

Sievert, Olaf

**Article — Digitized Version**

## Gibt es eine Alternative zu flexiblen Wechselkursen?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Sievert, Olaf (1986) : Gibt es eine Alternative zu flexiblen Wechselkursen?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 66, Iss. 7, pp. 335-344

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136176>

**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.*

## WÄHRUNGSPOLITIK

### Gibt es eine Alternative zu flexiblen Wechselkursen?

Olaf Sievert, Saarbrücken\*

**In jüngster Zeit ist eine Wiederbelebung der Diskussion über das internationale Währungssystem zu registrieren. Wurden die 1973 an den Übergang zu flexiblen Wechselkursen geknüpften Erwartungen nicht erfüllt? Wie sind die gegenwärtig diskutierten währungspolitischen Reformvorschläge zu bewerten?**

Nicht getäuscht hat die mit der Ablösung des Festkurssystems von Bretton Woods verbundene Verheißung, es werde bei flexiblen Wechselkursen selbst für eine stark in die Weltwirtschaft integrierte Volkswirtschaft möglich sein, in einer inflationierenden Umwelt eine Insel der Stabilität zu bilden. Dies hat sich zwar als schwieriger – und kostenreicher – erwiesen als vorausgesagt. Aber es war möglich.

Nicht sehr falsch war auch die Vorhersage, der internationale Handel werde mit ständig sich bewegenden Wechselkursen zu leben lernen. Es gibt zwar Klagen aus dieser Ecke, doch sie sind, bedenkt man die Stärke der Wechselkursbewegungen, überraschend gering gewesen. Terminmärkte, die eine kostengünstige Kurssicherung bieten, sind zwar auch heute noch nicht so stark ausgebaut, wie man hätte annehmen können. Aber die Unternehmen haben andere Wege gefunden, ihre offenen Valutapositionen klein zu halten, sei es, indem sie unternehmensintern für ausgeglichene Leistungsbilanzen sorgen, sei es, indem sie ihre Handelstransaktionen durch finanzielle Transaktionen „hedgen“.

Schon schlimmer war die Erfahrung, daß in der Zeit nach dem System von Bretton Woods das Tempo der Weltinflation sich vervielfachte. Es wäre zwar unfair, ja sachlich falsch, hier einen stringenten Zusammenhang herzustellen. Aber das System flexibler Wechselkurse hat diese Entwicklung eben auch nicht verhindert, hat ihr eher mehr Spielraum gegeben, als es das alte Festkurssystem getan hätte (wenn man seine Funktionsbedingungen hätte wiederherstellen können). Und die Folgen für die Weltwirtschaft waren zweifellos fatal. Die beiden großen Weltrezessionen – 1974/75 und 1980 ff. – waren nicht zuletzt Stabilisierungskrisen. In diesem Zusammenhang gewinnt eine weitere These Bedeutung: Mit der Erhöhung der Inflationsraten nahmen die intertemporale und die internationale Varianz der Inflationsraten zu. Veränderungen in den Inflationsratendifferenzen aber lösen Anpassungen bei den Wechselkursen aus, für die eine Tendenz zum Überschießen kennzeichnend ist. Soweit die flexiblen Wechselkurse für die erhöhte intertemporale Varianz der internationalen Inflationsunterschiede mitverantwortlich sind, wären dann die Wechselkursbewegungen nicht nur – wie es sein sollte – eine Antwort auf anderweitig verursachte Probleme, sondern auch eine Antwort auf von ihnen selbst verursachte.

Mag man noch darüber streiten, welche Rolle der Systemwechsel bei den Wechselkursen für das Inflations-tempo in der Welt gespielt hat, so kann man dies doch nicht tun hinsichtlich der Probleme, die das Ausmaß der

---

*Prof. Dr. Olaf Sievert, 52, ist Direktor des Instituts für empirische Wirtschaftsforschung an der Universität des Saarlandes in Saarbrücken. Er war seit 1971 Mitglied und von 1976 bis zu seinem Ausscheiden 1985 Vorsitzender des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.*

\* Überarbeitete Fassung eines Vortrages, den der Verfasser auf einer Veranstaltung des ISWA in Berlin gehalten hat.

realen Wechselkursänderungen aufgeworfen hat, die wir seit 1973 erlebt haben. Denn die realen Wechselkursänderungen, also diejenigen, die nicht durch Inflationsunterschiede gedeckt sind, sondern Veränderungen in der internationalen Wettbewerbsfähigkeit konstatieren oder bewirken, waren zweifellos viel größer, als sie in einem Festkurssystem vorkommen können (dort in der Form von Unterschieden in der Veränderung des Preisniveaus bei konstanten nominalen Wechselkursen). Kaum jemand hatte sie in diesem Ausmaß erwartet und gewiß niemand, der in den sechziger Jahren für den Übergang zu flexiblen Wechselkursen geworben hatte. Alle hatten wir die Kaufkraftparitäten oder jedenfalls Wechselkurse in der Nachbarschaft der Kaufkraftparitäten als Gravitationszentren im Auge und darauf vertraut, daß sich von daher einigermaßen stabile mittelfristige Wechselkurserwartungen bilden würden, die als stabilisierendes Moment auch gegenüber wechselhaften Bedingungen des Kassamarktes durchschlagen würden. Die Instabilität der realen Austauschverhältnisse ist es, die für die Wirtschaft selbst dann schlimm ist, wenn diese für die Laufzeiten normaler Handelskontrakte Formen der direkten oder der indirekten Kurssicherung gefunden hat. Denn diese Instabilität bedeutet zugleich Verunsicherung des Investitionskalküls für alle, die in nennenswertem Umfang ihre Investitionsentscheidungen auf die Möglichkeit rentablen Absatzes auf international umkämpften Märkten gründen müssen und jedenfalls nicht für die gesamte Lebensdauer ihrer Produktionsanlagen einen lohnenden Absatz durch Terminkontrakte, gar kursgesicherte Terminkontrakte garantiert bekommen können.

In gravierende Risiken für ganze Volkswirtschaften sind diese zunächst einzelwirtschaftlichen Risiken dort umgeschlagen, wo die gesamtwirtschaftliche Auslandsverschuldung hoch ist. Der Leichtsinns mancher hochverschuldeter Länder sei nicht beschönigt. Aber der Aufgabe einer Vervielfachung ihres realen Kapitaldienstes, wie sie sich außer aus dem starken Anstieg der Realzinsen auch aus der Dollarstärke der vergangenen Jahre ergab, wären diese Länder vermutlich selbst dann nicht gewachsen gewesen, wenn ihre Schulden weniger stark in Konsum und Fehlinvestitionen gewurzelt hätten.

