

Issing, Otmar; Kath, Dietmar; Küng, Emil

**Article — Digitized Version**

## Dollarschwäche: Stützen, floaten, kontrollieren?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Issing, Otmar; Kath, Dietmar; Küng, Emil (1978) : Dollarschwäche: Stützen, floaten, kontrollieren?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 58, Iss. 4, pp. 168-179

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135177>

**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.*

## Dollarschwäche: Stützen, floaten, kontrollieren?

Seit Monaten und bisher vergeblich versuchte die Bundesbank, den Kursverfall des US-\$ gegenüber der D-Mark durch massive Stützungskäufe zu stoppen. Ist es sinnvoll, eine derartige Politik zu betreiben? Sollten wie in der Schweiz Kapitalimportbeschränkungen in Erwägung gezogen werden? Die Professoren Otmar Issing, Würzburg, Dietmar Kath, Duisburg, und Emil Küng, St. Gallen, nehmen Stellung.

---

Otmar Issing

### Falsche und richtige Auswege aus der Dollarkrise

**B**is zur vorübergehenden Freigabe des Wechselkurses im Herbst 1969 stand die Parität der D-Mark gegenüber dem US-Dollar bei 4,00 DM. Während zwischen 1949 und 1969 nur die vergleichsweise bescheidene Aufwertung um 5% vom März 1961 stattfand, büßte der Dollar in etwas mehr als acht Jahren rund die Hälfte seines Wertes zur D-Mark ein. Nun hat sich zwar das Austauschverhältnis der D-Mark auch gegenüber vielen anderen Währungen ähnlich oder teilweise noch stärker verbessert, doch erregt etwa die Veränderung des Kurses für den französischen Franc nicht annähernd die Aufmerksamkeit, die der Entwicklung des Dollars an den Devisenbörsen entgegengebracht wird, obgleich Frankreich als Handelspartner für die Bundesrepublik nach wie vor von weitaus größerer Bedeutung als die Vereinigten Staaten ist.

Warum also die ganze Aufmerksamkeit um die Frage, ob der Dollarkurs die „historische Marke“ von 2 DM unterschreitet, wenn von ähnlich sensitiven Da-

ten, die einmal bei 4 und später bei 3 DM lagen, heute längst keine Rede mehr ist? Warum bildet sich gerade im gemeinsamen Unwillen über den Fall des Dollars eine Art europäischer Koalition?

Bekanntlich wurde in der Vergangenheit eine ganze Reihe von Maßnahmen zur Reform des internationalen Währungssystems unternommen, um die Stellung des Dollars als „Leitwährung“ sukzessive abzubauen. Dieses Motiv spielte u. a. eine wesentliche Rolle bei der Einführung der Sonderziehungsrechte, die den Dollar als internationales Reservemedium ebenso wie als internationale Recheninheit verdrängen sollten. So werden denn auch die Paritäten bzw. Leitkurse heute in Sonderziehungsrechten ausgedrückt, deren Wert wiederum gegenüber einem „Korb“ von Währungen ermittelt wird; insoweit ist also die Ablösung des Dollars als weithin gelungen zu bezeichnen, wenngleich die amerika-

1) Zu dieser Zahlenangabe vgl. Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 18 vom 28. 2. 1978, S. 3 (Ansprache von Bundesbankpräsident Emminger).

nische Währung auf der Ebene privater Transaktionen nach wie vor dominiert.

Völlig gescheitert ist dagegen die Absicht, den Dollar als internationales Reservemedium zu ersetzen. Auch heute noch lautet der größte Teil der offiziellen Währungsreserven auf Dollar, Reserven, deren Wert in heimischer Währung mit jeder Dollarabwertung sinkt. Ungeachtet aller Ereignisse haben die offiziellen Dollarbestände auch in letzter Zeit noch erheblich zugenommen. So haben im Jahre 1977 einige wenige Notenbanken zusätzlich Dollars im Wert von rund 35 Mrd. DM erworben, und das unter einem Regime flexibler Wechselkurse! <sup>1)</sup> In Fortsetzung einer „alten Tradition“ steht die Bundesbank dabei wiederum mit an der Spitze, hat sie doch allein im letzten Quartal des vergangenen Jahres Dollars im Wert von 11 Mrd. DM angekauft. Wer fühlte sich angesichts solcher Zahlen nicht in die Zeit zurückversetzt, in der unsere Notenbank zähneknirschend immense Dollarbeträge aus dem Markt nehmen mußte,

um die Parität zu verteidigen? Warum jedoch derartig massive Interventionen, wenn die D-Mark – gemeinsam mit den Restländern der „Schlange“ – gegenüber dem Dollar floatet?

### Kriterien für Interventionen?

Seit dem Zeitpunkt, als einige Länder beschlossen, die Kursbildung ihrer Währung prinzipiell dem Markt zu überlassen, also zu floaten, ist die Frage akut, ob und gegebenenfalls wie die Notenbanken regulierend in den Markt eingreifen sollten. Schon bald tauchte der Vorwurf des „schmutzigen Floating“ auf, d. h. der Manipulation des Außenwertes der eigenen Währung nach binnenwirtschaftlichen Erwägungen. In einer Welt, in der heute weithin die Hauptsorge der Vollbeschäftigung gilt, liegt der Verdacht nahe, einige Länder könnten durch gezielte Devisenankäufe den Kurs der eigenen Währung herabdrücken, um den Export anzuregen und den Import zu drosseln. Von hier bis zum Abwertungswettlauf der dreißiger Jahre könnte es nur noch ein kleiner Schritt sein, sofern einzelne Länder ihr Heil in einer „beggar-my-neighbor policy“ suchen, statt eine Lösung anzustreben, die im gemeinsamen Interesse liegt.

Schon im Jahre 1974 entwickelte daher der Internationale Währungsfonds Richtlinien für das Management floatender Wechselkurse, die nicht zuletzt solche Manipulationen zur Verbesserung der eigenen Wettbewerbspositionen auf dem Weltmarkt verhindern sollten. Die Kriterien für die „richtige“ Interventionspolitik differenzieren danach, ob sich die Maßnahmen auf die ganz kurzfristige, die kurzfristige oder die mittelfristige Wechselkursentwicklung beziehen. Die Details können hier nicht diskutiert werden, doch geht es im wesentlichen darum, die kurzfristigen Ausschläge am Devisenmarkt zu glätten, die Ge-

schwindigkeit der Anpassung notfalls zu drosseln und mittelfristig eine „Normalhöhe“ für den Wechselkurs anzustreben – sofern es vernünftige Schätzungen hierfür gibt.

Als Fazit aus einer umfangreichen Diskussion um die Zweckmäßigkeit und Relevanz solcher Richtlinien kann man wohl nur den resignierenden Schluß ziehen, daß es wirklich objektive Kriterien für die Beurteilung der Interventionspolitik und deren internationale Überwachung zumindest beim gegenwärtigen Stand der Erkenntnis nicht gibt – so wünschenswert deren Formulierung auch sein mag.

