

Scharrer, Hans-Eckart; Cohen, Benjamin J.; Ortoli, François-Xavier

Article — Digitized Version

Steuerung der Wechselkurse, aber wie?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Scharrer, Hans-Eckart; Cohen, Benjamin J.; Ortoli, François-Xavier (1977) : Steuerung der Wechselkurse, aber wie?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 57, Iss. 7, pp. 327-337

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135088>

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.

Steuerung der Wechselkurse — aber wie?

In ihrem vor kurzem veröffentlichten Jahresbericht vertrat die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich die Ansicht, daß sich selbst überlassene Märkte keine realistischen und stabilen Wechselkurse schaffen. Eine Wechselkurssteuerung sei daher eine notwendige Ergänzung einer soliden binnenwirtschaftlichen Politik. Damit stellt sich die Frage nach den Kriterien für entsprechende Devisenmarktinterventionen. Geeignete Regeln für die EG versuchte die von der Kommission eingesetzte OPTICA- (Optimal Currency Area) Gruppe aufzustellen. Was beinhaltet der OPTICA-Vorschlag; wie ist er zu beurteilen? Den Vorschlag erläutert Dr. Scharrer, Mitglied der Gruppe; aus wissenschaftlicher Sicht nehmen Prof. Cohen, aus Sicht der Kommission Vizepräsident Ortoli Stellung.

Hans-Eckart Scharrer

Der OPTICA-Vorschlag für ein EG-Wechselkurssystem

Die Europäische Gemeinschaft hat in den letzten Jahren bei der Wirtschafts- und Währungsintegration nicht nur keine Fortschritte gemacht: anhaltend starke Unterschiede in den Inflationsraten der einzelnen Mitgliedstaaten, hohe Arbeitslosenraten und eine Serie von Krisen auf den Devisenmärkten zeigen vielmehr an, daß sie von dem angestrebten Integrationsziel heute eher noch weiter entfernt ist als zu Beginn dieses Jahrzehnts. Eine besondere Rolle spielt dabei der neuerdings als „circulus vitiosus“ („vicious circle“) apostrophierte Rückkoppelungseffekt von Währungsabwertungen und Inflationsbeschleunigung in einigen Mitgliedstaaten der Gemeinschaft. Die staatliche Antwort bestand vor allem in der Wiedereinführung bzw. Verschärfung von Devisenkontrollen und von mehr oder minder offenen Handelsbeschränkungen: Maßnahmen, die dem Ziel eines

gemeinsamen Wirtschaftsraums klar widersprechen.

Vor diesem Hintergrund ist der Vorschlag der OPTICA-Gruppe¹⁾ für ein gemeinschaftliches Devisenmanagement zu sehen. Es kam der Gruppe nicht darauf an, ein „ideales“, aber inoperables Wechselkurssystem für die Gemeinschaft zu entwickeln. Vielmehr ging es ihr darum, ausgehend von dem empirisch beobachteten mittel- und langfristigen Zusammenhang zwischen Wechselkursen und Inflationsdifferenzen²⁾ Regeln für die Wechselkurspolitik zu entwerfen, die geeignet sind, die Erwartungen der Akteure auf den Devisenmärkten zu stabilisieren und die interne Geldpoli-

itik in ihren Bemühungen um Dämpfung des Preisauftriebs zu unterstützen, und die von allen Mitgliedstaaten ungeachtet ihrer derzeitigen Inflationsrate akzeptiert werden können. Auf diese Weise sollen insbesondere die Bedingungen für eine Durchbrechung des „circulus vitiosus“ verbessert und eine Konvergenz der Inflationsraten auf niedrigem Niveau gefördert werden. Die Wechselkurspolitik wird also in den Dienst der internen Geldmengenpolitik gestellt.

Andere neuere Vorschläge werden diesem Prinzip offenbar nicht gerecht. Das gilt für die „Guidelines for Floating“ des Internationalen Währungsfonds und die auf ihnen basierenden Überlegungen der Cromer-Gruppe³⁾ ebenso wie für das Modell von Oort⁴⁾ (Zielzone ge-

¹⁾ OPTICA Report 1976: Inflation and Exchange Rates — Evidence and Policy Guidelines for the European Community, Brussels: Commission of the European Communities 1977 (Doc. 11/855/76 - E Final). Der Gruppe gehörten Giorgio Basevi, Pascal Salin, Niels Thygesen und der Verfasser an. Paul de Grauwe war der Gruppe assoziiert.

²⁾ Vgl. dazu die empirischen Untersuchungen in Kapitel 1 des OPTICA-Berichts.

³⁾ Three Steps towards European Monetary Harmonization, in: The Times, July 26, 1976.

⁴⁾ C. J. Oort: Exchange-rate policy in the European Communities, in: Common Market Law Review, Vol. 13 (1976), No. 3.

koppelt mit *Crawling Peg*) und die Duisenberg-Initiative im EG-Ministerrat. Die meisten dieser Vorschläge — außer dem Vorschlag von Oort — leiden überdies an dem Mangel, daß den nationalen Währungsbehörden ein zu hohes Maß an Autonomie bei der Fixierung und Verteidigung des Zielkurses eingeräumt wird: die Regeln sind in weiten Grenzen auslegungsfähig. Schließlich berücksichtigt keiner der Vorschläge hinreichend die Gefahr, daß temporäre starke Abweichungen der Devisenkurse von der Kaufkraftparität inflationäre Prozesse induzieren können, die zur Folge haben, daß die Abweichungen nachträglich sanktioniert werden.

Der Vorschlag

Nach den Vorstellungen der OPTICA-Gruppe sollten die EG-Staaten die Wechselkurse ihrer Valuten in Abhängigkeit von Referenzkursen steuern, die der relativen Preisentwicklung — gemessen auf der Basis der Großhandelspreise — laufend angepaßt werden. Der Vorschlag der Gruppe läßt sich wie folgt zusammenfassen:

- a) Der Referenzkurs der Währung jedes Landes, das an der Vereinbarung teilnimmt, wird als Effektivkurs definiert. Im Interesse der Vergleichbarkeit wird der Referenzkurs in Europäischen Währungseinheiten ausgedrückt.
- b) Für jedes Land wird ein Index der „effektiven“ Kaufkraftparität errechnet: sein Großhandelspreisindex wird durch den gewogenen Durchschnitt der ausländischen Großhandelspreisindizes dividiert, wobei dieselben Gewichte wie bei der Ermittlung des Effektivkurses verwendet werden.
- c) Der Referenzkurs jedes Landes wird regelmäßig (mindestens vierteljährlich) der Veränderung des gleitenden Durchschnitts der effektiven Kaufkraftparität ange-

paßt. Die der Durchschnittsberechnung zugrundeliegende Periodenlänge und die Gewichte, mit denen die einzelnen Zeitelemente in die Kalkulation eingehen, sind für alle teilnehmenden Länder gleich.

d) Die Währungsbehörden setzen Bandbreiten um den Referenzkurs fest.