### Herrschaft des Kapitalverkehrs

Im übrigen beschränken sich die Klagen nicht auf diese Länder. Die massiven realen Wechselkursänderungen der vergangenen dreizehn Jahre zeigen eine Herrschaft des internationalen Kapitalverkehrs über die Weltwirtschaft an, die man zwar nicht schlechthin illegitim zu nennen hat, ja die durchaus einen begrüßenswerten marktwirtschaftlich-disziplinierenden Grundzug auf-

weist, weil sie Effizienz, Verlässlichkeit und Stabilität prämiiert und deren Abwesenheit bestraft, die aber auch so viel Beimengungen von Willkür hat – gelegentlich scheut man sich wirklich nicht, von Desorientierung der so einflußreichen Kapitalströme zu sprechen –, daß Ungeduld mit dieser Herrschaft nur allzu verständlich ist. Bei allem Respekt vor der Ratio des freien Marktgeschehens muß man einräumen: Die internationalen Kapitalströme konstatieren nicht bloß die anderweitig bestimmte internationale Wettbewerbsfähigkeit eines Landes, sondern sie bestimmen sie – jedenfalls dort, wo sie exzessive reale Wechselkursveränderungen bewirken.

Das hatte man sich jedenfalls beim Übergang zu flexiblen Wechselkursen nicht erträumt. Der Traum bei vielen war, daß die nationale Wirtschaftspolitik an Autonomie gewönne. Dafür war man sogar bereit gewesen, den Anspruch auf internationale Solidarität herzugeben, der in den Interventionsregeln des alten Systems von Bretton Woods verborgen lag. Ein Autonomiegewinn ist unübersehbar (siehe oben). Aber man ist eben zugleich in bis dahin unbekanntem Maß in Abhängigkeit vom Vertrauen der Kapitalanleger in aller Welt geraten. Dies betrifft nicht nur die Wirtschaftspolitik im engeren Sinne. Schmerzlich empfunden haben manche auch die Veränderungen in den Wirkungsmöglichkeiten der Lohnpolitik. Im Festkurssystem bedeutete lohnpolitische Zurückhaltung allemal Reallohnzurückhaltung und also eine positive Wirkung auf Produktion und Beschäftigung. Unter Bedingungen flexibler Wechselkurse kann man sich damit – qua Vertrauensstärkung an den internationalen Kapitalmärkten – eine reale Aufwertung der Währung einhandeln, die zwar auch große Vorteile hat, die aber über den von ihr ausgehenden Preisdruck eine deutliche Korrektur der Reallöhne zunächst einmal verhindert. (Der erwünschte Beschäftigungseffekt kann dann freilich immer noch von der Erhöhung des Realwerts des Geldes sowie von der Zinssenkung erwartet werden, die der Kapitalzustrom bewirkt.)

Kurz, und wenn man den – zweifellos wichtigen – Gedanken, daß die Herrschaft des internationalen Kapitalverkehrs unter allen möglichen Formen wirtschaftlicher Herrschaft vielleicht noch die erträglichste ist, vorläufig einmal beiseite läßt: Wir haben gelernt, die Bedeutung der Stabilität des Außenwerts der Währungen wieder höher einzuschätzen. Das heißt nicht: höher als die Bedeutung des Binnenwerts. Aber doch auch nicht: von vornherein gering. Richtig bleibt zwar: Stabilität des Außenwerts der Währung bedeutet nichts, wenn dies letztlich Instabilität des Binnenwerts heißt. Aber: Instabilität des Außenwerts, zumal Instabilität des realen Außenwerts, bedeutet angesichts der Internationalität unseres Wirtschaftslebens ebenso eine Beeinträchtigung der

Geldfunktionen wie Instabilität des Binnenwerts. Hier gibt es keinen prinzipiellen Unterschied, allenfalls einen Unterschied des Grades.

Aber leider verhält es sich ja nicht so, daß die berechtigte Klage über den unbefriedigenden Zustand der Welt allemal auch die Einfälle einschließt, wie denn alles besser zu machen sei.

### **Die Festkursproblematik**

Bei der Frage nach Alternativen fällt die – negative – Antwort am leichtesten im Falle des radikalen Gegenbildes – wieder feste statt flexible Wechselkurse. Trotzdem lohnt eine sorgfältige Begründung, weil damit Grundprobleme ins Blickfeld rücken, die auch für die Erörterung von Zwischenformen wichtig sind, die anschließend zu behandeln sind.

Unstreitig ist, daß zu einem Festkurssystem keine erheblichen internationalen Inflationsunterschiede passen – jedenfalls nicht im Bereich der handelbaren Güter – und daß derzeit eine Rückkehr zu festen Wechselkursen in der Welt schon deshalb nicht in Betracht kommt,

weil wir von einem Zustand ausreichender Konvergenz bei der Stabilitätspolitik (noch) weit entfernt sind. Dies ist freilich kein prinzipielles Argument gegen feste Wechselkurse (mehr), sondern möglicherweise nur eines auf Zeit. Die Einstellungen in der Wirtschaftspolitik sind heute anders als in den sechziger Jahren. Damals hatten wir bei dem Werben für flexible Wechselkurse allemal die Vorstellung im Hinterkopf (zumindest dort), daß die einzelnen Länder jeweils unterschiedliche Phillips-Kurven haben und zudem unterschiedliche Auffassungen über den optimalen Punkt auf einer Phillips-Kurve, daß den Ländern folglich unterschiedliche Kombinationen von Inflation und Arbeitslosigkeit adäquat seien, was mit festen Wechselkursen unvereinbar wäre. Diese Vorstellungen haben sich gewandelt. Es hat sich ein neuer, ziemlich breiter Konsens herausgebildet: Inflation – bzw. die Inkaufnahme von Inflation – ist für kein wirtschaftspolitisches Problem eine Lösung, und schon gar nicht eine dauerhafte. Stabile Phillips-Kurven sind eine Illusion. Konvergenz der Wirtschaftspolitik bei Geldwertstabilität bzw. bei sehr geringen Preissteigerungen kann daher heute als konsensfähiger, der einem

---

## **VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG**

**Manfred Holthus/Dietrich Keschull (Hrsg.)**

### **DIE ENTWICKLUNGSPOLITIK WICHTIGER OECD-LÄNDER**

**– Eine Untersuchung der Systeme und ihrer außenwirtschaftlichen Implikationen –**

Im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft hat das HWWA-Institut die Entwicklungspolitik wichtiger OECD-Länder und ihre außenwirtschaftlichen Implikationen untersucht. In Band 1 wird die Entwicklungspolitik der Länder USA, Großbritannien, Bundesrepublik Deutschland, Japan und Italien analysiert. In einem allgemeinen Teil wird das Verhältnis von Außenwirtschafts- und Entwicklungspolitik im Hinblick auf Kongruenz und Konfliktpotentiale bei Zielen und Maßnahmen geprüft. Daran schließt sich eine Betrachtung der Auswirkungen der Entwicklungspolitik der in die Untersuchung einbezogenen Länder auf die Außenwirtschaft der Bundesrepublik an. Auf dieser Grundlage werden dann die Konsequenzen für die Gestaltung des deutschen Instrumentariums erörtert.

