

Lipfert, Helmut

**Article**

## Limitierte Stufenflexibilität

Kredit und Kapital

**Provided in Cooperation with:**

Duncker & Humblot, Berlin

*Suggested Citation:* Lipfert, Helmut (1970) : Limitierte Stufenflexibilität, Kredit und Kapital, ISSN 0023-4591, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 3, Iss. 3, pp. 260-289, <https://doi.org/10.3790/ccm.3.3.260>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/292648>

**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.*



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

## Limitierte Stufenflexibilität

### Eine Lösungsmöglichkeit für das Wechselkursproblem

Von Helmut Lipfert, Düsseldorf

„Egoismus ist das perspektivische Gesetz der Empfindung, nach dem das Nächste groß und schwer erscheint: während nach der Ferne zu alle Dinge an Größe und Gewicht abnehmen<sup>1</sup>.“ Dieser Satz eines bekannten deutschen Philosophen gilt auch für die Probleme unseres gegenwärtigen Weltwährungssystems. Die geschaffene Ordnung ist weit mehr auf „Altruismus“ ausgelegt, als man anfangs übersehen konnte. Da aber bis heute auch den einzelnen Nationen „das Hemd näher ist als der Rock“, hat — man kann angesichts der Differenziertheit der Nationen sagen — der Zwang zum Egoismus, nämlich die Notwendigkeit, die eigenen Probleme in der Rangordnung höher zu veranschlagen als die internationalen, im gegenwärtigen System eine destruktive Wirkung; denn der Versuch, die selbstgesteckten Plandaten zu realisieren, beeinflusst je nach Konjunkturlage oft in unerwünschter Art und Weise die Entwicklung im Partnerland und verhindert dort die Erreichung der wirtschaftspolitischen Ziele. Eine Währungsordnung, die Volkswirtschaften dazu zwingt, laufend Kompromisse einzugehen und unverschuldet fortwährend Abstriche von den eigenen Zielen zu machen, muß — um die Reibungsverluste zwischen den Nationen auf dem Sektor Wirtschaft zu minimieren — reformiert werden. Wir müssen aus den Fehlern in der Gegenwart und Vergangenheit Nutzen für die Zukunft ziehen. Die in der Kontroverse um gebundene oder freie Wechselkurse, um zu viel oder zu wenig internationale Liquidität, um Auf- bzw. Abwertung der Währungen in den Überschuss- bzw. Defizitländern gemachten Erfahrungen bieten eine breite Basis für eventuelle Neuerungen.

Es ist klar, daß durch eine Reform den Staaten die Möglichkeit gegeben werden muß, mehr ihrem „Egoismus“ entsprechend handeln zu können, ohne auf dem internationalen Parkett als Störenfried angesehen zu werden. Die einzelnen Volkswirtschaften sind noch zu unterschiedlich struk-

---

<sup>1</sup> *F. Nietzsche*, Die fröhliche Wissenschaft, 3. Buch, Werke Bd. 2, München 1966, S. 141, Ziffer 162.

turiert, als daß ihnen eine allzu starke Rücksichtnahme auf die Entwicklungstendenzen anderer zugemutet werden könnte. Ohne in Prophetie abzugleiten, läßt sich so viel über die Zukunft der derzeitigen Währungsordnung sagen: Eine zweite Phase der Auseinandersetzungen und Währungskrisen, wie wir sie 1967 bis 1969 erlebt haben, würde das System wohl nicht überstehen. Ein Auseinanderbrechen der bisher erreichten Integration der Weltwirtschaft und ein Rückfall in den Dirigismus mit seinen unheilvollen Wirkungen auf Wachstum und Wohlstand wären die unvermeidbare Folge.

Ein kurzer Überblick über das Für und Wider der beiden im Prinzip gegensätzlichen Währungsordnungen fester und freier Kurse sowie die Strukturprobleme des Bretton-Wood-Systems soll das Verständnis für den Reformvorschlag einer limitierten Stufenflexibilität erhöhen. Es genügt in diesem Zusammenhang, die wichtigsten Argumente und Probleme aufzuzeigen, da die Abhandlungen über diesen Themenkreis allmählich Bibliotheken füllen, und es nur eines kleinen „Anstoßes“ bedarf, um dem Leser die ganze Diskussion ins Gedächtnis zurückzurufen.