e) Zu Beginn jeder Periode (z. B. Monat, Quartal) prüfen die Währungsbehörden auf der Grundlage der unter (b) und (c) erläuterten Berechnungen, ob der Referenzkurs ihrer Währung im Vergleich zum Vorjahr aufgewertet oder abgewertet wurde. Im Falle einer Aufwertung interveniert die betreffende Währungsbehörde nur durch Verkäufe ihrer eigenen Währung, und zwar dann, wenn der Marktkurs die

Untergrenze des Bandes zu unterschreiten droht. Bei einer Abwertung (des Referenzkurses) finden Interventionen nur durch Ankäufe der eigenen Währung statt, und zwar dann, wenn der Marktkurs die Obergrenze des Bandes erreicht.

f) Die Währungsbehörden verzichten darauf, den Gegenwert ihrer Interventionen zu sterilisieren, d. h. die Geldbasis expandiert bzw. schrumpft im vollen Ausmaß der Interventionen.

g) Zur Unterstützung dieser Vereinbarungen wird der Interventions- und Kreditmechanismus des Europäischen Währungsfonds (FECOM) wie folgt gearbert: Schuldnerländer haben die in Anspruch genommenen Kredite mit einem positiven Realzins zu verzinsen. Das Recht zur Inanspruchnahme von Währungskrediten wird eingeschränkt oder erlischt, wenn ein Land gegen die Regeln (e) und (f) verstößt.

h) Schlange-Länder können ihr gegenwärtig praktizierte Forum der Zusammenarbeit fortsetzen müßten dabei allerdings ihre Wirtschaftspolitik mit dem Ziel koordinieren, ihre Wechselkurse den Kaufkraftparitäten schrittweise anzunähern.

Was die in den Punkten (a)–(d) aufgeführten technischen Merkmale des Vorschlags betrifft, so sind bei der Ausgestaltung des „Mechanismus“ mehrere Varianten möglich. Die sich daraus ergebenden Formen der Ausgestaltung im einzelnen betreffen jedoch nicht den Kern des Vorschlags.

Das gilt für die Definition des Effektivkurses (möglich sind läderspezifische oder einheitliche Gewichte) ebenso wie für die Periodenlänge und die Gewichtung der einzelnen Zeitelemente bei der Berechnung des gleitenden Durchschnitts und für die Weite des Bandes. Hinsichtlich der Bandbreite herrschte der Gruppe Übereinstimmung darüber, daß unter den gege-

Die Autoren unseres Zeitgesprächs:

Dr. Hans-Eckart Scharrer, M.A., 39, ist Leiter der Abteilung Internationale Währungspolitik des HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg.

Prof. Dr. Benjamin J. Cohen lehrte u. a. an der Princeton Universität und war bei der Federal Reserve Bank in New York beschäftigt. Nach einer Berater Tätigkeit für die OECD in Paris lehrt er jetzt wieder an der Fletcher School of Law and Diplomacy in Tuft (USA).

François-Xavier Ortoli, 52, ist seit Anfang des Jahres Vizepräsident der Kommission der Europäischen Gemeinschaften und zuständig für den Bereich Wirtschaft und Finanzen. Zuvor war er vier Jahre Präsident der EG-Kommission gewesen.

wärtigen Bedingungen mit einem verhältnismäßig breiten Band begonnen und erst allmählich eine Reduzierung vorgenommen werden sollte. Dies entspricht dem Tenor des gesamten Vorschlags: danach kommt es nicht darauf an, den Markt durch besonders ehrgeizige Ziele der Währungsbehörden zu einem Test herauszufordern, sondern vielmehr, durch glaubwürdige Vorgaben die Erwartungen der Marktteilnehmer zu stabilisieren.

Asymmetrische Interventionen

Zu den entscheidenden Merkmalen des Vorschlags gehört, daß für jede Währung innerhalb einer gegebenen Periode Interventionen in nur einer Richtung stattfinden: der Marktkurs einer relativ „schwachen“ Währung darf nicht stärker fallen, als es der Entwicklung der Kaufkraftparität (plus der Bandbreite) entspricht, einer marktmäßigen Höherbewertung sind jedoch keine Grenzen gesetzt. Entsprechend darf der Marktkurs einer „starken“ Währung nur in Einklang mit dem Trend der relativen Inflationsraten (plus der Bandbreite) steigen, wohl aber kann er fallen. Die Begründung für die Einseitigkeit der Interventionen ist leicht verständlich:

Einerseits bezweckt der vorgeschlagene Mechanismus, die Entstehung von Wechselkurs-Lohn-Preis-Spiralen zu verhindern, und zwar sowohl im Interesse der einzelnen Mitgliedstaaten selbst (Gefahr der Hyperinflation) als auch im gemeinsamen Interesse aller Länder (Gefahr von Devisen- und Handelsrestriktionen). Kein Land soll aber daran gehindert werden, bei den Wechselkursen „besser“ abzuschneiden als bei der Preisentwicklung. Andererseits soll ein zu rascher Kursanstieg ohnehin starker Währungen vermieden werden, ohne daß die betreffenden Währungen jedoch an einer Höherbewertung im Ausmaß des

Vorsprungs an Preisstabilität (plus Bandbreite) gehindert werden sollten.

Insgesamt liegt die Betonung auf der Stabilisierung der Erwartungen an den Devisenmärkten und der Verringerung der Inflationsdifferenzen unter den Mitgliedstaaten der Gemeinschaft. Dieses Ziel soll indessen nicht durch die Zwangsjacke immer engerer Devisenkurs-Bandbreiten erreicht werden. So lange die Mitgliedstaaten ihre Geld- (und Einkommens)politik nicht harmonisieren, werden die Inflationsraten weiterhin voneinander abweichen. Der Vorschlag zielt allein darauf ab, ein noch größeres Auseinanderlaufen der Preisentwicklungen aufgrund von Devisenmarktstörungen zu verhindern. Auf keinen Fall sollen Länder mit geringem Inflationstempo zu einer Beschleunigung des Preisauftriebs veranlaßt werden.

Unterstützung der Geldpolitik

Der Mechanismus ist so ausgestaltet, daß die Devisenmarkt-Interventionen der Zentralbanken die interne Geldpolitik in ihrem restriktiven oder expansiven Kurs unterstützen. Dies ergibt sich nicht nur aus dem Umstand, daß Interventionen jeweils nur auf der einen Seite des Bandes vorgesehen sind, sondern auch aus der unter (f) postulierten Forderung, wonach der monetäre Gegenwert der Interventionen nicht sterilisiert (kompensiert bzw. stillgelegt) werden darf. Das folgende Beispiel verdeutlicht diese Zusammenhänge: Die Zentralbank strebe ein monetäres Wachstumsziel von 5 % p. a. an. Die tatsächliche Geldmengenexpansion überschreite dieses Ziel temporär mit der Folge, daß der Wechselkurs fällt. Die in dieser Situation vorgesehenen Interventionen sind mit einer Geldvernichtung verbunden; die Geldexpansion wird dadurch tendenziell wieder auf den 5 %-Pfad zurückgeführt. Allge-

mein formuliert: die Verpflichtung der Währungsbehörden, exzessive Kursrückgänge „schwacher“ Währungen (bzw. exzessive Kurssteigerungen „starker“ Valuten) zu stoppen, führt dazu, daß die anomale – zu hohe oder zu geringe – Geldschöpfung korrigiert wird.