In Band 2 wurde für Frankreich eine besonders ausführliche Untersuchung durchgeführt. Die Vielfalt von Organisationen und eingesetzten Instrumenten ist bei diesem Land auch für Fachleute schwer überschaubar. Zur Beurteilung der außenwirtschaftlichen Wirkungen waren deshalb umfangreiche Erläuterungen der Grundzusammenhänge notwendig.

Bd. 1 Großoktav, 750 Seiten, 1985, brosch. DM 89,-  
Bd. 2 Großoktav, 538 Seiten, 1985, brosch. DM 55,-

ISBN 3-87895-278-3  
ISBN 3-87895-288-0

**V E R L A G   W E L T A R C H I V   G M B H   –   H A M B U R G**

Festkurssystem in dieser Hinsicht immanente Harmonisierungszwang als zumutbarer und damit aussichtsreicher angesehen werden als früher. Daß ein solcher Konsens schon weit genug geht, was besagen müßte, daß er sich unterwegs als ausreichend belastungsfähig erweisen wird, also verlässlich ist, erscheint allerdings noch sehr fraglich, zu fraglich, als daß man ein neues Festkurs-Abenteuer schon wagen dürfte, wenn demnächst die Unterschiede in den aktuellen Inflationsraten tatsächlich ausreichend gering erscheinen.

Dies führt zum zweiten Aspekt der Festkursproblematik. Ein funktionierendes Festkurssystem setzt eine verlässlich starke Leitwährung voraus, ein Nichtinfragestellen dieser Rolle bei allen Beteiligten und eine Unterordnung der Wirtschaftspolitik im Leitwährungsland unter diese Rolle. Es ist nicht zu sehen, daß die Vereinigten Staaten reif wären, diese Rolle erneut zu übernehmen. Daß das System von Bretton Woods eine Zeitlang munterlich funktioniert hat, beruhte zum einen auf der Goldbindung des Dollars und war im übrigen Korrelat der Pax Americana in den ersten Nachkriegsjahrzehnten. Als mit dem Vietnamkrieg – aber nicht nur seinetwegen – die Pax Americana zu Ende ging, der Goldschatz der USA dahinzuschmelzen drohte, die Amerikaner ihn nicht mehr entsprechend den Spielregeln verteidigten, sondern das Goldfenster schlossen, war der Niedergang der Weltwährungsordnung von Bretton Woods unausweichlich geworden. Die Vereinigten Staaten nutzten dann wie andere ihre neu gewonnene Autonomie durch inflatorische Politik, verbrauchten so nach dem Goldschatz auch ihren Kredit, wurden vom Markt mit massivem Dollarkursverfall sanktioniert, vollbrachten eine wirtschaftspolitische Wende, die ihren Kredit zunächst einmal wiederherstellte, und sind nun dabei, diesen Kredit erneut aufzubauchen, diesmal durch exzessive Staatsverschuldung. Werden nun neue Inflation, neuer Dollarkursverfall die nächste Runde ausmachen? Wie auch immer, in jedem Falle ist dies keine Vorstellung, in der irgendwo ein Ansatz zu sehen wäre, der den Dollar in absehbarer Zeit wieder für eine Rolle als Leitwährung geeignet erscheinen lassen könnte, zumal hierzu ja nicht nur ein Entschluß gehörte, sondern auch die Fähigkeit, den Entschluß durchzuhalten – und der weltweite Glaube daran. Eine Leitwährung ohne Kredit – eine lächerliche Vorstellung.

### Reale Wechselkursänderungen

Wir kommen zum dritten Aspekt. Er betrifft die Frage, welche realen Wechselkursänderungen es geben (können) muß und wie ein Festkurssystem, verglichen mit einem System flexibler Wechselkurse, mit dieser Aufgabe fertig wird. Wir lassen dabei einmal solche realen Wech-

selkursänderungen beiseite, die rein güterwirtschaftlich begründet sind, also solche, die mit internationalen Unterschieden in der Entwicklung der realen Angebotsbedingungen (z. B. im Produktivitätsfortschritt) oder mit internationalen Nachfrageverschiebungen zugunsten oder zu Lasten des spezifischen Angebotssortiments einzelner Länder einhergehen. In solchen Fällen sind unveränderte Leistungsbilanzsalden nur bei real veränderten Wechselkursen zu erwarten. (Das Fehlen von – ausgleichenden – Kapitalbewegungen zwingt zur Anpassung beim realen Wechselkurs. Folgt der Kapitalverkehr der Veränderung der güterwirtschaftlichen Bedingungen, so ist insoweit keine reale Veränderung der Wechselkurse nötig.) Diese Fälle werfen im allgemeinen weder in einem Festkurssystem noch in einem System flexibler Wechselkurse unüberwindliche Probleme auf. Hat man das Thema solchermaßen verengt, so kann man sagen: Ein Bedarf an realen Wechselkursänderungen hängt zusammen mit dem Bedarf an Realtransfer als Korrelat von internationalen Kapitalbewegungen. (Notabene: Der Saldo der Kapitalverkehrsbilanz einer Volkswirtschaft – einschließlich der Devisenbilanz – ist immer identisch mit dem Saldo der Leistungsbilanz. Anders ausgedrückt: Internationale Geldleihe muß immer zugleich auch internationale Güterleihe sein.) Worauf es ankommt: Jetzt ist der Kapitalverkehr in der Führungsrolle; er erfordert die güterwirtschaftliche Anpassung.

Unser Vorwissen aus der Währungstheorie sagt uns:

- Unter einem Regime flexibler Wechselkurse ist ein Ausgleich zwischen Kapitalstrom und Realtransfer prinzipiell ohne (wesentliche) Änderung des Niveaus der Preise für die Wertschöpfung der jeweiligen heimischen Wirtschaft möglich. Der Wechselkurs stellt sich so ein, daß die davon induzierte Veränderung der Exporte und Importe zusammen mit den Rückkopplungseinflüssen der Wechselkursänderung (via Wechselkursänderungserwartung) sowie einer etwaigen Zinswirkung des Kapitalstroms auf den Kapitalstrom selbst die Bilanzbedingung erfüllt. (Die nötige Änderung der relativen Preise Inland/Ausland – und der Realeinkommen – ergibt sich im Grenzfall allein über die Änderung der Außenhandelspreise in jeweiliger Währung.)
- Unter einem Regime fester Wechselkurse hingegen kann der nötige Realtransfer nur zustande kommen, wenn die dafür erforderliche Veränderung der relativen Preise durch eine Veränderung der Preise für die Wertschöpfung in den beteiligten Ländern geschaffen wird, also durch einen Anstieg dieser Preise im Land des Kapitalzustroms oder/und durch eine Senkung dieser Preise im Land des Kapitalabstroms. Überdies fällt dabei auch noch der dämpfende Rückkopplungseffekt

aus, der von einer Wechselkursänderung ausgeht, wenn (!) sie gegenläufige Wechselkursänderungserwartungen erzeugt. Es ist dieser Bedarf an Inflationseffekt bzw. Deflationseffekt, der massive Änderungen in den internationalen Kapitalströmen in einem Festkurssystem zu unerträglichen Vorgängen machen kann. Dabei ist zudem zu bedenken, daß jeweils eine Rückanpassung nötig ist, sobald die Bedingungen für den Kapitalverkehr sich wieder drehen. Zwar kann über den Interventionsmechanismus des Festkurssystems der Zwang zum Realtransfer merklich abgepuffert sein; der Realtransfer muß nicht simultan mit den marktbestimmten Kapitalbewegungen bewältigt werden. Doch nur in bestimmten Fällen ist diese Abpufferung eine entscheidende Hilfe. (Darauf ist zurückzukommen.) Daneben gibt es nur die Möglichkeit, die Staatsschuldenpolitik noch mehr zum Knecht des internationalen Kapitalverkehrs zu machen und ihr einen strikten Kompensationsauftrag zu geben. Doch das sollte aus vielen Gründen keinesfalls in Frage kommen.