Das heißt jedoch noch lange nicht, die tatsächlichen Interventionen einzelner Länder zu rechtfertigen. Steigen die Devisenvorräte einzelner Notenbanken an und erzielen sie vor allem aus ihren Devisengeschäften praktisch fortlaufend Verluste, kann man sicher nicht von marktgerechten Interventionen spre-

Die Autoren  
unseres  
Zeitgesprächs:

*Prof. Dr. Otmar Issing, 42, ist Ordinarius und Vorstand des Instituts für Volkswirtschaftslehre an der Universität Würzburg.*

*Prof. Dr. Dietmar Kath, 40, ist Ordinarius für Volkswirtschaftslehre unter besonderer Berücksichtigung von Geld und Kredit an der Gesamthochschule Duisburg.*

*Prof. Dr. Emil Küng, 63, ist Ordinarius für Volkswirtschaftslehre an der Hochschule St. Gallen.*

chen. Der logische Ausgangspunkt aller Operationen am Devisenmarkt im Zeichen des Floating ist die Überzeugung, der Markt führe zu „falschen“ Wechselkursen, während das gezielte Engagement der Notenbanken die Abweichung vom „richtigen“ Kurs verringern würde.

Ihre These vom falschen Dollarkurs stützt die Deutsche Bundesbank im wesentlichen auf einen Vergleich der Preis- und Kostenentwicklung in beiden Ländern. Nach einer „sehr groben Berechnung“ beträgt die *reale* Aufwertung der D-Mark gegenüber dem Dollar im Verlauf des letzten Jahres rund 10 % und für einen Zweijahreszeitraum rund 20 %<sup>2)</sup>. Dieses Argument unterstellt gleichzeitig, daß sich die Wettbewerbsposition der deutschen Wirtschaft auf dem US-Markt in dieser Zeit entsprechend verschlechtert hat.

### Erfolgslose Interventionspolitik

Akzeptiert man einmal die These von der Überbewertung der D-Mark gegenüber dem Dollar, so bleibt zunächst festzuhalten, daß die Bundesbank diese nach ihrer Ansicht unerwünschte Entwicklung trotz massiver Interventionen nicht verhindern konnte. Das Gegenargument scheint auf der Hand zu liegen: Ohne die „Stützungskäufe“ der Bundesbank wäre der Dollarkurs noch weit stärker gefallen. Genau diese These steht jedoch auf tönernen Füßen! Die entscheidende Schwäche aller Interventionen auf dem Devisenmarkt liegt darin, daß es keine objektive Vorstellung darüber gibt, auf welchem Niveau der Kurs stabilisiert werden soll. Ließe die Notenbank übrigens durch ihre Politik erkennen oder gar durch Verlautbarungen wissen, welches Wechselkursziel sie anstrebt, bliebe angesichts der Herausforderung an die inter-

<sup>2)</sup> So der Vizepräsident der Deutschen Bundesbank Pöhl. Vgl. Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 19 vom 1. 3. 1978, S. 1.

nationale Spekulation bald nur noch die Wahl, dieses Ziel sehr schnell aufzugeben oder das in langen Krisen zerrüttete System des adjustable peg unter wesentlich schlechteren Vorzeichen wieder einzuführen.

#### Lösung: Nichtintervention

Gewichtige Anzeichen deuten darauf hin, daß die Notenbankinterventionen zumindest bisher ihre Absicht nicht erreichten, sondern eher destabilisierend wirkten. Für dieses Urteil sprechen folgende Gründe:

Die Notenbanken haben selbst keine genauen Vorstellungen über die Höhe des jeweiligen Wechselkurses, die angesteuert bzw. verteidigt werden soll; folglich betreiben sie eine Interventionspolitik, deren angebliche „Flexibilität“ eher als Unsicherheit und Hilflosigkeit interpretiert werden muß.

Für die übrigen Teilnehmer am Devisenmarkt bilden die Interventionen der Währungsbehörden eine zusätzliche Quelle der Unsicherheit. Die Erwartungen über die zukünftige Wechselkurshöhe werden teilweise mehr durch Vermutungen über die Zielvorstellungen der Notenbanken als durch objektive Faktoren bestimmt. Solange immer wieder tatsächliche oder vermeintliche „Verteidigungslinien“ an einzelnen kritischen Punkten zusammenbrechen, besteht die Gefahr, daß die Kurserwartungen nur in *eine* Richtung gehen, statt schließlich eine Umkehr zu erfahren.

Da die massiven Dollarankäufe gleichzeitig die Erreichung des Geldmengenzieles im Inland gefährden bzw. für dieses Jahr bald kaum mehr realistisch erscheinen lassen, spricht eigentlich kein Grund dafür, die bisherige Interventionspolitik gegenüber dem Dollar fortzusetzen, auch wenn der Druck der Exportwirtschaft auf die Bundesbank nach „Stützung“ des Dollars nicht zu übersehen ist.

Nun verlangt eine ziemlich einhellige Phalanx der Europäer von den USA, sie müßten endlich selbst etwas gegen den Fall des Dollars unternehmen und sollten diese Aufgabe nicht länger allein den Notenbanken der Überschußländer überlassen. Die Überlegungen zielen dabei vor allem darauf hin, die USA sollten sich außer durch bilaterale Swapabkommen die für die Dollarstützung benötigten Devisen durch eine im reichen Umfang mögliche Inanspruchnahme des Internationalen Währungsfonds, notfalls auch durch Goldverkäufe beschaffen. Soweit die USA Kredite aufnahmen, sollten diese im übrigen auf die Währung des jeweiligen Gläubigerlandes lauten, um diesem das Wechselkursrisiko abzunehmen. In Vorschlägen dieser Art äußert sich das Trauma der europäischen Überschußländer, die mit dem Zusammenbruch des Systems fester Paritäten den Dollarstandard beseitigt glaubten und nun feststellen, daß die USA nach wie vor so agieren, als sei der Dollar unverändert das „internationale Zahlungsmittel“, und sich daher keineswegs veranlaßt sehen, den Dollar durch den Einsatz von Fremdwährungen ernsthaft zu verteidigen.

Sind auch die Klagen über die Nachteile eines Dollarstandards noch so berechtigt, den Schlüssel zur Lösung des Dollarproblems haben die anderen Länder mittlerweile selbst in der Hand. Er heißt schlicht und einfach Nichtintervention! Die USA werden aufgrund ihrer Interessenlage dem Dollarkurs gegenüber auf die Dauer die gleiche Haltung des „benign neglect“ einnehmen wie in der Vergangenheit gegenüber ihren Zahlungsbilanzdefiziten; in diesem Urteil lasse man sich auch nicht durch Beteuerungen des Gegenteils beirren, die ohnehin häufiger und vehementer diesseits als jenseits des Atlantiks geäußert werden.