Würde die Interventionsregel nicht befolgt, dann könnte die Abweichung des Wechselkurses von dem durch die Kaufkraftparität – und damit letztlich durch das monetäre Expansionsziel – vorgegebenen Trend Rückkopplungseffekte auf Preise und Löhne in einem Maße nach sich ziehen, daß das Geldmengenziel selbst seine Glaubwürdigkeit verliert. Das Beharren auf dem Ziel trotz des unerwarteten, abwertungsbedingten Inflationsstoßes würde nämlich ein größeres Maß an Kreditrestriktionen gegenüber dem privaten oder öffentlichen Sektor bedingen und wäre damit eventuell politisch nicht mehr akzeptabel.

Eine Schattenseite des Vorschlags sollte indessen nicht übersehen werden. Während das Schema den Vorzug hat, in währungsschwachen Ländern eine zu rasche Ausweitung der Geldmenge zu bremsen, erschwert es andererseits stabilitätsorientierten Ländern die (weitere) Verlangsamung der monetären Expansion. Die Konvergenz der Inflationsraten hat demnach in dem Vorschlag einen hohen Stellenwert. Die praktische Bedeutung dieses Aspekts sollte freilich nicht zu negativ beurteilt werden. Unter Berücksichtigung der (mäßigen) Länge der Durchschnittsperiode (ein Jahr), der Häufigkeit der Anpassung der Referenzkurse (vierteljährlich oder monatlich) und der Bandbreite werden stabilitätsorientierte Länder weiterhin in der Lage sein, ihre „performance“ zu verbessern. Nur das Tempo, mit dem dies geschieht, unterliegt Grenzen. Damit wird aber

auch vermieden, daß die interne Stabilisierung zu einseitig zu Lasten der dem internationalen Wettbewerb ausgesetzten Wirtschaftszweige geht, wie es bei weit von der Kaufkraftparität abweichenden Wechselkursen passieren könnte.

Bedingungen für den Währungsbeistand

Nach den Merkmalen des Schemas, insbesondere der Verknüpfung der Interventionen mit einer stabilitätsfördernden internen Geldpolitik, ist davon auszugehen, daß die Ziehungen auf den Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit sich in engen Grenzen halten werden. Das wird um so mehr dann gelten, wenn die Marktteilnehmer erst mit den Interventionsregeln vertraut sind und sie in ihre eigenen Erwartungen über die künftige Kursentwicklung einbeziehen. Dennoch sind Befürchtungen der währungsstarken Länder über das mögliche Ausmaß ihrer finanziellen Inanspruchnahme durch den Fonds nicht auszuschließen. Um diesen Befürchtungen zu begegnen, bietet es sich an, mit einer relativ großen Bandbreite zu beginnen und so die Wahrscheinlichkeit eines größeren Interventionsbedarfs zu minimieren. Nach etwa einem

Jahr könnte die Bandbreite dann experimentell verringert werden. Wenn das System einmal „normal“ funktioniert, dann sollten allerdings auch die Bandbreiten eng genug sein, um den automatischen Anpassungsdruck auf die Geldpolitik auszuüben, den das Modell vorsieht.

Während die Kreditfazilitäten des Fonds hinreichend groß sein müßten, um die Glaubwürdigkeit des Systems zu unterstreichen, sollten andererseits automatische Ziehungen kurzfristig rückzahlbar sein, wie es auch gegenwärtig der Fall ist. Die Gewährung von mittel- und längerfristigem Währungsbeistand sollte an die Bedingung geknüpft sein, daß das Schuldnerland die gemeinsam beschlossenen Verhaltensregeln einhält, in diesem Zusammenhang also die Regeln (e) und (f). Im übrigen sollten Währungskredite (g) mit einem positiven Realzins verzinst werden.

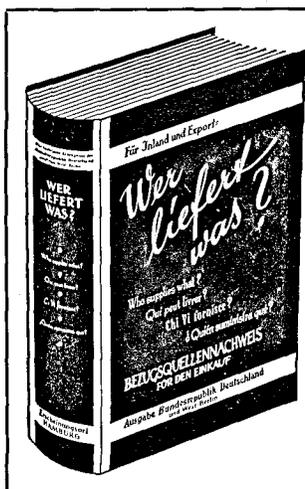
Spannungen in der Schlange

Anlaß für die Überlegungen der OPTICA-Gruppe über ein gemeinschaftliches Wechselkursystem waren die jüngeren Erfahrungen bei einigen floatenden EG-Valuten. Aus diesen Überlegungen ergeben sich allerdings auch Konsequenzen für die Währungsschlange. Geht

man davon aus, daß eine Steuerung der Wechselkurse entsprechend der Entwicklung der Kaufkraftparitäten ökonomisch sinnvoll ist, dann stellt sich die Frage warum dieser Zusammenhang nicht auch für die Schlange-Währungen in ihren Beziehungen untereinander gelten sollte. Der Versuch, die Schlange aus dem System auszuklammern, könnte bei stärkeren Verschiebungen der relativen Preisentwicklung der Schlange-Länder zur Spekulation geradezu einladen und damit den Verbund starken (und unnötigen) Belastungen aussetzen.

Hinzu kommt, daß eine Suspendierung der Regeln für die Schlange eine Reihe technisch Probleme aufwerfen würde: Soll die Kaufkraftparität gegenüber Drittländern auf der Basis der durchschnittlichen Inflationsraten der Schlange-Länder ermittelt werden? Soll die Regel für die D-Mark gelten, wobei die anderen Valuten sich an die Kursentwicklung der deutschen Währung anhängen? Diese Probleme könnten leichter gelöst werden, wenn jedes der Schlange-Länder individuell die Interventionsregel folgt.

Dennoch spricht sich die Gruppe nicht dafür aus, die Schlange „totzuschlagen“. Die



Sie wissen es noch nicht

wie schnell Sie im
„Wer liefert was?“
 für jedes Erzeugnis
 Herstellerfirmen finden.

„Wer liefert was?“

ist die komplette Bezugsquellenkartei
 in Buchform
 in 5 Sprachen
 und wird in aller Welt verwendet
 DM 40,- incl. Mehrwertsteuer

Bezugsquellennachweis für den Einkauf „Wer liefert was?“ GmbH

Ost-West-Straße 49 „Asiahaus“ - H A M B U R G 11 - Telefon 33 55 89 und 33 04 5

stünde auch im Widerspruch zu dem eigentlichen Ziel ihres Vorschlags, nämlich den „circulus vitiosus“ von Währungsabwertungen und Inflation zu durchbrechen. Wohl aber könnte und sollte die Verwirklichung eines gemeinschaftlichen Wechselkursystems auf der Basis der Kaufkraftparitäten ein Anlaß für die Schlange-Länder sein, die bisher vernachlässigte wirtschaftspolitische Koordinierung zu intensivieren. Schlange und OPTICA-System sind a priori keineswegs unvereinbar; zu Spannungen muß es nur dann kommen, wenn die Inflationsraten zwischen den Schlange-Partnern divergieren.

