftswachstum in einem Land führt dort c.p. zu einem Zufluß von Auslandskapital, da sich ausländische Investoren an der wachstumsbedingt hohen Investitionsrendite beteiligen wollen. Ein Defizit der Handelsbilanz kann also durch einen Überschuß in der Kapitalverkehrsbilanz ausgeglichen werden⁹⁾. In einem solchen Fall kann ein Ungleichgewicht in der Handelsbilanz sogar über einen sehr langen Zeitraum bestehen. Das US-Handelsbilanzdefizit gibt also noch keine hinreichende Erklärung für das Sinken des US\$. Hinzu kommt aber, daß die internationalen Anleger die Renditeaussichten in den USA nicht so einzuschätzen scheinen, daß sie Finanzinvestitionen vornehmen, die das Handelsbilanzdefizit ausgleichen können.

Die Ansichten über den Einfluß der Wechselkursänderungen auf den Güterimport und -export der USA gehen auseinander. Es stehen sich Elastizitätsoptimisten und -pessimisten gegenüber. Die Elastizitätsoptimisten gehen davon aus, daß durch einen sinkenden Kurs des US\$ die Preise für Importgüter in den USA steigen, während die Preise für Exportgüter in ausländischer Währung sinken. Bei preiselastischer Nachfrage wird also von den USA weniger importiert und mehr exportiert. Insgesamt soll sowohl auf der Importseite als auch auf der Exportseite der Mengeneffekt den Preiseffekt überkompensieren, wodurch das Handelsbilanzungleichgewicht automatisch ausgeglichen wird. Die Elastizitätspessimisten verneinen dagegen diesen Ausgleichsautomatismus.

Der Gouverneursrat des Federal Reserve System hat die empirischen Studien zu diesem Theorienstreit kürzlich dahingehend interpretiert, daß der wertmäßige Import der USA durch Wechselkursänderungen nicht beeinflußt wurde, weil der Preiseffekt dem Mengeneffekt entsprochen habe. Für den Export wurde jedoch eine Abhängigkeit vom Wechselkurs durch folgenden Mechanismus festgestellt: Die amerikanischen Exporteure berechnen nach einem gesunkenen Wechselkurs zunächst unveränderte Dollarpreise – in der Bundesrepublik also beispielsweise niedrigere DM-Preise. Dadurch werden bei einer preiselastischen Nachfrage mehr Güter exportiert. Die erhöhte Nachfrage wird nun von den amerikanischen Exporteuren zu Preiserhöhungen ausgenutzt. Insgesamt ergibt sich eine Erhöhung der Exporte¹⁰⁾. Für diese Entwicklung wird jedoch ein Zeitraum von zwei bis vier Jahren unterstellt¹¹⁾. Es dürfte

⁹⁾ Vgl. o. V.: Dollars and Deficits, in: The Wall Street Journal, 9. Januar 1978, S. 10.

¹⁰⁾ Vgl. Federal Reserve Bulletin, Vol. 64, No. 2, Februar 1978, S. 86 ff.

¹¹⁾ Vgl. Helen B. Junz, Rudolf R. Rhombert: Price Competitiveness in Export Trade among Industrial Countries, in: American Economic Review, Vol. 63, No. 2 (Mai 1973), S. 412 ff.

allerdings fraglich sein, ob der sinkende Dollarkurs derartig hohe Exporte der USA auslösen kann, daß das große Handelsbilanzdefizit ausgeglichen wird.

Hinsichtlich der amerikanischen Ölimporte dürfte die Änderung des Dollarkurses keinen kausalen Einfluß auf die langfristige Ölpreispolitik der OPEC ausüben, und zwar aufgrund folgender Überlegungen:

□ Die OPEC setzt als Kartell den Ölpreis so fest, daß auf dem Weltmarkt langfristig der maximale Erlös aus den Ölvorräten erzielt wird. Die Höhe des Ölpreises wird dabei für die OPEC begrenzt durch die Preiselastizität des Öls, die Kosten für Substitutionsenergie, die Gefahr einer internationalen Wirtschaftskrise, die durch zu hohe Energiekosten hervorgerufen wird, sowie durch das Bestreben der konservativen, aber ölreichsten OPEC-Länder, das gute politische Einvernehmen mit den USA nicht zu gefährden.