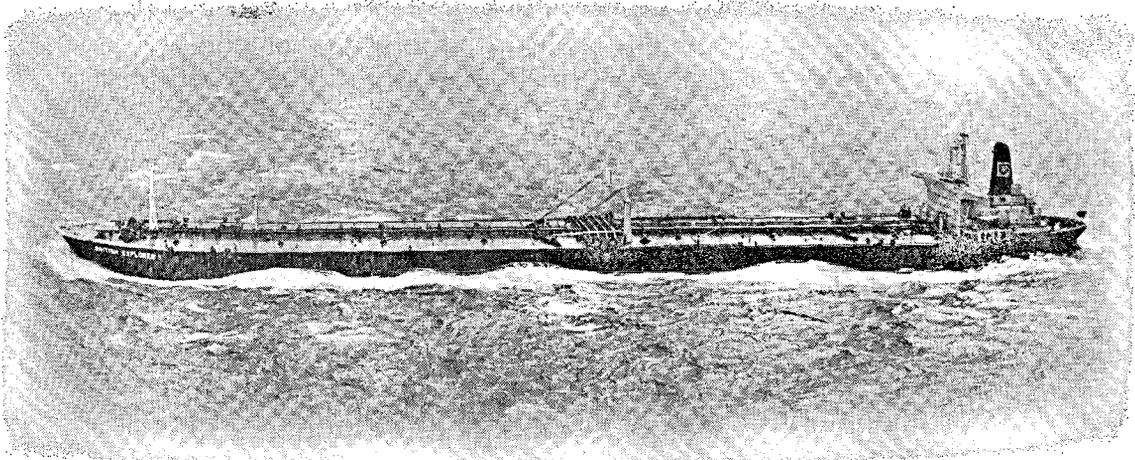
Die einzige Karte, durch die Amerika gezwungen werden könnte, diese aus einem absoluten Vorrang binnenwirtschaftlicher Ziele motivierte Gleichgültigkeit gegenüber dem Dollarkurs aufzugeben, haben nicht die Europäer, sondern die Ölexporteure in der Hand. Drastische Verteuerungen des auf Dollar lautenden Ölpreises als Reaktion auf den Fall des Dollars hätten auch für die USA spürbare, wenngleich auf die Dauer vermutlich auch heilsame Konsequenzen. Nur spekulieren kann man im Augenblick darüber, ob mit einer Abkehr der ölexportierenden Länder vom „Petro-Dollar“ zu rechnen ist und welche anderen Währungen – mit welchen Folgen! – für deren Reservehaltung in Frage kommen.

#### Die Lokomotivtheorie

Interatlantische Forderungen gehen jedoch auch in die andere Richtung, und zwar drängen die USA vor allem die Bundesrepublik, sie solle eine verstärkte Expansionspolitik betreiben, um damit die Importnachfrage anzuregen und die Beschäftigungspolitik anderer Länder zu unterstützen – überspitzte Hoffnungen beziehen dabei sogar die Abwehr des Eurokommunismus in das Kalkül ein! Abgesehen von den weit überschätzten Größenordnungen, wie sie derartigen Vorstellungen über den Zusammenhang zwischen Einkommenssteigerung in der Bundesrepublik und Importzunahme zugrunde liegen, erscheint jedoch die ganze Argumentation mehr als fragwürdig.

in der Forderung der Amerikaner, die darin von Äußerungen der OECD unterstützt werden, feiert ein simpler Keynesianismus seine Wiederkehr. In einer UN-Veröffentlichung hieß es einmal: „Die Aufrechterhaltung der Vollbeschäftigung in jedem Land muß zwar in erster Linie durch

Bis Wilhelmshaven zur BP noch 5781 Seemeilen und ein Orkan, eine Äquatortaufe für Decksjungen Henry Jones und noch ein Sturm, dann haben Sie wieder Arzneimittel gegen Kopfschmerzen, Rheuma und was Sie sonst noch plagt. Klebstoffe für Ihren Sohn und Kosmetika für Ihre Tochter. Möbel und die dazu



passenden Textilien. Farben und Kunstharze. Dünger für reiche Ernte 1979. Pflanzenschutzmittel für die Landwirtschaft und für den Garten. Wasch- und Reinigungsmittel für das Haus. Viele Dinge, die Sie täglich brauchen bei Arbeit, Sport und Spiel. Alles, was die Chemie heute aus Öl machen kann.

Wenn Sie an Ihrem Arbeitsplatz oder in Ihrer Wohnung einmal genau nachsehen, finden Sie eine ganze Menge von Stoffen, die einst Öl waren. Und wenn Sie sich diese Menge wegdenken, finden Sie fast nichts, was übrigbleibt.

Wenn heute die Sonne untergeht, hat die chemische Industrie wieder für 250 Millionen DM Produkte hergestellt, die sie ohne Erdöl nicht oder nur sehr viel teurer herstellen könnte.

Erdöl ist ein universaler Rohstoff, der viel zu wertvoll ist, um ihn nur zu verbrennen. Am Erdöl entzünden sich unsere besten Ideen. Wir holen Erdöl nicht nur aus der Erde raus und nach Deutschland rein. Sondern wir von der BP setzen unseren ganzen Ehrgeiz ein, um in Weiterverarbeitung und Veredelung diesem Rohstoff den größten Nutzen abzugewinnen.

Forschung und Entwicklung voranzutreiben, das ist unsere Aufgabe. Wir machen mehr aus Öl: Energie und neue Ideen.



Maßnahmen der Innenpolitik gesichert werden; es kann aber für andere Länder nicht gleichgültig sein, ob ein besonderes Land seine effektive Nachfrage auf einem befriedigendem Niveau aufrechterhält oder nicht. Denn wenn in einem Teil der Welt versäumt wird, den wirtschaftlichen Wohlstand aufrechtzuerhalten, wird eine Politik mit dem Ziel wirtschaftlicher Expansion in anderen Teilen erschwert ...<sup>3)</sup>.

Die Wirtschaftsgeschichte der letzten dreißig Jahre hat gelehrt, daß der Zusammenhang zwischen effektiver Nachfrage und Vollbeschäftigung allenfalls kurzfristig nach dem Muster keynesianischer Vorstellungen funktioniert. Heute kann man aber doch wohl nicht mehr ernsthaft von einem Land verlangen, es solle mit Maßnahmen der Nachfrageerhöhung die „Wachstumsrate“ steigern — so als ob das (reale) Wirtschaftswachstum quasi beliebig steuerbar wäre. Von solchen grundsätzlichen Erwägungen abgesehen, taugt jedoch das ganze Konzept heute

schon deshalb nicht, weil es ohnehin auf der Annahme fixierter Wechselkurse beruht. Bei flexiblem Außenwert ist der Zusammenhang zwischen inländischem Einkommen bzw. Binnen- nachfrage und Importvolumen wesentlich komplizierter, als es die Äußerungen der Amerikaner vermuten lassen. Soweit Expansionsmaßnahmen in der Bundesrepublik ein Absinken des DM-Kurses bewirken, könnte der weltwirtschaftliche Effekt genau in die gegenteilige Richtung wirken, nämlich in Richtung Ausfuhrsteigerung und Einfuhrdrosselung.

#### Kapitalverkehrskontrollen keine Alternative

Obgleich Beschränkungen des Kapitalverkehrs im allgemeinen sehr schnell als probates Mittel gegen „Währungskrisen“ angepriesen werden, ist diese Forderung in der Bundesrepublik bisher glücklicherweise kaum zu vernehmen, auch wenn die An-

<sup>3)</sup> UN: Nationale und internationale Maßnahmen zur Vollbeschäftigung, Köln 1950, S. 56 f.

hänger des Dirigismus sicherlich ihre Einstellung nicht geändert haben. Für einen durchschlagenden Erfolg der Beschränkung der Kapitaleinfuhr fehlen hier schon allein die administrativen Voraussetzungen: Weder kontrolliert die Regierung die Banken wie in Frankreich, noch herrscht bei uns in solchen Fragen der gleiche Konsens wie in der Schweiz, von der dort gegebenen Überschaubarkeit der Verhältnisse einmal ganz abgesehen.