Schwächen und Stärken

Anschließend sollte noch einmal hervorgehoben werden, daß es sich bei dem Modell aus der Sicht der OPTICA-Gruppe um einen „bescheidenen“, wenig

ehrgeizigen Vorschlag handelt. Das Schema trägt der Tatsache Rechnung, daß der Hang zur Inflation von Land zu Land verschieden stark ausgeprägt ist. Das Modell unterstreicht den ausschließlich „nominalen“ Charakter unterschiedlicher Inflationsraten, und es weist den Wechselkursen die Rolle zu, diese Unterschiede auszugleichen. Es unterstreicht damit die Bedeutung der realen Faktoren für den Integrationsprozeß und die Wirtschaftsentwicklung in der Gemeinschaft. Anders als frühere Ansätze zur Währungsintegration verzichtet der Vorschlag deshalb auf den Versuch, die „nominalen“ Wechselkurse zu fixieren; vielmehr sollen die „realen“ Wechselkurse innerhalb gewisser Bandbreiten stabilisiert werden. Der Ansatz läßt sich daher als das Modell einer „realen“ Schlange – im Unter-

schied zum herkömmlichen „nominalen“ Schlangenmechanismus – charakterisieren.

Die Anerkennung der Tatsache, daß die Inflationsraten von Land zu Land differieren, bildet die Schwäche und Stärke des Systems zugleich. Sie ist seine Schwäche, denn das System kann nicht den Anspruch erheben, für sich allein in größtem Maße zur Harmonisierung der Inflationsraten auf niedrigem Niveau beizutragen; Voraussetzung dafür ist eine enge Koordinierung der Geld- (und Einkommens)politik der Mitgliedstaaten. Sie ist seine Stärke, denn anders als die existierende Schlange kann der OPTICA-Mechanismus durch anhaltende Unterschiede in der Geld- und Kreditpolitik und damit in den Inflationsraten der Mitgliedstaaten nicht gefährdet werden.

Benjamin J. Cohen

Zur Steuerung floatender Wechselkurse

An dem OPTICA-Vorschlag für eine neue Wechselkurspolitik der Europäischen Gemeinschaft gibt es viel zu loben. Die Autoren erweisen sich als wohlinformiert sowohl über die jüngsten Entwicklungen auf den Devisenmärkten als auch der Theorie der Wechselkurse, und ihre Forderung nach einer verbesserten Steuerung der Devisenmärkte hat eine sehr reale Grundlage. Ich stimme voll mit ihrem Problemansatz überein. An ihrem Vorschlag gibt es aber vieles, gegen das man Einwendungen erheben möchte, zumindest in der gegenwärtigen Formulierung. Mit einigen entscheidenden Details stimme ich

kaum überein. In meiner Sicht muß ein effektives System der Wechselkurssteuerung in erster Linie elastisch sein – wie ein Rohr im Wind und nicht starr und inflexibel wie eine Eiche. Der OPTICA-Vorschlag entspricht jedoch – so fürchte ich – mehr der Eiche als dem Rohr und könnte leicht zerbrechen, wenn die Winde der Devisenmärkte einmal stark genug blasen.

Anarchie statt Ordnung

Was liegt der Forderung nach einer verbesserten Steuerung der Devisenmärkte zugrunde? Im wesentlichen geht es darum,

Anarchie durch Gesetz und Ordnung zu ersetzen. Gegenwärtig gibt es im Hinblick auf die Wechselkurse keine feste Ordnung – weder innerhalb der Europäischen Gemeinschaft noch im weiteren internationalen Rahmen. Die Regierungen sind heute frei, praktisch jede mögliche Wechselkurspolitik zu verfolgen. Es bestehen keine vereinbarten Prinzipien über die Instrumente der nationalen Politik, die zur Beeinflussung der Wechselkurse eingesetzt werden können, oder über die Ziele der nationalen Politik, die als legitim angesehen werden sollen. Die Folge ist, daß es keine Sicherheit darüber gibt, ob poli-

tische Instrumente vorgesehen bzw. Ziele verfolgt werden, die untereinander konsistent sind. Wenn die Politiken der Regierungen inkonsistent sind, ist es kaum wahrscheinlich, daß ihre Wechselkurse lange stabil bleiben.

Was auch immer seine Fehler waren, das alte Bretton-Woods-System der „anpassungsfähigen Kurse“ wies eine hervorragende Eigenschaft auf: es etablierte die Herrschaft der Ordnung im Hinblick auf die Wechselkurse. Die Regierungen akzeptierten die Verpflichtung, die Wechselkurse innerhalb festgelegter Spannen rund um eine bestimmte Parität zu halten. Der Kampf um die Erhaltung des Systems hörte Anfang 1973 auf, und die Wechselkurse der wichtigsten Währungen begannen unlimitiert zu floaten – die Nationen lebten formal in Sünde. Der Hauptzweck der Zweiten Ergänzung zum IWF-Abkommen, über die man sich auf einer Sondersitzung des Fonds in Jamaika im Februar 1976 einigte, bestand in der Aufhebung des Stigmas der Sünde durch Legalisierung des Floatens.

Risiko der Inkonsistenz

Unglücklicherweise wurde mit Blick auf die Wechselkurse nicht viel mehr zustande gebracht. Die Zweite Ergänzung enthält nichts Konkretes über Normen oder Konventionen für Zentralbankinterventionen auf den Devisenmärkten oder darüber, welche besonderen Verpflichtungen zur Anpassung Überschuß- und Defizitländer haben sollten. Sie fordert zwar, daß die Regierungen vermeiden sollten, „die Wechselkurse oder das internationale Währungssystem so zu manipulieren, daß eine effektive Anpassung der Zahlungsbilanzen verhindert oder ein unfairen Wettbewerbsvorteil anderen Mitgliedern gegenüber erzielt wird“. Sie sieht jedoch keinen wirksamen Mechanismus vor, um sicherzustellen, daß ein

solches „schmutziges Floaten“ auch wirklich vermieden wird. Tatsächlich wird noch nicht einmal definiert, was „Manipulation“ oder „unfairen Wettbewerbsvorteil“ bedeuten soll, geschweige denn, daß irgendwelche Regeln vorgeschlagen werden, nach denen dies verhindert werden könnte. Der Spielraum für diskretionäres Verhalten der Regierungen bleibt sehr groß, wie die OPTICA-Autoren zu Recht vermerken. Damit ist auch das Risiko der Inkonsistenz der nationalen Politiken bzw. konkurrierender Wechselkursmanipulationen durch einzelne Regierungen sehr hoch. Dies wiederum verstärkt die Unsicherheit und die destabilisierenden Erwartungen auf den Devisenmärkten.