□ Die bedeutendsten OPEC-Länder sehen den US\$ aufgrund der Kapazität der amerikanischen Finanzmärkte und der außeramerikanischen Dollar-Finanzmärkte sowie des wirtschaftlichen Potentials der Vereinigten Staaten als einzige Investitionswährung an. Da die Ölexporte der OPEC-Staaten in US\$ berechnet werden, sind diese Länder demnach gegenüber Kursverlusten des US\$ immun.

Wenn die OPEC den sinkenden Kurs des US\$ als Grund für Ölpreiserhöhungen angeben sollte, dann wäre dies u.E. lediglich ein Vorwand, der mit den eigentlichen Ölpreisdeterminanten nichts zu tun hat¹²⁾.

Mit Blick auf die internationalen Kapitalbewegungen sind zwei Phasen zu unterscheiden: Wenn die internationalen Investoren damit rechnen, daß der US\$ weiter sinkt, werden sie nicht in den USA investieren, möglicherweise ihre amerikanischen Finanzanlagen veräußern und den Erlös in Ländern mit im Wert steigenden Währungen anlegen. Dadurch wird der US\$ noch weiter geschwächt. Der gegenwärtige Kursverfall an den amerikanischen Börsen könnte damit erklärt werden. Wenn jedoch die internationalen Investoren annehmen, daß ein stabiles Wechselkursniveau erreicht ist, werden sie beginnen, Finanzanlagen in den Vereinigten Staaten vorzunehmen. Auch ist anzunehmen, daß ausländische Unternehmen, die bisher Güter in die USA exportierten, bei Erreichung eines niedrigeren, von ihnen aber als längerfristig stabil angesehenen Wechselkurses in den USA eigene Betriebsstätten errichten werden. Außerdem ist zu erwarten, daß amerikanische Unternehmen weniger in jenen Ländern investieren

¹²⁾ Vgl. auch Robert S. Pindyck: The Economics of Oil Pricing, in: The Wall Street Journal, 20. Dezember 1977.

werden, deren Währungen im Wechselkurs gegiegen sind.

Aus der bisherigen Analyse ergibt sich, daß ein automatisches Handelsbilanzgleichgewicht der USA nur über sinkende Wechselkurse in absehbarer Zeit nicht erreicht werden kann. Wenn der US\$ weiterhin durch hohe Ölimporte geschwächt wird – wie vielfach unterstellt –, dürfte bei unveränderter politischer Situation eine den Dollar stabilisierende Erhöhung des Kapitalimportes ebenfalls nicht wahrscheinlich sein.

Die USA könnten durch zwei Maßnahmen handelsbilanzausgleichende Kapitalimporte induzieren: durch die Stützung des US\$ auf dem Devisenmarkt und durch höhere Zinsen¹³⁾. Gegen diese Maßnahmen sprechen jedoch zwei Argumente:

□ In der Zeit fester Wechselkurse zeigte sich, daß staatliche Interventionen auf die Dauer gegen die Marktkräfte wirkungslos sind.

□ Die hohen Zinsen würden sich negativ auf das inländische Wirtschaftswachstum auswirken. Bereits heute werden von einigen Beobachtern negative Wachstumsraten für 1979 vorausgesagt¹⁴⁾.

Zur Beeinflussung der internationalen Güterströme bieten sich folgende Maßnahmen an:

Unter der Voraussetzung, daß die Hypothese von Robert Solomon von der Wechselkursneutralität der amerikanischen Ölimporte unzutreffend ist, müßte eine Verringerung dieser Importe c.p. zu einem höheren Dollarkurs führen. Eine Verringerung des Ölimports ist jedoch nur möglich, wenn dadurch nicht das inländische Wirtschaftswachstum gefährdet wird. Dies wäre durch eine Energieeinsparung bei ineffizienten Prozessen, eine Umstellung auf alternative Energiequellen (insbesondere Kohle) und eine höhere Besteuerung der privaten Ölkonsumenten möglich. Weiterhin könnten die USA durch seine Freigabe den maximalen Ölpreis für im Inland gefördertes Rohöl von 6 \$ je Barrel auf das OPEC-Niveau von 12 bis 15 \$ anheben.