Im übrigen liegt das Problem gar nicht in übermäßigen Kapitalzuflüssen in der Bundesrepublik, sondern darin, daß die USA ihr Leistungsbilanzdefizit nicht durch private Kapitalimporte quasi automatisch ausgleichen können. Dies wird erst dann der Fall sein, wenn die Zinsdifferenzen unter Einschluß des (erwarteten) Wechselkursrisikos für eine Anlage in den Vereinigten Staaten sprechen. Die Notenbankinterventionen stehen dieser Entwicklung jedoch bisher eher im Wege.

Dietmar Kath

## Die Dollarschwäche — Signal einer Floating-Krise

Der jüngste Kursverfall des amerikanischen Dollars, der gegenüber den Währungen der Schweiz, Japans und der Bundesrepublik besonders ausgeprägt ist, wird zu Recht als die schwerste Belastungsprobe gewertet, der das System flexibler Wechselkurse seit seiner Einführung vor fünf Jahren ausgesetzt war. Anlaß zu dieser Feststellung ist dabei gar nicht so sehr das Ausmaß der eingetretenen Abwertung. Zwar ist der Dollar im Verhältnis zur D-Mark gegenwärtig auf etwa 60 % seines vor fünf Jahren geltenden Wertes

geschrumpft, beschränkt man jedoch die Betrachtung auf die letzten sechs Monate, so ergibt sich für diesen Zeitraum nur eine Abwertungsrate von ca. 15 %.

Kursveränderungen dieses Ausmaßes hat es aber in der fünfjährigen Geschichte des Systems flexibler Wechselkurse häufiger gegeben. So hatte sich der Dollarkurs bereits ein halbes Jahr nach seiner Freigabe um fast genau diesen Prozentsatz verschlechtert, sich aber anschließend so weit erholt, daß Anfang 1974 die Ausgangsparität

wieder erreicht war. Auch in den folgenden Jahren hat sich diese Kursfluktuation mehrmals wiederholt, allerdings ohne daß die Schwankungsbreite die bereits 1973 gesetzten Markierungen verlassen hätte. So wurde der Dollar noch im April 1977 fast zum selben Kurs wie im Herbst 1973 gehandelt.

Während dieser Rückblick auf die Erfahrungen mit dem Dollar-Floating in den ersten vier Jahren geeignet erscheinen könnte, die neuerdings eingetretene Abwertung der amerikanischen

Währung bezüglich ihres Ausmaßes zu relativieren, so zeichnet sich bei der weiteren Verfolgung des Geschehens bis in die Gegenwart die Besonderheit der aktuellen Währungssituation ab. Vergleicht man nämlich das Erscheinungsbild der Wechselkursentwicklung beider Währungen, wie es sich zwischen den Frühjahren 1973 und 1977 darboten hat, mit demjenigen der letzten zwölf Monate, dann lassen sich recht markante Unterschiede erkennen: Während der Kursverlauf innerhalb des vierjährigen Zeitraums durch mehr oder weniger starke Schwankungen um einen recht konstanten mittleren Wert für die Parität zwischen D-Mark und Dollar gekennzeichnet ist, weist die Entwicklung über die jüngst vergangenen vier Quartale hinweg eine deutlich abwärts gerichtete Tendenz auf, wobei die Untergrenze des zuvor geltenden Schwankungsbereichs von ca. 2,30 DM längst verlassen wurde, ohne daß sich Anzeichen zur Rückgewinnung dieser bisherigen Wendemarke bemerkbar machen.

Angesichts dieser Entwicklung wird in der aktuellen Diskussion von verschiedenen Seiten die Ansicht vertreten, massive Stützungskäufe der Bundesbank und administrative Beschränkungen des Kapitalimports nach Schweizer Vorbild seien geeignete Maßnahmen zur Wiederherstellung einer „realistischen“ Dollarparität.

#### **Verletzter Grundsatz**

Als Begründung für diese währungspolitischen Eingriffe wird auf die exporthemmenden und importstimulierenden Effekte mit ihren depressiven Folgen für Produktion und Beschäftigung der inländischen Wirtschaft verwiesen. Einer derartigen Empfehlung liegt jedoch eine völlige Fehleinschätzung der gegenwärtig wirkenden Kausalfaktoren an den Devisenmärkten zugrunde.

Was bereits die kurze Verlaufsanalyse deutlich machen konnte, wird durch eine Untersuchung der tieferen Ursachen noch erhärtet: Mit dem aktuellen Kursverfall des Dollars ist gegenüber der Kursentwicklung der vorangegangenen Jahre ein entscheidender Bruch eingetreten. Der in den letzten Wochen erreichte neue Tiefstand von 1,99 DM darf mit Sicherheit nicht als vorübergehende Ausweitung der bisherigen Schwankungsamplitude interpretiert werden, sondern ist das – möglicherweise spekulativ übersteigerte – Resultat der realen Bestimmungsfaktoren des Wechselkurses. Zentralbankinterventionen an den Devisenmärkten sind jedoch nur dann sinnvoll, wenn Wechselkursänderungen, die das tolerierbare Schwankungsmaß überschreiten, als vorübergehend eingeschätzt werden können.

Wird dieser Grundsatz verletzt und versucht die Zentralbank, gegen den Strom der ökonomischen Daten zu schwimmen, dann resultieren im Falle der Abwehr von Aufwertungskräften dieselben Konsequenzen wie im System fester Wechselkurse: Die Stützungskäufe erhöhen die Bestände an aktuellem oder potentiell Zentralbankgeld im Inland und stellen insofern eine latente, wenn nicht gar offene Inflationsquelle dar.

Diese Feststellungen bedeuten allerdings keine grundsätzliche Absage an jegliche politische Einflußnahme auf das aktuelle Währungsgeschehen. Im Gegenteil könnte es sich in absehbarer Zukunft auch für die Bundesrepublik als notwendig erweisen, die spekulationsbedingte Nachfrage nach deutschen Zahlungsmitteln und Finanzanlagen abzuwehren, und für diesen Fall würde die Bundesbank allein auf verlorenem Posten stehen. Bei allem Vorbehalt gegenüber dirigistischen Eingriffen in ökonomische Prozesse könnte ein Verbot für finanzielle Anlagen

durch Ausländer zum Schutz des internationalen Warenverkehrs aus ökonomischen Gründen vertretbar und auf mittlere Sicht auch effizient sein. Der Grundsatz des ungehinderten internationalen Kapitalverkehrs darf nicht als verbrieftes Recht der Währungsspekulation mißverstanden werden, zum Schaden des internationalen Handels kurzfristig verfügbare Gelder ohne Absicht zu Realinvestitionen dorthin zu dirigieren, wo sich Chancen für Extraprofite auftun.