Dies heißt jedoch nicht, daß wir zu formalen Paritäten der Wechselkurse zurückkehren sollten. Es ist richtig, daß eine Parität den Vorteil eines relativ festen Bezugspunktes für internationale wirtschaftliche Transaktionen bietet, wobei die notwendige Flexibilität im Prinzip durch periodische Anpassung der Parität sichergestellt werden kann. In der Praxis wird diese Flexibilität jedoch wegen der politischen Untertöne solcher scheinbar politischen Handlungen wahrscheinlich nicht ausreichend genutzt werden. Verzögerungen sind unter politischen Bedingungen unvermeidbar, wenn eine positive Entscheidung zur Veränderung erforderlich wird. Politischer Druck von inländischen und ausländischen Akteuren, deren besondere Interessen von einer Wechselkursänderung bedroht sind, begünstigen natürlich ein zauderndes Verhalten auf seiten der Entscheidungsträger; und diese Tendenz zur bürokratischen Trägheit wird weiterhin verstärkt durch das Abwarten, bis sich die notwendigen Beweise für eine Veränderung gehäuft haben. In einer Welt extensiver Kapitalmobilität stellt dies eine offene Einladung dar, gegen die Pari-

täten zu spekulieren – eine einseitige Option gegen die Fähigkeit der Regierungen, die erklärten Paritäten beizubehalten. Bei einer formalen Bindung besteht immer das Risiko, daß Regierungen in die Praxis zurückfallen werden, grundsätzlich um angemessene Wechselkurse zu verteidigen. Im Bretton-Woods-System lag der Schwerpunkt immer stärker auf der „Bindung“ als auf der „Anpassungsfähigkeit“.

Notwendiger Minimalkodex

Die Herausforderung besteht somit nicht darin, die floatenden Wechselkurse abzuschaffen, sondern eher darin, sie besser zu steuern – das heißt, den Grad der Unsicherheit auf den Devisenmärkten zu reduzieren, um so eine Stabilisierung und nicht eine Destabilisierung der Erwartungen zu fördern. Um dies zu vermeiden, ist es notwendig, das Risiko der Inkonsistenz der nationalen Politiken bzw. von konkurrierenden Wechselkursmanipulationen zu vermindern. Und dies bedeutet, den Spielraum für diskretionäres Verhalten der Regierungen dadurch einzuengen, daß zumindest ein „Minimalkodex für gutes Verhalten“ aufgestellt wird zur Beeinflussung der nationalen möglichen Politiken hinsichtlich der Wechselkurse. Im Idealfall sollte ein solcher Kodex für jedes Land einen „Referenzkurs“ innerhalb vereinbarter Margen festlegen als Leitlinie für Zentralbankinterventionen auf den Devisenmärkten. Genau dies ist es, was der OPTICA-Vorschlag für jedes Mitglied der Europäischen Gemeinschaft zu tun versucht. So wie er formuliert ist, würde jedoch der Vorschlag nicht notwendigerweise die effektive Grundlage für die Steuerung der Wechselkurse in der Gemeinschaft abgeben. Wegen des Rames beschränke ich meine Anmerkungen auf die zwei Merkmale des Vorschlags, die zu den kritischsten für seine Funktion

ren gehören – das Verfahren zur Festlegung und Revision der Referenzkurse und die Interventionsregel.

Größere Ungleichgewichte

Das Verfahren zur Festlegung und Korrektur der Referenzkurse basiert auf dem relativen Preisverhalten eines jeden teilnehmenden Landes. Für jedes Land würde ein Kaufkraftparitäts(PPP)¹⁾-Index berechnet werden durch Division seines Großhandelspreisindex durch einen gewichteten Durchschnitt der Großhandelspreisindizes seiner Konkurrenten. Sein Referenzkurs würde dann periodisch gemäß den Veränderungen des gleitenden Durchschnitts seines PPP-Index geändert werden.

Der Grund für dieses Vorgehen liegt darin, daß langfristig überwiegend das relative Preisverhalten die Wechselkurse bestimmt. Über diesen Punkt befinde ich mich mit den OPTICA-Autoren nicht im Streit. Die Gültigkeit der PPP-Beziehung als säkulare Erscheinung ist empirisch gut abgesichert; an anderer Stelle in ihrem Report liefern die Autoren selbst den überzeugenden Nachweis für die Tendenz der Wechselkurse, sich über längere Zeitspannen hinweg konform zu den nationalen Inflationsunterschieden zu bewegen. Die relative Preisentwicklung kann bei der Bestimmung und Korrektur der Referenzkurse kaum ignoriert werden.

Aber ist die relative Preisentwicklung für sich genommen dafür eine *ausreichende* Basis? Ich meine nicht, daß dies der Fall ist, sondern daß das ausschließliche Vertrauen auf einen PPP-Index in seinen wirtschaftlichen Auswirkungen eher destabilisierend denn stabilisierend sein könnte. Die PPP-Beziehung ist *nur* als säkulare Erscheinung gültig. Je kürzer die

betrachtete Zeitspanne ist, je schwächer sind die Bindungen zwischen Wechselkursbewegungen und Inflationsunterschieden. Die relative Preisentwicklung fällt weniger ins Gewicht, die Gleichgewichtsbedingungen auf den Anlagemärkten stärker. Kurzfristig ist der Wechselkurs einfach nur einer der Preise, die die internationalen Märkte für finanzielle Aktiva (einschließlich Geld) zum Ausgleich bringen, und der simultan mit den Erträgen aus in- und ausländischen Aktiva so festgelegt wird, daß die Portfolios der Vermögenshalter insgesamt ausgeglichen sind. Was daher zu bestimmten Zeitpunkten ein echtes Marktgleichgewicht für einen Wechselkurs konstituiert, kann ganz beträchtlich von dem abweichen, was als Referenzkurs allein aufgrund von relativen Preistrends inflexibel festgelegt wurde. Interventionen auf Basis eines solchen Referenzkurses, die einen festen Zusammenhang zwischen Wechselkursen und Preisniveaus selbst dann erzwingen, wenn die Bedingungen auf den Devisenmärkten etwas anderes diktieren, dürften nur zu größeren Ungleichgewichten auf anderen Märkten, den Märkten für Anlagen, für reale Güter und Dienstleistungen und für Produktionsfaktoren, führen.

Eine Alternative

Um ein solches Ergebnis zu vermeiden, sollte die Festlegung und Korrektur der Referenzkurse breiter angelegt werden, um die Entwicklung auf all diesen Märkten zu berücksichtigen – und nicht allein die Trends in den nationalen Inflationsraten. Der OPTICA-Vorschlag würde letztlich eine partielle Gleichgewichtsbedingung für ein allgemeines Gleichgewicht darstellen. Über längere Sicht hinweg, für die die PPP-Beziehung gilt, dürften vorübergehende Abweichungen anderer ökonomischer Größen (d. h. die Umlaufgeschwindigkeit, das Be-

schäftigungsniveau, die Zinshöhe) vom säkularen Gleichgewicht vernachlässigt werden können. Kurzfristig geht dies aber nicht; kurzfristig befindet sich nichts notwendigerweise auf seinem langfristig „natürlichen“ Niveau. Etwas anderes anzunehmen, bedeutet mehr Rigidität als erwünscht – bzw. sogar tolerierbar – ist, in das System hineinzubringen.