### Unterschiedliche Kapitalströme

Um allerdings den Respekt und die Furcht vor dem internationalen Kapitalverkehr nicht zu übertreiben, sollten wir einmal eine Sortierung versuchen. Wir halten auseinander:

- Kapitalströme, die strukturell bedingten internationalen Unterschieden in der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals bzw. in der Sparkapitalbildung folgen und die Tendenz aufweisen, diese anzugleichen (Fall 1).
- Kapitalbewegungen, die in internationalen Unterschieden der Konjunkturlage wurzeln oder von einer wohlverstandenen Stabilitätspolitik ausgelöst werden, auch Kapitalbewegungen, die zufällige Unregelmäßigkeiten des Leistungsverkehrs ausgleichen (Fall 2).
- Kapitalbewegungen, die von einer laxen Geldpolitik oder einer staatlichen Defizitpolitik außerhalb wohlverstandener Stabilitätspolitik ausgelöst werden (Fall 3). Diese Politik kann Produktivitätswirkungen haben, die diesen Fall teilweise mit (1) vereinen würden.
- Kapitalbewegungen, die originär von Wechselkursänderungserwartungen in Gang gesetzt werden (Fall 4).
- Kapitalbewegungen aufgrund vielfältiger sonstiger Ursachen, politischer oder auch ökonomischer, Ursachen jedenfalls, die wir unter (1) bis (4) nicht fassen können, weshalb wir aus gutem Grunde oder auch unserer Beschränktheit wegen gelegentlich von desorientierten Kapitalbewegungen sprechen (Fall 5).

Die Klassen (1) und (2) sind unproblematisch. Sowohl  
WIRTSCHAFTSDIENST 1986/VII

in einem Festkurssystem als auch unter einem Regime flexibler Wechselkurse muß man und kann man mit ihnen leben oder hat sie sogar zu begrüßen. Die Klasse (4) gilt als ein kräftiges Argument für feste Wechselkurse. Daß es die Klasse (5) gibt, ist eines der wichtigsten Argumente für bewegliche Wechselkurse; die Schockverarbeitungskapazität eines Festkurssystems ist in dieser Hinsicht nun einmal sehr begrenzt, die des Systems flexibler Wechselkurse zwar ebenfalls nicht befriedigend, aber doch größer. Es gehörte zu den Merkmalen der Epoche der Pax Americana, daß dieses Problem gering blieb wegen der absoluten Vorherrschaft des Dollars als Währung der offiziellen und privaten Reservehaltung und als internationale Anlagewährung. Doch das ist wohl unwiederholbar. Schwer zu entscheiden hingegen ist die Frage, ob nicht die Klasse (5) nur deshalb so reich besetzt erscheint, weil es Wechselkursänderungen und also auch Wechselkursänderungserwartungen gibt. Also: Gehört nicht das meiste der Klasse (5) eigentlich in die Klasse (4)? Wir wissen es nicht, und ohne neue währungspolitische Experimente werden wir es vermutlich auch nicht erfahren.

Es bleibt die Klasse (3). Von der Frage der Autonomie für die Geldpolitik war schon die Rede. Darauf sei verwiesen. Aber Verzicht auf Autonomie bei der Geldpolitik würde nicht ausreichen, auch die Finanzpolitik sieht sich bei festen Wechselkursen vor Grenzen. Wer also die nationale Autonomie in der Wirtschaftspolitik zumindest im Bereich der Finanzpolitik weiter hochhalten möchte (wohlgemerkt: auch außerhalb wohlverstandener Stabilitätspolitik), muß wohl für bewegliche Wechselkurse plädieren. Zum Beispiel: Eine Finanzpolitik, wie sie die Amerikaner in den vergangenen Jahren betrieben haben, hätten diese in einem Festkurssystem nur mit starkem Inflationsdruck im Innern oder entsprechendem Deflationsdruck in der übrigen Welt betreiben können. Das wäre vermutlich ein prohibitiv hoher Preis gewesen. Denn zum einen stand Inflationsbekämpfung auch in Amerika mit obenan. Zum anderen hätte der anfängliche Inflationsschub früher oder später mit einem Deflationsdruck bezahlt werden müssen. Dauerhafte internationale Unterschiede in der Veränderung des Preisniveaus gibt es in einem Festkurssystem ja nicht (Ausnahmen siehe oben).

Freilich, wer – wie ich – die amerikanische Finanzpolitik der letzten Jahre in jedem Falle für eine fatale Fehlentwicklung hält, sowohl für Amerika als auch für die Weltwirtschaft, wer die fatalen Folgen nur für vertagt hält, der hätte es begrüßt, wenn das Währungssystem einer so hemmungslosen Staatsverschuldung bei Strafe eines raschen Inflationsschubs von vornherein engere Grenzen gezogen hätte. Wer hingegen hinsicht-

lich der Zukunft an das „soft-landing“ glaubt, hat womöglich begrüßt, daß die flexiblen Wechselkurse inflationsfrei einen Realtransfer zugelassen haben, wie er zur Erreichung der politischen Ziele, die zu der amerikanischen Defizitpolitik Anlaß gaben, unumgänglich war. Worauf es ankommt: Feste oder flexible Wechselkurse, das ist nicht nur eine Frage der Autonomie der Geldpolitik. Es ist auch eine Frage der Autonomie der Finanzpolitik (jenseits der Konjunkturpolitik). Der Internationalismus eines Festkurssystems verlangt eine umfassende Unterordnung der nationalen Makropolitik unter dessen Bedingungen, nicht nur eine partielle.

Eine Summe aus dem Bisherigen muß hier nicht gezogen werden, weil die Frage eines Übergangs zu einem neuen Festkurssystem in der Welt sich praktisch derzeit nicht stellt. Und für das Folgende genügt es, wenn wir die Elemente der vorangegangenen Analyse aufbewahren.

#### **Wechselkursorientierte Geldpolitik**

Es geht jetzt zunächst um Zwischenformen, um währungspolitische Regeln, die dadurch gekennzeichnet sind, daß es zwar eine strenge Interventionspflicht zur Aufrechterhaltung bestimmter Wechselkurse nicht gibt, daß aber doch die Geldpolitik auch nicht völlig frei sein soll, eine allein an nationalen Kriterien orientierte Geldmengenpolitik zu betreiben.