#### **Widerlegter Preis-Zins-Mechanismus**

Bislang konnte die herrschende Meinung der Währungstheoretiker plausible Gründe dafür anführen, daß ein System flexibler Wechselkurse geeignet sei, derartige Gefahren mit systemkonformen ökonomischen Mitteln zu verhindern. Gerade die jüngsten Erfahrungen in der internationalen Währungsszene scheinen jedoch diese mehr theoretisch abgeleiteten als empirisch überprüften Schlußfolgerungen zu widerlegen. Nach diesem Erklärungsansatz wird der Wechselkurs eines Landes längerfristig durch das Verhältnis des inländischen im Vergleich zum internationalen Preisniveau, also durch die sogenannte Kaufkraftparität geprägt, während der täglich ermittelte Wechselkurs in mehr oder weniger starker Abweichung davon durch die Zinsparitäten im Zusammenspiel mit Auf- oder Abwertungserwartungen bestimmt wird. Entsprechend käme es im Zeitablauf zu Wechselkursänderungen, wenn sich im internationalen Vergleich Preis- und Zinsrelationen verschieben, wofür gleichermaßen abweichende Zuwachsraten der nationalen Geldbestände als Ursache angesehen werden. Ein gemessen am Ausland stärkeres Wachstum der Geldmenge im Inland müßte hier das Zinsniveau senken, würde zur Abwertung der heimischen Wäh-

rung führen und die Inflationsrate im Inland erhöhen.

Vergleicht man nun die in diesem Beziehungssystem erfaßten ökonomischen Größen für die Vereinigten Staaten und die Bundesrepublik für die Zeit seit 1973, so finden sich kaum Anhaltspunkte für die behaupteten Zusammenhänge. Die Entwicklung der letzten zwölf Monate ist durch diese monetaristische Theorie überhaupt nicht einzufangen. So ist einerseits die Wachstumsrate der Geldmenge in den USA von 1976 auf 1977 nur halb so stark gestiegen wie die in der Bundesrepublik und lag damit im Jahresdurchschnitt um 30 % niedriger. Dem entspricht andererseits auch die Herausbildung einer Zinssatzdifferenz zugunsten der Vereinigten Staaten in Höhe von ca. 3 % am Jahresende 1977 gegenüber einer Niveaugleichheit im ersten Quartal. Was schließlich den Vergleich der Inflationsraten betrifft, so hat sich in den USA der für den Außenhandel relevante Index der Großhandelspreise 1977 zwar wesentlich stärker als der Index der industriellen Erzeugerpreise in der Bundesrepublik erhöht, ein Aufwertungssatz von ca. 20 % kann damit aber nicht erklärt werden.

#### **Einfluß des Einkommensmechanismus**

Der an das relative Geldmengenwachstum anknüpfende Preis-Zins-Mechanismus scheint demnach in bezug auf die aktuelle Situation keine Bestätigung zu finden. Dagegen lassen die ökonomischen Daten einen entscheidenden Einfluß des Einkommensmechanismus auf die Entwicklung des Außenwertes der amerikanischen Währung erkennen, denn der gesamte fünfjährige Verlauf des Dollarkurses – auch hier verstanden als der in D-Mark ausgedrückte Preis für einen Dollar – wird zu fast 85 % durch Veränderungen im Saldo der amerikanischen

Handelsbilanz erklärt, und diese weisen ihrerseits eine bemerkenswerte Gleichläufigkeit mit dem Wachstum des realen Sozialproduktes der USA auf. Die enge Verknüpfung zwischen Sozialprodukt und Handelsbilanz ist auf die Einkommensabhängigkeit der Importe zurückzuführen. Tatsächlich verdankt das 1977 explosionsartig angewachsene Handelsbilanzdefizit der USA seine Entstehung fast ausschließlich der Ausweitung der Importe bei nahezu stagnierenden Exporten. Dieser Sachverhalt bildet auch den Ansatzpunkt für die amerikanische „Lokomotivtheorie“, die ein Anheizen der konjunkturellen Entwicklung in Ländern mit Handelsbilanzüberschüssen als ein wirksames Konzept zur Lösung des Dollarproblems propagiert.

Interessanterweise spiegelt sich die Konstellation des amerikanischen Außenhandels in verkleinertem Maßstab auch im Warenverkehr zwischen den USA und der Bundesrepublik wider. Während 1976 noch die deutschen Importe aus den USA die Exporte nach dort um 3 Mrd. DM übertrafen, zeigt die Zweiländerbilanz des Warenaustausches für 1977 einen deutschen Überschuß von rd. 1 Mrd. DM, wofür – wie die Statistik belegt – bei stagnierenden Importen ausschließlich die Steigerung der deutschen Ausfuhr gesorgt hat. Auch diese Entwicklung muß vor dem Hintergrund des Sozialproduktwachstums im Vergleich beider Länder gesehen werden, das in der Bundesrepublik 1977 nur halb so hoch ausfiel wie 1976.

Dennoch stellt sich natürlich die Frage, inwiefern das relativ bescheidene Defizit der USA in den Handelsbeziehungen mit der Bundesrepublik einen derart kräftigen Kursverfall des Dollars verursacht haben könnte. Die naheliegende Erklärung lautet, daß die kurzfristigen grenzüberschreitenden Kapitalbewegungen von Erwartungen über die

zukünftige Entwicklung der Wechselkurse der international bedeutenden Währungen bestimmt werden. Eine im Abwertungsprozeß begriffene Währung, die aus dem Grunde auch weiterhin abwertungsverdächtig ist, weil allgemein vermutet wird, daß die gegenwärtige Konstellation der realen ökonomischen Faktoren auch in der näheren Zukunft fortbesteht, ist kein lukratives Anlageobjekt. Sie wird nicht nur international vagabundierende Gelder abschrecken, sondern auch zum zusätzlichen Kapitalexport durch Inländer anreizen. Demgegenüber sind aufwertungsverdächtige Währungen für grenzüberschreitende Kapitaldispositionen attraktiv. Auch in dieser Sicht erscheinen die kurzfristigen Kapitalströme als Ausdruck der spekulativen Verstärkung der in den Handelsbilanzen angelegten Ursachenkonstellation.

#### **Fehlende Rückkoppelung**

Die in diesen Zusammenhängen angelegte Herausforderung für das System flexibler Wechselkurse geht nicht etwa von den spekulativen Kapitalbewegungen aus, sondern ist in den auf die Handelsbilanz einwirkenden Mechanismen begründet. Dieses Wechselkursregime ist nämlich nur dann in der Lage, die im Zeitablauf stets aufs neue auftretenden Impulse für Zahlungsbilanzungleichgewichte aufzufangen, wenn von den in Gang gesetzten Wechselkursänderungen insofern eine Rückkoppelung zu den Bestimmungsfaktoren der Zahlungsbilanz besteht, als durch sie die Störungsursache selbst beseitigt wird. Die entscheidende Voraussetzung hierfür ist die Funktionsfähigkeit des Preismechanismus im internationalen Warenverkehr, was für die aktuelle Situation nichts anderes bedeutet, als daß die Importe der USA durch den sinkenden Dollarkurs gebremst und ihre Exporte gefördert werden müßten.

# Information



- Wir wollen Fachwelt und Öffentlichkeit informieren. Über den Werkstoff STAHL. Seine vielseitige Verwendung und Verarbeitung. Auf der Basis von Erfahrungen und Erkenntnissen aus aller Welt.
- Nutzen Sie unsere umfangreiche Dokumentation. Unser Auskunftsdienst steht Ihnen zur Verfügung; außerdem eine Vielzahl von Informationsmitteln:
- Ausführliche Publikationen (Bücher, Schriften, Broschüren)
- Technisch-informative Merkblätter aus vielen Sachgebieten
- Lichtbild-Vortragsreihen als Lehrmittel und Filmverleih aus eigenem Archiv
- Bildarchiv für Presse, Verlage und Fachautoren

# Beratung

- Die für Sie interessanten Sachgebiete können Sie den Verzeichnissen „Merkblätter und Schriften“ und „Visuelle Ausbildungshilfen“ entnehmen.
- Auf Messen und Ausstellungen sowie in Fachveröffentlichungen bieten wir Ihnen zusätzliche Information und Beratung.