Der Hauptvorteil des OPTICA-Vorschlags ist seine Klarheit. Weil die PPP-Formel eindeutig ist, können Verzögerungen bei der Revision der Referenzkurse vermieden werden. Es würde nicht diese bürokratische Trägheit geben, die das Bretton-Woods-System kennzeichnete. Dieser Vorteil würde zugegebenermaßen größtenteils bei meinem Vorschlag verlorengehen, das Verfahren dadurch auszuweiten, daß die Entwicklungen auf allen relevanten Märkten berücksichtigt werden, und damit eine einzige objektive Regel durch ein subjektives Urteil zu ersetzen. Je zahlreicher und weniger bekannt die Kriterien für eine Korrektur der Referenzkurse sind, je wahrscheinlicher ist es, daß das ganze Verfahren in politischer Saumseligkeit und diplomatischem Feilschen untergeht. Aber was auch immer durch ein breiter angelegtes Verfahren an Eleganz geopfert wird, wird mehr als ausgeglichen durch seine Lebensfähigkeit. Ein gewisser Grad an Unbestimmtheit kann insoweit eine Stärkung der Beziehungen zwischen den Regierungen bewirken, als er einen ausreichenden Grad an Flexibilität für Vereinbarungen sichert, die die Komplexität und Wandlungsfähigkeit der Marktbedingungen berücksichtigen. Die breiter angelegte Alternative entspricht um vieles mehr dem Rohr, das den Stürmen der Devisenmärkte standhalten kann.

Die Interventionsregel, die der OPTICA-Vorschlag herausstellt,

¹⁾ Purchasing Power Parity.

ist asymmetrisch und hängt von der Richtung der jüngsten Veränderung des Referenzkurses eines jeden beteiligten Landes ab. Länder, deren Referenzkurse in letzter Zeit gestiegen sind, wären verpflichtet, ihre eigene Währung zu verkaufen, um eine weitere Aufwertung zu vermeiden, aber nicht zu kaufen im Falle einer Abwertung. Umgekehrt wären Länder mit relativ abgewerteten Währungen verpflichtet, ihre eigene Währung im Falle weiterer Abwertung zu kaufen, aber nicht zu verkaufen, um eine mögliche Aufwertung zu verhindern.

Der Grund für dieses Vorgehen liegt darin, daß in kurzfristiger Sicht sogenannte „Zirkelbeziehungen“ zwischen Wechselkursänderungen und inländischen Preistrends auftreten können. Auch über diesen Punkt bin ich mit den OPTICA-Autoren einig, obwohl angemerkt werden muß, daß unter den Wirtschaftswissenschaftlern die Zirkel-These noch Gegenstand einiger Kontroversen ist. Nach meiner Ansicht ist es kaum eine Frage, daß solche Zirkel unter entsprechenden Bedingungen auftreten können. Angenommen z. B., das inländische Geldangebot erhöht sich in einem Lande und führt dazu, daß dort die Erträge finanzieller Vermögenswerte relativ zu den Erträgen in anderen Ländern zurückgehen. Damit das Portfoliogleichgewicht insgesamt aufrechterhalten wird, muß eventuell eine Aufwertung des Wechselkurses des Landes antizipiert werden. Dies bedeutet, daß die anfängliche Abwertung der inländischen Währung über ihr langfristiges Gleichgewicht (wie durch die PPP impliziert) „hinausschießen“ muß, so daß eine Aufwertung tatsächlich antizipiert werden könnte. Solches „Hinausschießen“, das dem dynamischen Anpassungsprozeß inhärent ist, kann im Inland leicht zu zusätzlicher Inflation führen, wenn die anfängliche Wirkung der Abwertung auf die

inländischen Preise dahin tendiert, schnell in inflationären Einkommensforderungen ihren Widerhall zu finden, und diese Einkommensforderungen tendenziell durch einen weiteren Anstieg des inländischen Geldangebots „bestätigt“ werden. Die zusätzliche Inflation wiederum kann eine weitere Abwertung des Wechselkurses verursachen und damit als *circulus vitiosus* oder Spirale zu noch mehr inländischer Inflation führen usw. Wenn dies alles beunruhigend an die jüngsten Ereignisse in solchen Ländern wie Großbritannien und Italien erinnert, so ist dies kein Zufall.

Mängel des Vorschlags

Würde die OPTICA-Interventionsregel ausreichen, um die Entstehung von „Zirkelbeziehungen“ zu unterbinden? Offensichtlich nicht, wie die Autoren selbst zugeben. Die einzige Lösung, so führen sie aus, ist eine nicht inflationäre Einkommenspolitik verbunden mit einer strikteren Kontrolle des inländischen Geldangebots. Ihre Interventionsregel beabsichtigt nur, diese anderen Politiken durch Stabilisierung der Devisenmarktbedingungen zu ergänzen. Aber selbst in dieser beschränkten Rolle könnte sich ihre Regel als kontra-produktiv erweisen, wenn man an die dem dynamischen Anpassungsprozeß inhärente Tendenz der Wechselkurse zum „Überschießen“ denkt. Dieses Überschießen muß zugelassen werden, wenn es die Devisenmarktbedingungen diktieren. Anderenfalls (um mein früheres Argument zu wiederholen) wird das Ergebnis nur ein größeres Ungleichgewicht auf den anderen Märkten sein. Die Intervention zur Verhinderung des Überschießens eines sinkenden Wechselkurses könnte die notwendige Anpassung auf den Märkten für reale Güter und Dienstleistungen und in der Leistungsbilanz verlangsamen, was unter anderem zu einer höheren

Arbeitslosenrate als im anderen Falle führen würde.

Dies ist kein Mangel, der besonders dem OPTICA-Vorschlag anhaftet: jede Regel, die von den Regierungen in bestimmten Situationen Interventionen verlangt, ist wahrscheinlich zu bestimmten Zeiten kontra-produktiv. Doch bedeutet dies nicht, daß wir überhaupt keine Regeln haben sollten: dies würde um zu weiter andauernder Anarchie auf den Devisenmärkten verhindern, die – wie ich schon ausführte – unerwünscht ist. Es bedeutet vielmehr, daß wir eine *andere Art* von Regeln entwickeln müssen – eine, die einen bestimmten Grad an Sicherheit schafft, daß Instrumente eingesetzt und Ziele in einer Weise verfolgt werden, die gegenseitig konsistent sind und die nicht aus sich selbst heraus zu einer Quelle der Marktinstabilität werden.

Verhaltensregeln

Regeln für Regierungsverhalten können zwei grundlegende Formen annehmen:

solche, die die Umstände spezifizieren, in denen bestimmte politische Aktionen erforderlich sind (sie könnten nach der Bibel „du sollst“-Regeln genannt werden); und

solche, die die Umstände spezifizieren, in denen gewisse politische Aktionen verboten sind („du sollst nicht“-Regeln).