Am nächsten dem Festkurssystem steht ein Konzept, in dem die Geldpolitik eines Landes den Auftrag hätte, ohne zu Devisenmarktinterventionen verpflichtet zu sein, doch für die Aufrechterhaltung eines bestimmten Wechselkurses zu einer bestimmten Währung (bzw. zu einem bestimmten Währungskorb) zu sorgen (konsequent wechselkursorientierte Geldpolitik mit oder ohne freiwillige Devisenmarktinterventionen). Da auch in einem echten Festkurssystem die Geldpolitik allemal einen Weg gehen könnte, auf dem die Interventionspflicht im allgemeinen gar nicht effektiv wird, besteht hier der wichtigste Unterschied zum Festkurssystem darin, daß eine bloß *wechselkursorientierte* Geldpolitik mit einem wesentlich größeren Vorbehalt, im Notfall von dem gestellten Auftrag abzuweichen, betrieben werden könnte. Die Verletzung einer formellen Regel wäre nicht gegeben, wenn der Auftrag nicht erfüllt wird.

Für kleinere Länder, deren Wirtschaft mit einer Economie dominante stark verflochten ist und die mit der stabilitätspolitischen Performance ihrer Economie dominante keine großen Probleme haben, ist dies allemal ein guter Weg. Er wird auch, mehr oder weniger ausdrücklich und jedenfalls nicht nach einem ausformulierten Konzept, von einigen Ländern seit Jahren begangen, so etwa von Österreich, aber wohl auch von den Niederlan-

den. Wo er gewählt wird, werfen die beiden ersten Aspekte unserer Analyse des Festkurssystems – Inflationsunterschiede, Leitwährungsrolle – keine Probleme auf.

Die Bedeutung des dritten Aspekts – Störungen von seiten des Kapitalverkehrs – wirft jedoch auch hier ihre Schatten. Selbst Österreich, das mit der Einbindung seiner gesamten Wirtschaftspolitik in dieses Konzept – bis hin zur Lohnpolitik – am weitesten gegangen ist, hat bis heute nicht gewagt, auf den Schutz durch Kapitalverkehrskontrollen zu verzichten. Daß ein Festkurssystem oder auch nur eine Währungspolitik, die dem Festkurssystem nahe kommt, der Aufgabe, für freien Kapitalverkehr zu sorgen und Schocks, die von daher kommen mögen, angemessen zu verarbeiten, nicht oder nur unter sehr günstigen Bedingungen gewachsen ist, wird also auch hier noch deutlich. Schon für Länder, die, obwohl ebenfalls klein und mit einer größeren Volkswirtschaft aufs engste verbunden, von Schwankungen im internationalen Kapitalverkehr sehr viel mehr betroffen sind als Österreich – und die auch Kapitalverkehrskontrollen ablehnen –, für die Schweiz etwa, kommt daher das Modell einer Quasibindung des Wechselkurses an die Währung einer Economie dominante nicht in Betracht (von anderen Gründen einmal ganz abgesehen).

#### **Zielzonen**

Wir kommen zur nächsten Variante, nun zu derjenigen, die anscheinend die internationale Diskussion derzeit am meisten beschäftigt, dem Konzept einer Geld- und Währungspolitik, die die Auflage übernimmt, den Wechselkurs ihrer Währung in bestimmten international verabredeten Zielzonen zu halten. Dies wird bekanntlich vor allem für die großen Währungen diskutiert. Es sei sogleich gesagt, daß nichts davon zu halten ist.

Der gute Gedanke daran ist, daß es vor allem gelte, die Wechselkurse von dem fatalen Einfluß desorientierter internationaler Kapitalbewegungen zu befreien. Aber:

- Die Chance (nicht einmal die Gewißheit) einer Vermeidung funktionsloser, ja schädlicher Wechselkursbewegungen muß erkaufte werden mit einer gegebenenfalls mehr als kurzfristigen Abweichung der Geldmengenpolitik von einem stabilitätsgerechten Pfad.
- Die schädlichen Wirkungen solcher Abweichungen werden nicht dadurch verlässlich verhindert, daß über die solchermaßen erreichten Wechselkurse qua internationalen Preiszusammenhang ebenfalls eine freie Preisniveauentwicklung verhindert wird. Viel zu unsicher ist die ausländische Preisentwicklung, an die man insoweit angekoppelt würde.

- Nur das Problem der von „falschen“ Wechselkursbewertungen geleiteten Kapitalbewegungen bzw. der durch Erwartungsführerschaft leicht zu beeinflussen den Kapitalbewegungen ließe sich so angemessen lösen. Es bliebe das Problem der Kapitalbewegungen, die wirklich reale Veränderungen der Wechselkurse erfordern, eine Aufgabe, die oftmals mit einer nominalen Wechselkursänderung noch am besten gelöst wird, und zwar vom Markt. (Nimmt man die Zielzonenwechselkurse ernst, müßte sie nach den insoweit unnötig schmerzhaften Regeln des Festkurssystems traktiert werden; siehe oben.)
- Die Zielzonen würden im Zweifel nicht zuletzt nach politischen Wunschkonstruktionen in Verbindung mit politischer Verhandlungsmacht der Beteiligten festgelegt statt nach abschätzbaren Marktkräften und der geplanten und auch durchsetzbaren Wirtschaftspolitik. Im Zeichen der Bekämpfung falscher Wechselkursbewertungen würde dann der Bildung der richtigen entgegengewirkt. Internationale Zinsdifferenzen, die sich bilden sollten, kämen nicht zustande.

#### **Eine Reißbrettidee**

Ein Festkurssystem hat seinen Wert aufgrund der Strenge des damit geschaffenen Unterordnungszwangs für alle. Ein Regime flexibler Wechselkurse hat seinen Wert aufgrund der Selbstverantwortung jedes einzelnen. Ein Zielzonensystem wäre weder Fisch noch Fleisch. Die Orientierung der Zielzonen an Kaufkraftparitäten – eine typische Reißbrettidee – brächte nur scheinbar mehr Rationalität. Es geht um einen neuen Trick, zugleich ohne den Zwang zur Disziplin und Konvergenz und ohne die Nötigung zur Selbstverantwortung auszukommen. Das Tempo der Weltinflation wäre der Freiheitsgrad des Systems. Ihn möglichst straffrei zu nutzen, darauf könnte es vor allem hinauslaufen. Währungspolitik, die Ordnungspolitik sein sollte, würde als Prozeßpolitik, vermutlich auch als Machtpolitik mißbraucht.

Zum Konzept der Zielzonen für Wechselkurse gehört im allgemeinen auch die Idee, daß zum Erreichen der Zielzonen Interventionen an den Devisenmärkten helfen sollen. Manche sind geradezu fasziniert von dem „Erfolg“ der Notenbanken bei deren Versuch, im vergangenen Herbst die wichtigsten Dollarkurse durch massive Interventionen zu korrigieren. Auch hier ist eine kritische Durchleuchtung angebracht. Bleiben wir bei diesem Beispiel. Anlaß der Interventionen war die Unzufriedenheit mit dem starken Dollar, dem die riesigen amerikanischen Leistungsbilanzdefizite zugeschrieben werden, und das mit beidem verbundene allseits gefürchtete Drängen auf mehr Protektionismus in Amerika.