Diese Bedingung scheint jedoch aus zweierlei Gründen in Frage gestellt: Zum einen ist der amerikanische Außenhandel – wie die Erfahrung zeigt – stärker durch den Einkommensmechanismus bestimmt, und zum anderen macht sich die Abwertung des Dollars gegenüber einzelnen Währungen dann in der US-Handelsbilanz kaum bemerkbar, wenn der Warenaustausch mit diesen Ländern wie im Fall der Bundesrepublik ein nur geringes Gewicht im Außenhandel der USA erreicht. Nicht zuletzt begründet die weltweite Zahlungsmittelfunktion des Dollars die geringe Preiselastizität der amerikanischen Handelsbilanz, weil dadurch die in US-Währungseinheiten kalkulierten Preise für die Importgüter – wie z. B. das OPEC-Öl – von Wechselkursänderungen gegenüber einzelnen Währungen unabhängig sind.

Wenn aber beträchtliche Abwertungssätze des Dollars gegenüber der D-Mark zwar einerseits das Handelsbilanzdefizit der USA nicht beseitigen können, aber andererseits die Konkurrenzfähigkeit der deutschen Exportgüter verschlechtern, dann

sind Wachstum und Beschäftigung in der Bundesrepublik ernsthaft bedroht, und dies unabhängig davon, ob der Wechselkurs ausschließlich den Marktkräften überlassen wird, so daß der Aufwertungseffekt voll zum Tragen kommt, oder ob Kursstützungsoperationen der Bundesbank das Wachstum der inländischen Geldmenge derart verstärken, daß die heimische Inflationsrate wieder angehoben wird.

#### Längerfristige Lösungen

Ob sich die Bundesrepublik in naher Zukunft mit diesem Dilemma konfrontiert sieht, wird von der weiteren Entwicklung der amerikanischen Zahlungsbilanz abhängen, und deren Bild wird durch die wechselseitigen konjunkturellen Impulse zwischen den USA und ihren Handelspartnern geprägt. Je enger der Gleichschritt der internationalen Konjunkturbewegungen ist, um so größer sind die Chancen für eine Beseitigung der Störungsursachen im Weltwährungsgeschehen. Im ungünstigen Fall entwickeln sich die Wachstumsraten der USA und der Abnehmerländer für ameri-

kanische Exportgüter weiter auseinander. Dann müßte auch die Bundesrepublik Zuflucht zu administrativen Beschränkungen des Kapitalimports nehmen. Derartige Maßnahmen würden jedoch bestenfalls eine kurzfristige Wirksamkeit aufweisen.

Daher müssen gleichzeitig längerfristige Lösungen ins Auge gefaßt werden. Hierzu gehören die Verringerung der Exportabhängigkeit der deutschen Wirtschaft und ernsthafte Initiativen zu einer konjunkturpolitischen Kooperation zwischen den Ländern der Europäischen Gemeinschaft. Auch die Bemühungen zur Reform des Weltwährungssystems in Richtung auf eine Ablösung des Dollars als internationales Zahlungsmittel durch die Sonderziehungsrechte müßten vorangetrieben werden.

Mit Stützungskäufen durch die Bundesbank lassen sich dagegen die anstehenden Probleme weder verdecken noch lösen. Und auch durch ein Zusammenspiel zwischen den Notenbanken der USA und der Bundesrepublik können die Ursachen der aktuellen Währungskrise nicht beseitigt werden.

Emil Küng

## Das schmutzige Floating und seine Folgen

Die Bezeichnung „sauberes Floating“ ist durchaus geläufig und bezieht sich darauf, daß die privaten Devisenmärkte sich selbst überlassen bleiben, daß also die Notenbanken in keiner Weise intervenieren. Als Gegensatz dazu wurde die Wortbildung „verschmutztes Floating“ konstruiert, die beinhaltet, daß die Zentralbanken als Käufer oder Verkäufer von Devisen auftreten. Daß es nun aber auch

noch ein an sich schon „schmutziges Floating“ geben soll, ist neu.

Dennoch ist es im Grunde dieser Tatbestand, über den man sich insbesondere in den letzten Monaten in einer Reihe von Überschubländern vehement zu beklagen begann. Gemeint ist damit, daß die Marktkräfte als solche Resultate zustande bringen, die von den zuständigen Instanzen eindeutig als Über-

bewertung der einen und Unterbewertung anderer Währungen qualifiziert werden. Es handelt sich darum, daß trotz massiver Aufkäufe der Notenbanken „verzerrte“ Wechselkursrelationen entstehen. Vielleicht könnte man auch die überaus heftigen Kursausschläge unter diesem Titel subsumieren. Jedenfalls haben sowohl Vertreter der Behörden wie der Privatwirtschaft den Eindruck, die flexiblen Wechsel-

kurse führten zu Ergebnissen, die sich nicht vertreten ließen – also beispielsweise zu einer Kurshöhe, die entschieden von jener abweiche, die aufgrund der Kaufkraftparitäten zu erwarten wäre.

### **Nicht-konforme Gegenmaßnahmen**

Im Mittelpunkt einer derartigen Kritik standen auf der einen Seite in erster Linie die Kurse der D-Mark und des Schweizer Franken und auf der anderen Seite die Notierungen für den US-\$. Im ersten Fall diagnostizierte man eine offenkundige Überbewertung, im zweiten Unterbewertung, wobei es sich nicht nur um vorübergehende und außergewöhnliche Zustände handelte, sondern um längerfristige Feststellungen. Als besonders bemerkenswert erwies sich in diesem Zusammenhang, daß die „Glättungsoperationen“ der beteiligten Notenbanken nicht ausreichten, um die gewünschten Korrekturen herbeizuführen, ja, daß die Interventionsmacht sogar unverkennbar überfordert war.

So kam es denn, daß die Schweizerische Nationalbank sich unter dem Druck der überwältigenden Marktkräfte veranlaßt sah, zu völlig anderen Mitteln zu greifen. Sie verfügte ein totales „Anlageverbot für Ausländer“, durch das gebietsfremde Wirtschaftssubjekte daran gehindert werden sollten, schweizerische Effekten zu erwerben. Hinzu kam die Vorschrift von „Negativzinsen“ in der Höhe von 40 % pro Jahr, die sich nicht nur auf neue Bankguthaben in Franken erstreckten, sondern auch die bereits bestehenden Forderungen erfaßten, soweit sie bestimmte Mindestbeträge überschritten. Schließlich wurde auch die Einfuhr von Devisen in größeren Summen untersagt.