Das Bretton-Woods-System und die OPTICA-Interventionsregel sind Beispiele für die „du sollst“-Regeltyp. Ein Beispiel für den alternativen „du sollst nicht“-Typ, den ich stattdessen befürworten würde, ist eine, die den Regierungen einfach verbietet, ihre eigene Währung zu einem Preis unter (über) der unteren (oberen) Grenze zum Kaufen (kaufen). Solch eine Regel liefert weniger ein Ziel, die

verteidigt werden muß, als vielmehr einen Referenzpunkt, von dem ab sich durch Zentralbankinterventionen ein Wechselkurs nicht erzwingen läßt. Sie hat daher den Vorteil, daß sie den Spielraum für „schmutziges Floaten“ einengt, das Risiko der Inkonsistenz der nationalen Politiken bzw. von konkurrierenden Wechselkursmanipulationen

minimiert, während es nichtsdestoweniger den Regierungen freisteht, eine Stabilisierungsrolle so aktiv zu spielen, wie sie wollen, wenn es die Marktbedingungen erfordern. Angenommen, die Referenzkurse werden bestimmt und korrigiert durch ein geeignetes Verfahren, wie ich es oben vorgeschlagen habe, dann würde diese Alternative

sicherlich dazu beitragen, die Unsicherheit auf den Devisenmärkten zu vermindern und die Erwartungen zu stabilisieren. Sie würde auch im Hinblick auf die Stürme der Devisenmärkte die Geschmeidigkeit eines Rohres haben, die der OPTICA-Vorschlag nicht aufweist. Deshalb ziehe ich sie als Basis für eine Wechselkurssteuerung vor.

François-Xavier Ortoli

Nutzen und Grenzen monetärer Mechanismen für die EG

Die Bestrebungen zur Schaffung einer europäischen Wirtschafts- und Währungsunion stützen sich auf eine rationale Überlegung. Unsere Völker können individuelle und gesellschaftliche Wohlfahrt nur dann erreichen, wenn sie über Märkte in der Größenordnung verfügen, wie sie die heutige Produktionstechnologie verlangt. Die Folgen dieses technologischen Phänomens machen sich in der zunehmenden Verflechtung der Volkswirtschaften bemerkbar. Aus dieser Sicht ist die Aufgabe der politisch Verantwortlichen klar: die nicht zu leugnende spontane Tendenz zur wirtschaftlichen Integration durch eine angemessene Politik zu unterstützen.

Seit 1970 war der allmählich zusammenwachsende europäische Raum verschiedenen Erschütterungen von außen ausgesetzt, welche die einzelnen Volkswirtschaften vor sehr unterschiedliche Umstrukturierungs- und Anpassungsaufgaben stellen. Es ist daher auch Aufgabe der politisch Verantwortlichen, gegenwartsbezogene konkrete Maßnahmen zu treffen, um die schlimmsten Folgen dieser Anpassungsprozesse zu verringern: Hohe und unter-

schiedliche Inflationsraten, allgemeine Schwäche der Investitionsneigung, Beschäftigungsprobleme und mangelnde Stabilität auf den Devisenmärkten.

Während die rein monetären Vorschläge von OPTICA I als Beitrag zur langfristigen Erarbeitung einer allgemeinen Politik der Währungsintegration gedacht waren, wollen die Vorschläge von OPTICA II im Bereich der Wechselkurspolitik zur Lösung unmittelbarer Schwierigkeiten beitragen.

Bevor diese Vorschläge beurteilt werden, erscheint es angezeigt, einige Hauptpunkte der Diskussion über die Bildung einer europäischen Währungsunion in Erinnerung zu rufen.

Einige Leitgedanken

An der Frage, wie sich Wechselkursänderungen einerseits auf den Anpassungsprozeß und andererseits auf den Integrationsprozeß auswirken, kommt man nicht vorbei. Dieser Punkt ist insofern von entscheidender Bedeutung, als eine Währungsunion in erster Annäherung definiert werden kann als die Beseitigung von Wechselkursänderungen innerhalb des zu inte-

grierenden Raumes. Zahllose Untersuchungen wurden diesem Thema gewidmet; der politisch Verantwortliche könnte sie folgendermaßen zusammenfassen.

Zwar sind die realwirtschaftlichen Auswirkungen von Wechselkursänderungen nicht gleich null, doch spricht vieles dafür, daß flexible Wechselkurse als Instrument mehr und mehr illusorisch werden. Gleichwohl wird der Rückgriff auf Wechselkursänderungen innerhalb der Gemeinschaft während einer Übergangsperiode ein nützlich wirtschaftspolitisches Instrument bleiben, weil soziale und politische Umstände eintreten könnten oder sogar bereits eingetreten sind, unter denen dieses Instrument aus politischen Gründen anderen Instrumentenkombinationen vorzuziehen ist, da die Beibehaltung oder Einführung fester Wechselkurse in solchen Fällen kurzfristig mit politisch unannehmbaren wirtschaftlichen und sozialen Kosten verbunden wären.

Zweifelloso ist es jedoch unangebracht, dem Wechselkursinstrument eine bevorzugte Stellung einzuräumen, vor allem, wenn die oben erwähnten unmittelbaren Schwierigkeiten behoben

werden sollen, weil dann die große Gefahr besteht, daß der grundsätzliche und umfassend realwirtschaftliche Charakter des Anpassungsprozesses nicht genügend in den Vordergrund gerückt wird. Die jüngste Entwicklung sollte in dieser Hinsicht als Warnung dienen. Die Verfasser des Werner-Plans hatten das Hauptgewicht auf die Parallelität von Wirtschafts- und Währungsentwicklung gelegt. Wir müssen ihnen endlich gerecht werden und die monetären Mechanismen nur wohlüberlegt und im Rahmen einer umfassenden Politik einsetzen.

Einzelbeurteilung der Vorschläge

Dies alles ist bei einer Beurteilung der Vorschläge von OPTICA II (siehe OPTICA 1976, Kapitel II) zu berücksichtigen, die sich auf zwei Grundempfehlungen zurückführen lassen.

Unter Berücksichtigung der sehr großen Instabilität der Märkte – hervorgerufen durch jähe Änderungen in den Erwartungen, die zu Kapitalbewegungen führen und ein übermäßiges Absinken der Wechselkurse bewirkten – kommt der Bericht zu einer ersten Reihe von sehr allgemein formulierten Empfehlungen. Sie sehen eine breite Palette von wirtschafts- und währungspolitischen Maßnahmen vor, darunter vor allem Interventionen auf den Devisenmärkten, um die kurzfristigen Wechselkurs-

schwankungen zu glätten und damit eine Beschleunigung der Inflation zu verhindern. Eine derartige Beschleunigung würde tatsächlich durch den „mechanischen“ Anstieg der Einfuhrpreise infolge eines zu stark sinkenden Wechselkurses hervorgerufen. Offenbar um den zuständigen Behörden eine etwas präzisere Interventionsregel als die Interventionsleitlinien des IWF an die Hand zu geben, wird in OPTICA II eine Formel empfohlen, die sich auf den Begriff der Kaufkraftparität („purchasing power parity“ = PPP) stützt.

Im Rahmen des Maßnahmenpaketes, das von den zuständigen Stellen eingesetzt werden muß (und dessen Umfassenheit in OPTICA II zu Recht herausgestellt wird), muß selbstverständlich auch der Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaften ein Platz eingeräumt werden. Sie läßt sich zum Teil, aber auch nur zum Teil, mit Hilfe der PPP messen. Durch Verwendung einer statistischen Formel könnten dabei grundsätzlich Unsicherheit und Diskussionen vermieden werden. In Anbetracht der für derartige Formeln typischen Fehlerspannen kann der Rückgriff auf Kaufkraftparitäten-Formeln für die politische Verantwortlichen jedoch nur eine Entscheidungshilfe unter mehreren sein.