Die gegenwärtige Regierung ist zu all diesen Maßnahmen mit Ausnahme der Ölpreisfreigabe entschlossen. Führende Wirtschaftswissenschaftler wie Friedman, Brunner, Sweeney u. a. sehen jedoch gerade in der Ölpreisfreigabe die einzig wirksame Möglichkeit zur Lösung des Energieproblems, weil durch sie den inländischen Produzenten ein Anreiz zur Förderung von Rohöl gegeben wird¹⁵⁾.

Die Inflation kann durch fiskalische und monetäre Maßnahmen bekämpft werden. Mögliche fiskali-

sche Maßnahmen sind die Reduzierung der staatlichen Ausgaben, die Liberalisierung der Umweltschutzgesetzgebung und der Gesetze, die allen Rassen gleiche Beschäftigungschancen einräumen, die Verminderung der Sozialleistungen, die Einfrierung der Mindestlöhne und der staatlichen Gehälter, die Reduzierung von Kostensteuern und der Abbau von Subventionen. Diese Aufzählung macht deutlich, daß ein Präsident, der in 30 Monaten seine Wiederwahl anstrebt, bei ihrer Realisierung so ziemlich alle traditionell demokratischen Wählergruppen (Arme, Schwarze und Liberale) befremden würde. Daher ist eine restriktive Fiskalpolitik nicht wahrscheinlich.

Der Inflationsbekämpfung durch eine restriktive Geldpolitik stehen derartige politische Hindernisse nicht direkt entgegen, da der Federal Reserve Board keiner Wählerschaft verantwortlich ist. Begleitet würde dieser Prozeß möglicherweise jedoch von einer Rezession, die auf den Rest der Welt übergreifen könnte. Daher wird der Federal Reserve Board die Inflation nur begrenzt bekämpfen können.

Andererseits würde eine Erhöhung des Wirtschaftswachstums in Japan und der Bundesrepublik den amerikanischen Export fördern. Kommt es durch dieses Wirtschaftswachstum in beiden Ländern zu höheren Inflationsraten, würde der amerikanische Export weiter begünstigt werden. Die Vereinigten Staaten könnten aber auch ihren Import durch protektionistische Maßnahmen in Form von Quoten und Zöllen behindern, insbesondere könnte den exportierenden Ländern untersagt werden, ihre Produkte in den USA unter ihren Selbstkosten zu verkaufen – wobei eine Definition der „Selbstkosten“ gefunden werden müßte. Ein Beginn ist bereits mit dem sogenannten Triggerpreissystem für japanische Stahlimporte gemacht worden. Einer solchen Maßnahme wohnt jedoch die Gefahr des Rückfalls in einen weltweiten Protektionismus inne, der möglicherweise auch nachteilige Wirkungen für den amerikanischen Export haben könnte.

Wägen wir die möglichen Konsequenzen der wirklichen Maßnahmen zur Beseitigung des amerikanischen Handelsbilanzungleichgewichts, d. h. insbesondere die Möglichkeit einer weltweiten Rezession, gegen die Folgen eines eventuell weiteren Absinkens des Dollarkurses oder seiner Stabilisierung auf dem gegenwärtigen Niveau ab, so scheint es uns auf jeden Fall für die USA – möglicherweise aber auch für den Rest der Welt – vorteilhafter zu sein, mit niedrigen Wechselkursen für den US\$ zu leben – womit nicht gesagt ist, daß der US\$ zwangsläufig weitersinken muß.

¹³⁾ Vgl. Robert Triffin, in: Time, 6. März 1978, S. 67.

¹⁴⁾ Vgl. David Pauly u. a.: Interest Rates: How High, How Long?, in: Newsweek, 20. Februar 1978, S. 66.

¹⁵⁾ Vgl. o. V.: Economists for Responsible Energy Policy, Demagoguery at the White House, in: The Wall Street Journal, 28. November 1977, S. 19.