Kurz: Das schmutzige Floating führte wegen seiner Auswüchse zu äußerst nicht-konformen Gegenmaßnahmen. Die

Konvertibilität des Franken wurde für Ausländer beschränkt. Man könnte dies als eine Art von „negativer Devisenbewirtschaftung“ bezeichnen. Während die Devisenzwangswirtschaft im üblichen Wortsinn normalerweise ein Kapitalexportverbot darstellt, liegt hier so etwas wie ein Kapitalimportverbot vor. Damit ist natürlich die Freiheit des internationalen Kapitalverkehrs aufs schwerste beeinträchtigt, ein Tatbestand, der ordnungspolitisch bedenklich anmutet, wenn man von der Normvorstellung ausgeht, die Freiheit für zwischenstaatliche Kapitalbewegungen sollte gewährleistet sein.

### **Faktische Datenlage**

An dieser Stelle ist nun freilich zunächst darauf aufmerksam zu machen, daß nicht einmal die Doktrin, die dem Abkommen von Bretton Woods zugrunde liegt, diese Freiheit sicherzustellen versuchte. Im Gegenteil: Währungskonvertibilität sollte es danach zwar für die laufenden Transaktionen geben, nicht unbedingt aber auch für den Kapitalverkehr. In diesem Bereich waren vielmehr Restriktionen durchaus zugelassen. Bestimmend dafür waren die schlechten Erfahrungen, die man mit dem „hot money“ und seinen störenden Wirkungen in den 30er Jahren gemacht hatte.

Mit einem gewissen Recht läßt sich indessen die Frage aufwerfen, ob denn die Verhältnisse in der Gegenwart nicht noch stärker als damals dazu angetan seien, destabilisierende Konsequenzen von solchen Kapitalwanderungen in Rechnung zu stellen. Haben nicht inzwischen die multinationalen Unternehmen mit ihren flüssigen Mitteln Dimensionen angenommen, die weit über die früheren hinausgehen? Ist nicht mit dem Euromarkt ein Gebilde entstanden, auf dem kurz- und langfristig riesige Beträge umgesetzt werden? Haben nicht die OPEC-

Länder selbst 1978 noch jährlich rund 40 Mrd. \$ zur Verfügung, die sie beim besten Willen nicht zur Bezahlung von Importgütern einsetzen können und deshalb auf den Finanzmärkten anlegen müssen? Dabei erscheint es in allen diesen Fällen als ziemlich selbstverständlich, daß die betreffenden Mittel wenn möglich aus abwertungsverdächtigen Währungen herausgezogen und in aufwertungsverdächtige Währungen investiert werden sollen.

Wenn wir uns die Ursachen vor Augen führen, die das beanstandete schmutzige Floating hervorriefen, sind noch einige weitere Sachverhalte in Erinnerung zu rufen. Im Falle der Schweiz ist es insbesondere der Umstand, daß das Wirtschaftswachstum seit dem Tiefpunkt der Rezession im Jahre 1975 bedeutend geringer als in den meisten übrigen Industrieländern war und daß dies wohl auch auf längere Zeit so bleiben dürfte. Wir brauchen hier nicht auf die Gründe einzugehen, sondern begnügen uns damit, die Konsequenzen abzuleiten.

### **Konsequenzen**

Hinsichtlich der Konsequenzen ist bekannt, daß sich die Importausgaben im Zeitablauf in derselben Richtung bewegen wie das Volkseinkommen und daß diese Importfunktion sogar recht stabil zu sein pflegt. Das bedeutet, daß die Einfuhren und demnach auch die Devisennachfrage der Schweiz weniger stark zu zunehmen tendierten als die Nachfrage des Auslandes nach schweizerischen Exportgütern und nach Franken zu ihrer Bezahlung. Es entwickelt sich mit anderen Worten eine Tendenz zu Angebotsüberschüssen auf dem schweizerischen Devisenmarkt bzw. zu Nachfrageüberschüssen gegenüber dem Franken. Von der Schweiz aus gesehen manifestiert sich dieser Tatbestand in Aktivsalden der Ertrags- oder Leistungsbilanz.

Wären keine weiteren Faktoren am Werk als eben die zugrunde liegenden Wachstumsunterschiede, so müßten schon diese für sich allein eine ständige Aufwertung des Franken bewirken. Hinzuzufügen ist hier noch, daß erfahrungsgemäß der Einfluß der Volkseinkommen und ihrer Änderungen auf die internationalen Güterströme stärker ins Gewicht zu fallen pflegt als der Einfluß der Preise, der Kosten und damit der Wettbewerbsfähigkeit. Unterstützt wird die angedeutete Bewegung schließlich auch dadurch, daß man sich bei den schweizerischen Exportprodukten auf die Einhaltung der Lieferfristen verlassen kann, weil keine Streiks zu befürchten sind.

#### **Gleichgerichtete Kräfte**

Selbstverständlich dürfen nun aber auch die Preise und Kosten nicht vernachlässigt werden. Was sie betrifft, weiß man, daß sowohl die Preiskurven als auch jene der Lohnstückkosten in der Schweiz praktisch horizontal verlaufen, während sie überall sonst noch mehr oder minder steil in die Höhe gehen. Es ist, anders ausgedrückt, der Inflationsunterschied, der für die Wechselkursgestaltung eine Rolle spielt und der nach der Kaufkraftparitätentheorie jene Währung am nachdrücklichsten zum Aufwärtsfloaten verurteilt, die die niedrigste Inflationsrate aufweist. Solange sich die Kursverschiebung im Rahmen der Inflationsdifferenz hält, ist kein Anlaß für Bedenken vorhanden.

Wir haben jedoch bereits gesehen, daß im konkreten Fall noch der Einfluß der Wachstumsunterschiede hinzu kommt. Man könnte es auch so formulieren: Ein Land, das einen „Aufschwungvorsprung“ erzielt hat — wie die Vereinigten Staaten —, muß mit Defizittendenzen in seiner Leistungsbilanz und mit einem Sinken des Kurses seiner Währung rechnen. Ein anderes

Land dagegen, das sich in dieser Hinsicht in einem Rückstand befindet — wie die Schweiz —, erlebt eine Aufwertung seiner Währung, und zwar über jenes Maß hinaus, das durch die Kaufkraftparitäten vorgezeichnet wäre.

Diese Kumulation von gleichgerichteten Kräften wird indes noch durch ein drittes Element verstärkt, das verhängnisvollerweise abermals in dieselbe Richtung zielt. Hier handelt es sich um die internationalen Kapitalbewegungen, die nicht so sehr durch Sicherheitsunterschiede oder durch Ertragsmotive induziert werden, sondern durch bestimmte Kurserwartungen. Gewiß spielt in diesem Zusammenhang auch die Frage der Sicherheit eine Rolle; die dadurch ausgelösten Kapitalwanderungen in Richtung Schweiz gehören jedoch gewissermaßen zu den Normalerscheinungen. Immerhin verdient hervorgehoben zu werden, daß natürlich die Erwartung eines politischen Linksrutsches in Frankreich zu vorübergehenden zusätzlichen Kapitalwanderungen Anlaß gab und daß schließlich die Sicherheit gegenüber der Geldentwertung einen spezifischen Beweggrund bildete, der mit den Inflationsunterschieden in Verbindung steht.