Interventionsregeln

In dem Bericht wird zweitens mit einer sehr präzisen Formu-

lierung ein System empfohlen, das auf folgendem Grundsatz aufbaut: Jedes Land sollte eine Wechselkurspolitik verfolgen, die mit seiner monetären Politik übereinstimmt. Dieser Grundsatz muß sorgfältig daraufhin überprüft werden, ob er mit der europäischen Integration vereinbar ist und ob er zu einer Verbesserung des eingangs erwähnten Anpassungsprozesses beitragen kann. Nach der in OPTICA II aufgestellte Regel soll auf den Devisenmärkten interveniert werden, damit diese sich entsprechen der Entwicklung der PPP verhalten, die wiederum in erster Linie das Ergebnis einer gegebenen nationalen monetären Geldpolitik ist.

Fragt man sich dann aber weshalb letztlich interveniert werden soll (anstatt die Wechselkursbildung den Märkten zu überlassen), so gelangt man zu dem Ergebnis, daß Lockerungen der monetären Politik unmittelbar auf die Erwartungen und die Portefeuilles (Kapitalbilanz) und dann über den Wechselkurs mit Verzögerung auf die Preise einwirken. Es soll nach OPTICA II also eingegriffen werden, um zu verhindern, daß ein Wechselkursverfall (über den damit verbundenen Anstieg der Einfuhrpreise) die Inflation allzu stark anfaßt, die normalerweise nach einer Lockerung der monetären Politik zu erwarten ist. Da interveniert werden muß, sind dafür

KONJUNKTUR VON MORGEN

Der vierzehntäglich erscheinende Kurzbericht des HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg über die Binnen- und Weltkonjunktur und die Rohstoffmärkte

Jahresbezugspreis DM 90,-

VERLAG WELTARCHIV GMBH - HAMBURG

Reserven oder Anleihemittel zu verwenden.

OPTICA II spricht den Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit an. Seine Mittel sollen den Zentralbanken zur Verfügung gestellt werden, die ihre Geldpolitik gelockert haben, damit sich diese Länder nicht letzten Endes einer höheren Inflationsrate gegenübersehen, als sie eigentlich mit ihrer Geldpolitik zu akzeptieren bereit waren. Deshalb sollen diese Zentralbanken intervenieren, um ihren Wechselkurs in der Nähe eines durch die Kaufkraftparität bestimmten Wertes zu halten.

Grundsätzlicher Widersinn

Angesichts dieses Vorschlags stellt sich nun wieder die grundsätzliche Frage, ob im Rahmen eines stark integrierten Raums eine Regelbindung eingeführt werden soll, die um den Begriff der unabhängigen nationalen monetären Politik kreist, und ob der Europäische Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit angewiesen werden soll, eine solche nationale Politik zu finanzieren, damit die Zentralbanken bestimmter Länder die immerhin im voraus sichtbaren Folgen ihrer Politik, nämlich die Umschichtung der Portefeuilles und die Kapitalbewegungen, zumindest teilweise bekämpfen können.

Die Antwort auf diese Frage ist klar. Eine europäische Politik wird ins Gegenteil verkehrt, wenn sie sich darauf beschränkt, die Unabhängigkeit der monetären Politik der einzelnen Mitgliedstaaten zu unterstützen¹⁾, während andererseits die Abhängigkeit ihrer Volkswirtschaften zunimmt. Vielmehr muß von dieser gegenseitigen Abhängigkeit ausgegan-

¹⁾ Eine solche Regel mag im Rahmen des IWF nützlich sein, der die Koexistenz von Ländern zu regeln hat, die wirtschaftlich weniger stark integriert sind als wir und die sich nicht auf dem Wege zur Erreichung einer Währungsunion befinden.

gen und auf eine Konvergenz der Politiken und Entwicklungen hingearbeitet werden – und nicht etwa auf eine Unterstützung der geldpolitischen Unabhängigkeit. So wird man das fundamentale wirtschaftspolitische Problem, die organisatorische Gestaltung der Interdependenz, lösen und weit besser für eine Stabilisierung der Erwartungen sorgen als durch den Rückgriff auf einen Mechanismus. Die Märkte sind heute wohlinformiert und wissen, daß nur der Zusammenklang kohärenter und angemessener Politiken die fundamentalen Marktgleichgewichte wiederherstellen kann. Es ergibt sich daher als Fazit, daß der komplexe Charakter und die technische Perfektion der in OPTICA II vorgeschlagenen Regelbindung ihre grundsätzliche Schwäche, ja ihren grundsätzlichen Widersinn, nicht aufwiegen können.

Realismus der Vorschläge

Man könnte einwenden, daß der in OPTICA II vorgesehene Mechanismus weniger eine Leitlinie für die Integrationspolitik sein soll als ein vorübergehendes vorbeugendes Mittel gegen die Errichtung von Handelschranken durch die Defizitländer. Der in OPTICA II vorgeschlagene Mechanismus wäre demnach als eine Art Kompromißlösung zu verstehen, die den Defizitländern den Verzicht auf konkurrierende Abwertungen mit Hilfe von Krediten der Überschußländer möglich macht.

Der Gedanke mag verlockend sein, mit Hilfe eines Mechanismus ein objektives Kriterium zu finden, mit dem zur Zufriedenheit aller eine vom freien Ermessen getriebene Politik vermieden wird. Indessen ist der vorgeschlagene Mechanismus offensichtlich für diesen Zweck nicht besonders geeignet. Es geht in Wirklichkeit um die Anpassungspolitik der Defizitlän-

der, die die Überschußländer vor allem durch die Anwendung monetärer Disziplin beschleunigen wollen.

Man kann sich nicht recht vorstellen, wie die in OPTICA II vorgeschlagene Regelbindung die Überschußländer zufriedenstellen soll, da dieser Mechanismus ja letzten Endes die monetäre Unabhängigkeit der Defizitländer gewährleisten würde. Außerdem haben die jüngsten Erfahrungen den Defizitländern gezeigt, wie teuer, in Inflationsprozenten ausgedrückt, konkurrierende Abwertungen schließlich zu stehen kommen. Der vorgesehene Mechanismus spiegelt also offensichtlich das Kräfteverhältnis der Partner nicht genügend wider und kann folglich auch nicht die Erarbeitung von Kompromißlösungen erleichtern.

Rückkehr zum Wesentlichen

Um den Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion fortzusetzen, muß man zum Wesentlichen zurückkehren, nämlich die Konvergenz der Politiken verwirklichen, damit die Auswirkungen der Erschütterungen aufgefangen werden, die seit 1970 unsere differenzierten, aber stark voneinander abhängigen Volkswirtschaften erlitten haben. Monetäre Mechanismen vom Typ OPTICA II würden kaum dazu beitragen. Dies erfordert vielmehr von allen Disziplin und Solidarität. Dazu gehört:

□ daß die Konvergenz der Wirtschaftsentwicklung der Mitgliedstaaten durch die Übertragung realer Ressourcen im Rahmen einer Gesamtpolitik der Gemeinschaft zur Beseitigung des Struktur- und Regionalgefälles ermöglicht wird;

□ und daß eine effektive Koordinierung der nationalen Politiken dadurch verwirklicht werden kann, daß der Entscheidungsprozeß auf Gemeinschaftsebene verstärkt wird.