Doch unser Blick muß tiefer dringen. Wechselkurse und Zinsen halten ein sehr komplexes System von Größen zusammen, tarieren es aus. Sparen in Amerika und anderwärts, Investieren in Amerika und anderwärts, staatliche Kreditnachfrage in Amerika und anderwärts, Exporte und Importe, Kapitaleinfuhr und Kapitalausfuhr Amerikas bzw. der anderen, dieser ganze Satz von Variablen muß Größen annehmen, die zueinander passen. Und es ist die variable Zins/Wechselkurs-Kombination, die dies auszusteuern hat. Der Wechselkurs muß dort liegen, wo die von ihm mitbestimmten Handelsströme einen Saldo aufweisen, der übereinstimmt mit dem Saldo des Kapitalverkehrs. Dieser ist aber seinerseits nicht vorgegeben. Die Zinsen in Amerika und anderwärts und wiederum der Wechselkurs (als mitbestimmender Faktor von Wechselkursänderungserwartungen, die einen Teil des Anlagenutzens im internationalen Kapitalverkehr ausmachen) müssen Werte annehmen, bei denen sich aus dem Zusammenspiel von Kapitalnachfrage in Amerika und anderwärts sowie Kapitalangebot in Amerika und anderwärts ein Kapitalverkehrssaldo, im konkreten Fall: ein Kapitalzustrom nach Amerika, ergibt, der in Übereinstimmung ist mit dem Defizit in der amerikanischen Leistungsbilanz. Beides nun in eins gesetzt, hat man die Aufgabe, die die Märkte simultan lösen müssen (und auch lösen).

Man soll nun nur nicht denken, man könnte an einer oder zwei dieser Größen, die einem nicht gefallen, drehen, im übrigen aber erwarten, daß alles beim alten bleibt. Wer den Dollarkurs und das Leistungsbilanzdefizit herunter haben will, muß wissen, daß dies bedeutet: weniger Kapitaleinfuhr, weniger Bedienung staatlicher oder privater Kreditnachfrage in Amerika. Über den Markt käme ein solches Ergebnis zustande, wenn die Kapitalanleger in aller Welt ihre Neigung, Geld in Amerika anzulegen, reduzierten, sprich von Amerika höhere Zinsen verlangten (mit der Folge, daß dort vor allem die zinsabhängigen privaten Investitionen zurückgingen). Staatlicherseits könnte es – ohne höhere Zinsen – bewirkt werden, wenn der amerikanische Staat freiwillig seine Kreditnachfrage einschränkte. Dies wird aber nicht gewollt (oder nicht zustande gebracht). Also wird am Devisenmarkt interveniert. Was heißt das? Nun, es wird Auslandskredit durch Notenbankkredit ersetzt – inflatorische Geldvermehrung. Damit kann man sich zwar kurzfristig Luft verschaffen, aber eben nicht dauerhaft. Eine Alternative hierzu? Im Ausland könnte zu restriktiver Geldpolitik übergegangen werden (beispielsweise durch nicht sterilisierte Devisenmarktinterventionen). Doch dies wäre zwar eine Hilfe für den Dollarkurs, aber, bedenkt man die konjunkturellen Rückwirkungen auf den Handelsverkehr, kaum eine Hilfe für die amerikani-

sche Leistungsbilanz, auf die es eigentlich ankommt – und würde im Ausland unnötigerweise Produktion und Beschäftigung beeinträchtigen.

Gibt es eine andere Alternative? Im Ausland könnte – zur Unterstützung und Absicherung der Devisenmarktintervention (und möglicherweise unter amerikanischem Druck) – zu expansiver Finanzpolitik übergegangen werden. Das hieße: das Ausland imitierte Amerika in der Sünde. Es würde zwar beim Dollarkurs und bei der amerikanischen Leistungsbilanz helfen, aber um den Preis einer Verknappung von Kapital in aller Welt, also um den Preis einer Einschränkung der Investitionen – entgegen allen internationalen Verabredungen darüber, was in der Welt angesichts der ungelösten Beschäftigungsprobleme anzustreben ist. Übrigens: Selbstverständlich wären auch die allseits gefürchteten Handelsrestriktionen keine Lösung der amerikanischen Probleme. Solange die staatliche Kreditnachfrage nicht eingedämmt ist, braucht Amerika Auslandskapital – und entsprechende Leistungsbilanzdefizite –, oder es muß die heimische private Kreditnachfrage einschränken.

#### **Kurieren an Symptomen**

Wohin man schaut: Unfug. Aber das zu zeigen, war auch der Sinn des Exkurses. Eine neue Einladung zu Interventionismus an den Devisenmärkten würde abseits aller Reißbrettrationalität vor allem zu einer Einladung, der ständigen und allgegenwärtigen Versuchung zum Kurieren an Symptomen nachzugeben und das auch noch in gemeinsamer internationaler Anstrengung. Von den eigentlichen Problemen wird dadurch abgelenkt, und neue Probleme werden geboren. Den harten Kern der Probleme, an denen man seit einiger Zeit währungspolitisch herumlaboriert, bilden nun einmal die amerikanischen Staatsdefizite. Also müssen die Probleme auch dort gelöst werden. Ich kenne keine gründliche Analyse, die nicht bei dieser Einsicht endet. Das heißt nicht, daß die Probleme, die ein in längerfristiger Betrachtung überzogener Dollarkurs aufgeworfen hat, nicht ernst zu nehmen gewesen wären. Im Gegenteil. Gerade weil sie ernst zu nehmen waren, muß Amerika seine Wirtschaftspolitik im ganzen unter diese Einsicht stellen. Jedes ernsthafte währungspolitische Engagement wäre dadurch gekennzeichnet, daß es am Ursprung der Probleme ansetzt, und das heißt hier eben nicht an den Wechselkursen. Und jedenfalls braucht man keine Zielzonen für Wechselkurse, um in Amerika das zu tun, worauf es ankommt und für das es keinen Ersatz gibt.

Nach diesem etwas aufgeregten Verdikt ist freilich dem möglicherweise entstandenen Eindruck entgegenzutreten, es wären alle Interventionen an den Devisenmärkten von Übel. Das trifft gewiß nicht zu. Die Noten-

banken dürfen durchaus versuchen, durch Interventionen an den Devisenmärkten Wechselkursserwartungen des Publikums zu beeinflussen, wenn sie sich hier eine Führungsrolle zutrauen, unter Wahrung der Ziele ihrer Geldmengenpolitik freilich, also grundsätzlich nur durch sterilisierte Interventionen, soweit die Spielräume der Geldmengenpolitik ausgeschöpft sind. Wechselkurspflege durch sterilisierte Interventionen, Führung bei den Wechselkursserwartungen – das gehört durchaus zu den Freiheitsgraden einer mengenorientierten Geldpolitik.