Eine ganz besondere Tragweite erlangt jedoch die Erwartung, daß der Franken (und in bescheidenerem Ausmaße auch die D-Mark) im Laufe der Zeit im Kurse steigen werden, daß es sich also in beiden Fällen um aufwertungsverdächtige Währungen handle. Jeder Finanzchef eines multinationalen Konzerns wird sich vernünftigerweise angesichts solcher Perspektiven die Frage stellen, ob er seine flüssigen Mittel nicht in einer derartigen Währung anlegen müsse und könne. Die Ölscheichs stehen genau vor derselben Frage und ebenfalls alle jene Banken, die am Euromarkt

tätig sind. Schweizerische Kapitalanleger, die bisher in amerikanischen oder sonstigen fremden Wertpapieren engagiert waren, sind geneigt, ihre Mittel zu repatriieren und neue Ersparnisse eher in Franken als in ausländischen Papieren festzulegen. Zusammenfassend kann festgestellt werden: Die Kapitalimporte in die Schweiz nehmen zu, die Kapitalexporte dagegen ab. Die Folgen für den Kurs des Franken sind evident: Er neigt zu einer Aufwertung, die noch weit über das hinausgehen kann, was durch die vorangegangene Analyse abgeleitet wurde.

Verschlimmert wird die Lage noch durch das, was man gelegentlich als „Mokkatassen-effekt“ bezeichnet: Wenn eine bestimmte Menge Flüssigkeit in einen großen Topf geschüttet wird, erhöht sich zwar der Pegelstand im Inneren, aber der Inhalt schwappt nicht über. Ganz anders ist es dagegen, wenn man versucht, dieselbe Menge in eine Mokkatasse umzugießen. Die Gegenüberstellung bezieht sich etwa auf die Bundesrepublik und die Schweiz, bei denen das wirtschaftliche Größenverhältnis in etwa 10 zu 1 beträgt. Die Ausschläge des Wechselkurses werden aufgrund dieser Erwägung in einem kleinen Lande erheblich stärker ausfallen als in einem großen.

#### **Pathologische Devisenmärkte?**

Selbstverständlich wird die Notenbank einer Volkswirtschaft mit „übermäßigen“ Kapitalzuflüssen bestrebt sein, durch Interventionen am Devisenmarkt mindestens die erratischen Schwankungen aufzufangen. In Anbetracht der geschilderten Verhältnisse stößt diese marktkonforme Politik jedoch verhältnismäßig bald auf Grenzen. Sie werden durch den Umfang der stattfindenden Kapitalexporte und durch das Geldmengenziel, das sich die Zentralbank gesetzt hat, gezogen. Wenn die Grenzen er-

reicht sind, stellt sich die Frage, ob die Preisstabilität gegenüber den Gütern aufzugeben sei, ob man den Kurs der eigenen Währung seinem Höhenflug überlassen soll oder ob mit dirigistischen Maßnahmen eingegriffen werden müsse.

Die Schweizerische Nationalbank hat sich im Einvernehmen mit den Bundesbehörden zu dirigistischen Maßnahmen entschlossen. Ihre Rechtfertigung erblickt sie darin, daß Paniksituationen nur mit außergewöhnlichen und drastischen Mitteln zu bewältigen seien. Im Falle eines Belagerungszustandes sei selbst eine Demokratie genötigt, mit Notrecht und Standrecht zu regieren; auch ein Liberaler habe nichts dagegen einzuwenden, wenn unter derartigen Umständen die Rationierung eingeführt und die Verteilung nicht dem Marktmechanismus überlassen werde. Daß aber die Entwicklung der Devisenmärkte pathologisch sei, könne nach der Diagnose des Notenbankpräsidenten nicht mehr bezweifelt werden. Er habe deshalb die Notbremse gezogen, werde sie aber lockern, sobald die Verhältnisse dies erlaubten.

Man kann für diese Einstellung etwa mit dem Hinweis auf die Doktrin von Bretton Woods einiges Verständnis aufbringen — vorausgesetzt, daß die Diagnose zutrifft. Allein gerade an diesem entscheidenden Punkte entzündet sich die Kontroverse. Sie geht davon aus, daß die Beurteilung der Lage durch die verantwortlichen Instanzen, wie sich

bei einer rückblickenden Betrachtung zeigt, schon in der Vergangenheit durchaus nicht stets richtig war, daß also etwa die Unterscheidung zwischen Trendbewegung und erratischen Einflüssen längst nicht immer gelang. Die — operationalisierte — Devisenmarkttheorie, die den Handelnden zu Gebote stand, war offensichtlich nicht besser als jene der Außenseiter. Von einem überlegenen Wissen oder von geheimen Einsichten konnte nicht die Rede sein.

### Schocktherapie

Man hat nun den Eindruck, daß auch diesmal der Hinweis auf die pathologischen Verhältnisse und die damit begründete Schocktherapie nicht voll zu überzeugen vermag. Gewiß spielte die Kapitalflucht aus Frankreich eine Rolle. Ebenso ist nicht zu bestreiten, daß das Mißtrauen gegenüber der amerikanischen Regierung und dem Dollar in Verbindung mit dem Defizit der amerikanischen Leistungsbilanz von Bedeutung war. Doch daneben ist nicht zu übersehen, daß der Inflationsunterschied ebenso wie der Wachstumsunterschied Faktoren sind, die ihren Einfluß ständig auf den Kurs des Franken ausüben und deshalb auch eine chronische Aufwertungsantizipation hervorrufen. Wenn demgegenüber darauf aufmerksam gemacht wird, die Umschichtung der Portfoliobestände mit den dadurch ausgelösten internationalen Kapitalbewegungen sei ein einmaliger und vorübergehender

Akt, so bleibt zu erwidern, daß ständig neue Kapitalien gebildet werden, die Anlage suchen — man denke nur an die Petrodollarüberschüsse. Auch im Bereich des Kapitalverkehrs sind mithin Dauertendenzen am Werk, die dazu beitragen, den Kurs des Franken über jenes Niveau anzuheben, das sich aus Kosten- und Preisvergleichen ergäbe.

Sollte dem so sein, so genüge der Griff zur Notbremse nicht. Vielmehr wäre dann zumindest ein Zustand herzustellen, bei dem die durchschnittlichen jährlichen Aufwertungsätze, die erwartet werden, durch entsprechende Zinsunterschiede kompensiert würden. Angenommen, man rechnete mit einer mittleren jährlichen handlungswegenen Frankenaufwertung von beispielsweise 8 %, so müßte das Zinsniveau in der Schweiz um 8 % tiefer liegen als im vergleichbaren Ausland, damit das Kursmotiv für die internationalen Kapitalwanderungen durch Ertragsunterschiede ausgeglichen würde. Streng genommen wären dabei sogar die Realzinsen und nicht bloß die Nominalzinsen in Betracht zu ziehen. Es leuchtet ein, daß ein Zinsgefälle von einer derartigen Größenordnung außergewöhnlich anmutet. Dennoch scheint hier die einzige Möglichkeit zu liegen, wie man auf einigermaßen marktkonformer Weise mit den Schwierigkeiten fertig werden könnte, falls es sich bei den Störungsursachen tatsächlich um hartnäckig wirksame Kräfte handeln sollte.

## BIBLIOGRAPHIE DER WIRTSCHAFTSPRESSE

Herausgeber: HWWA - Institut für Wirtschaftsforschung - Hamburg  
Quellennachweis mit Legende zu Aufsätzen aus in- und ausländischen Fachzeitschriften (monatlich rd. 350 Titel)

Jahresbezugspreis DM 180,-

ISSN 0043-6275

VERLAG WELTARCHIV GMBH - HAMBURG