Man muß sich allerdings bewußt sein, daß damit in den meisten Fällen nicht viel zu bewirken ist. Zielzonenwechselkurse kann man so jedenfalls nicht verlässlich ansteuern, handelt es sich doch bei sterilisierten Interventionen nur um einen Aktivtausch bei den Notenbanken und zudem um einen auch nur in Grenzen möglichen bzw. akzeptablen Aktivtausch. Nur in Fällen, in denen gerade dies das alleinige Problem ist, in denen also das Publikum die Valuta-Denomination seiner Aktiva zu ändern wünscht, ist dieser Tausch eine voll wirksame Hilfe. Der Fall fehlgeleiteter Wechselkursserwartungen, ein wichtiger Fall, gehört dazu. Freilich, an den Versuch der Diagnose des Falles muß man mit der gehörigen Vorsicht herangehen. Nichts ist einfach an der Aufgabe, fehlgeleitete Wechselkursserwartungen als solche zu identifizieren. Erneut also die Mahnung: Bitte keine zu objektivierenden Zielzonenwechselkurse suchen (und ganz gewiß keine mit Hilfe der Kaufkraftparitätentheorie zu finden hoffen).

#### **Der Vorschlag von McKinnon**

Politökonomisch, wenn auch nicht währungstheoretisch, befriedigender erscheint ein ebenfalls viel diskutierter Vorschlag, der sich vor allem mit dem Namen von Ronald F. McKinnon verbindet. Kernstück des Konzepts ist der Auftrag an die kooperierenden Notenbanken – zunächst der Vereinigten Staaten, Japans und der Bundesrepublik –, gemeinsam die Verantwortung für eine Zielgröße hinsichtlich der „Weltgeldmenge“ ( $M_1$ ) zu übernehmen. Zur Basisvereinbarung gehörten damit kompatible nationale Geldmengenziele. Zielzonen für die Wechselkurse, später feste Wechselkurse, begründeten Interventionsverpflichtungen. Bei Interventionen angekaufte Devisen würden ausschließlich bei den Partnernotenbanken gehalten. Auf diese Weise wäre die Einhaltung des Ziels für die Weltgeldmenge garantiert.

Zu loben ist hier die Vorsorge für die Beschränkung der Weltinflation. Nicht zu Ende gedacht erscheint jedoch die Frage nach der adäquaten Verteilung der Weltgeldmenge. Hier werden die Probleme, die internationale Kapitalbewegungen aufwerfen, gleichgesetzt dem

Problem, daß es Verschiebungen in den Währungspräferenzen gibt – Verschiebungen der Währungsräume, currency substitution. Von Kapitalbewegungen, die Interventionen auslösen, wird angenommen, daß sie in gleichem Umfang currency substitution anzeigen. Denn die Vorschrift ist, daß in diesem Umfang die Geldmenge des einen Landes verringert, die der anderen erhöht wird. Nichts ist daran jedoch zwingend. Eine Teilerilierung von Interventionen kann angemessen sein, oder auch eine Umverteilung der Weltgeldmenge, die über die Interventionen hinausgeht. Und hier geht es um den nervus rerum. Da sich die Lösung des Problems nicht objektivieren läßt, zerfällt einem die Faszination der Idee einer Weltgeldmenge noch freier nationaler Notenbanken. Man brauchte eine Quasi-Weltzentralbank mit enormer „regionalpolitischer“ Kompetenz im monetären Bereich.

### Warenbindung des Dollars

Am Rande der internationalen Währungsdiskussion läuft nach wie vor die Idee mit, man sollte zu einer erneuten Warenbindung des Dollars kommen, wenn nicht zu einer Bindung an das Gold, so doch zu einer Bindung an ein Bündel von Waren, etwa ein Bündel international gehandelter stapelfähiger Güter (Waren-Reserven-Währung). Dies hätte dann natürlich auch Rückwirkungen auf die mögliche künftige Rolle des Dollars im Weltwährungssystem.

Manche amerikanische Vertreter der Idee lassen sich allerdings von anderen Vorstellungen leiten, von der Vorstellung vor allem, man könnte so den im einzelnen unzureichend gerechtfertigten Zwängen einer monetaristisch geprägten Geldmengensteuerung entkommen, vor allem den praktischen Unvollkommenheiten dieses Konzepts. Nun ist zwar richtig, daß die Geldmengenpolitik schwieriger war als ausgedacht, jedenfalls in Amerika. Man kann sie aber doch nicht erfolglos nennen. Die Menge eines gebundenen Dollars hätte nicht sehr viel anders gesteuert werden dürfen; freilich hätte die Geldpolitik einfachere, vor allem eindeutige Orientierungshilfen gehabt. Die eingestandenen Unvollkommenheiten des Geldmengenkonzepts sollte man nicht von vornherein größer nennen als die einer Warenreservewährung. Die strikte Stabilisierung des Preisniveaus für einen Warenkorb ist nun einmal nicht von vornherein der Weisheit letzter Schluß. Ist der Warenkorb sehr klein (Extremfall: Goldwährung), so hat man es mit dem Problem störender Veränderungen in der spezifischen Knappheit der Reservewaren zu tun. Ist der Warenkorb sehr groß (Extremfall: Indexwährung; für Europa siehe den Vorschlag von Vaubel et al.), so ist zu bedenken, daß es auch einen Bedarf an (vorübergehenden) Veränderun-

gen des Geldwertes gibt und daß dieser Bedarf hier nicht befriedigt werden kann; ganz herausnehmen sollte man den relativen Preis für Geld aus dem marktwirtschaftlichen Spiel der relativen Preise denn doch nicht.

Das eigentliche Spezifikum einer gebundenen Währung liegt in der Objektivierung der Knappheit des Geldes. Das ist zweifellos ein großer Vorzug. Eine Papierwährung knapp zu halten, ist allemal ein künstlicher Vorgang. Auch Geldmengenregeln sind nur Krücken der künstlichen Knapphaltung des Geldes. Man ist dabei auf Menschen angewiesen. Und in der Wirtschaftsgeschichte ist das bisher noch niemals lange gut gegangen. Freilich, auch gebundene Währungen stehen unter dem Vorbehalt, daß Menschen die Bindung aufheben, wenn sie meinen, daß dies für sie vorteilhafter ist, als das gegebene Versprechen einzuhalten. Immerhin: Wenn man sich ein künftiges Weltwährungssystem mit dem Dollar als erneuerter Leitwährung vorstellen will, so wäre aus den zuvor schon genannten Gründen eine glaubwürdige Wertbindung des Dollars vermutlich durch keine noch so ernsthaft gemeinte Geldmengenregel zu ersetzen.

### Das EWS

Wir kommen nun zum Europäischen Währungssystem. Ist es – fortentwickelt – geeignet für eine regional begrenzte internationale Währungsordnung nach der Idee des Festkurssystems? Als das EWS gegründet wurde, mußte man – so schien es – noch eher von einem Konzept für ein gemeinsames managed floating sprechen als von einer Art Festkurssystem. Sehr weit reicht schließlich der Änderungsvorbehalt für die Interventionskurse. Immerhin: Man muß dem EWS einen beträchtlichen, vor allem auch weithin nicht erwarteten Erfolg bescheinigen. Ohne alle Euphorie, versteht sich. Das System hatte ja die Faszination des stabilitätspolitischen Erfolgs der Bundesrepublik in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre zum Vater, und dann war es gerade die langjährige Schwäche der D-Mark, die für die konstitutionell schwächeren Partner den mit dem EWS eingekauften Stabilisierungsdruck auf ein erträgliches Maß milderte.

Aber bleiben wir zunächst beim Erfolg! Mit dem EWS ist in geschickter Weise das Maß an Konvergenzzwang und Disziplinierungsdruck ausgeübt worden, das den Teilnehmern unter den gegebenen Bedingungen akzeptabel erschien; es hat in währungspolitisch turbulenten Zeiten einen großen Beitrag geleistet, die innereuropäische Szene von dem Einfluß desorientierter internationaler Kapitalströme weitgehend freizuhalten. Das ist schon eine Menge.

Nach diesem Erfolg ist es vielleicht nicht verwunderlich, daß auf Fortentwicklung gedrängt wird, daß auch die Idee einer europäischen Währungsunion wieder zahlreiche neue Anhänger gefunden hat. Gleichwohl ist zu fragen: Warum kann man das EWS eigentlich nicht loben, ohne es zugleich ändern zu wollen? Es hat sich so bewährt, wie es ist, nicht so, wie manche es jetzt ausdenken.

In Sachen Fortentwicklung ist – ganz in Übereinstimmung mit der offiziellen deutschen Position – allein die Befreiung des europäischen Geld- und Kapitalverkehrs von allen Beschränkungen wirklich dringlich. Dies wäre auch die angemessene Bewährungsprobe für die Fähigkeit der beteiligten Länder, nach und nach mehr monetäre Integration zu verkräften, sprich durch eine diesem Ziel untergeordnete Gesamtwirtschaftspolitik zu fundieren. Es gilt, den Konvergenzzwang allmählich zu verstärken, Rückschritte zu vermeiden, vor allem neue Ausflüge in finanzpolitische Exzesse weniger wahrscheinlich zu machen. Dies erscheint auch realistisch. Hingegen ist die Idee der Schaffung eines echten Festkursystems, der Einrichtung einer zentralbankähnlichen Institution, die dann früher oder später auch eine europäische Währung emittiert, gar der Schaffung einer Währungsunion vorläufig ohne reale Faszination. Die drei Aspekte der Festkursdiskussion sind in Erinnerung zu rufen:

- Von der nötigen Konvergenz der Inflationsraten, jedenfalls von einer sie dauerhaft und verlässlich sichernden Konvergenz der Wirtschaftspolitik, sind wir noch entfernt.
- Es fehlt an einer europäischen Leitwährung. Die D-Mark, die sich hierfür als einzige eignen würde, wird von den Partnern in dieser Rolle nicht akzeptiert.
- Resistenz gegenüber der Möglichkeit massiver Kapitalbewegungen ist nicht erprobt, nicht gesichert.

Die Vorstellung, eine europäische Zentralbank (oder eine ihr ähnliche Einrichtung) könne eine stabile Währung unter die Leute bringen, ist nicht mehr als eine Schimäre, solange die beteiligten Länder nicht je für sich dauerhaft gezeigt haben, daß sie für eine wirklich stabile Währung eintreten wollen und können. Ein einmaliger Stabilisierungserfolg reicht hierfür nicht aus. An einer europäischen Währung mittlerer Schlechtigkeit, die ohne protektionistischen Schutz durch Kapitalverkehrsbeschränkungen zu Lasten überlegener Konkurrenten nicht lebensfähig wäre, besteht kein Bedarf. Es sei wiederholt: Das einzige Land, in dem unter den gegebenen Bedingungen eine stabile europäische Währung verwurzelt werden könnte, ist die Bundesrepublik.

Und auch dies nicht nur, weil es hier eine unabhängige Notenbank gibt, sondern weil diese unabhängige Notenbank und deren Stabilitätspolitik auf einen breiten Konsens in der Bevölkerung gegründet sind. Das Delors zugeschriebene Wort, in der Bundesrepublik glaubten einige an Gott und alle an die Bundesbank, ist daher durchaus mehr als ein *Aperçu*. Was er aber vielleicht anders sieht: Die Stabilitätsvorliebe der Bundesrepublik gehört wirtschaftspolitisch zum Kostbarsten, was wir haben (vermutlich auch: was Europa hat). Es sollte nicht in Betracht kommen, auch nur einen Teil davon auf dem Altar verfrühter Integrationsideen zu opfern.

### Fazit

Fassen wir zusammen! Die Zeit ist nicht reif für größere währungspolitische Reformen, weder in Europa noch in Amerika. Das heißt nicht, daß zu Sorgen kein Anlaß bestünde und also kein Anlaß, immer wieder über mögliche Reformen nachzudenken. Und nicht nur die unbefriedigenden Erfahrungen der vergangenen Jahre drängen dazu. Die Gefahr neuer Turbulenzen ist nicht aus der Welt, zumal wenn man die riesigen ungelösten Probleme bedenkt, die Amerika vor sich her schiebt, von den ungelösten Problemen der überschuldeten Länder ganz abgesehen. Doch all dies sind eben keine Sorgen, aus denen man sich nach Münchhausen-Art, sprich allein durch institutionelle Neuerungen, befreien könnte. In gewisser Weise ist das Gegenteil richtig. Zwar ist das System der flexiblen Wechselkurse mit den Schwierigkeiten der vergangenen Jahre ganz und gar nicht glanzvoll fertig geworden, aber es hat eben auch nicht völlig versagt. Der in vielen Ländern noch mühsame Weg der Stabilisierungsanstrengungen muß weiter beschritten werden. Darin liegt auch ohne institutionelle Neuerungen eine Chance, künftige Wechselkurs-turbulenzen in Grenzen zu halten.

Vielleicht kann man dann in einigen Jahren die Frage nach Alternativen des Währungssystems anders beantworten als heute. Für das Weltwährungssystem mag man zwar auch auf längere Sicht skeptisch sein. Die Vielfalt der wechselnden Gründe für große Kapitalwanderungen in der Welt läßt selbst für den Fall stabilitätspolitisch sehr viel günstigerer Bedingungen als heute zweifeln, ob auf die größere Kapazität zur Verarbeitung von Schocks verzichtet werden kann, die dem System flexibler Wechselkurse nun einmal eigen ist. Die gleiche Skepsis muß aber nicht ebenso für Europa gelten. Hoffnung auf eine Fortentwicklung des EWS kann auch derjenige haben, der heute noch vor allem vor Reformeifer warnt und dazu rät, sich für einen Wandel der europäischen Währungsdinge auf sehr lange Fristen einzurichten.