## A. Vor- und Nachteile fester und freier Wechselkurse

### I. Feste Wechselkurse

Das System gebundener Kurse, dem die Goldwährung zugrunde liegt, garantiert relativ stabile Wechselkurse bei voller Konvertibilität. Der Kurs kann nur in den engen Grenzen zwischen dem oberen und dem unteren Goldpunkt schwanken. In einer solchen Ordnung muß sich die Konjunkturpolitik dem Goldautomatismus entsprechend verhalten, d. h. sie darf sich nicht gegen aus dem Ausland zu- bzw. in das Ausland abfließende Liquidität stemmen. Mit anderen Worten: Sie muß auf die Autonomie verzichten. Eine weitere wesentliche Voraussetzung für das Funktionieren des Automatismus ist die Flexibilität der Beschäftigung und der Preise nach oben und unten, eine Bedingung, die heute nirgendwo mehr erfüllt sein dürfte. Ferner darf ein fundamentales Ungleichgewicht nicht zu einem andauernden Liquiditätsabfluß aus einem Land mit einem Handelsbilanzdefizit führen, da der Zwang zu einer ständigen Kontraktionspolitik (s. Großbritannien) für keine Volkswirtschaft längerfristig tragbar ist. Ebenso kann dem Überschußland kein ständiger Liquiditätszustrom mit der Tendenz zur Inflation zugemutet werden. Soll der Anpassungsmechanismus sich voll auswirken können, darf er nicht durch

Zollmauern oder Kontingentierungen im Warenverkehr erschwert werden.

Die Forderung nach Aufgabe einer autonomen Konjunkturpolitik zugunsten einer zahlungsbilanzkonformen Verhaltensweise ist zwar hart, doch hat eine Währungsordnung fester Paritäten modelltheoretisch auch gravierende Vorteile. So wird durch die — über längere Zeiträume gegebene — Minimierung des Wechselkursrisikos der internationale Kapital- und Kreditverkehr intensiviert, wodurch die optimale Faktorverteilung gefördert wird. Durch die volle Konvertibilität bei konstantem Kurs werden außerdem die internationalen Warenströme stärker „fließen“ als in einem System flexibler Kurse. Auch mit einer Konkurrenz der Abwertung, dem Kampf um die schlechteste Währung, wie sie vor dem Zweiten Weltkrieg praktiziert wurde, ist in einem System gebundener Kurse nicht zu rechnen. Schließlich sollte der Verzicht auf die Möglichkeit, autonom antizyklische Maßnahmen zu ergreifen, nicht nur von der negativen Seite aus gesehen werden; denn eine autonome, leichtfertige Inflationspolitik wird in einem Fixkurs-System erschwert, da ein inflationsbedingtes Ansteigen der Inlandspreise ein relatives Sinken der Auslandspreise bedeutet. Bei einem solchen Preisgefälle zum Ausland werden die Warenexporte tendenziell zurückgehen und die Importe zunehmen. Der Goldabfluß, der durch das Handelsbilanzdefizit hervorgerufen wird, zwingt die Notenbank spätestens dann zum Gegensteuern, wenn die vorgeschriebene Golddeckungshöhe der Währung nicht mehr gewährleistet ist.

## II. Flexible Wechselkurse

### 1. Theoretische Diskussion

Da sich in einem System fester Kurse Preissteigerungen in einem Land über die unausgeglichene Leistungsbilanzen auf andere Volkswirtschaften übertragen, ist heute die Mehrzahl der Währungstheoretiker für die Einführung flexibler Kurse. Die Wirkung eines Systems schwankender Wechselkurse ist bisher jedoch fast nur an Modellen durchgespielt worden. Praktische Erfahrungen bei Ländern, die aus dem System fester Paritäten in der Bretton-Woods-Ordnung ausbrachen, sind zwar wertvoll, doch sind sie — darauf soll später noch etwas näher eingegangen werden — unzureichend und lassen nur bedingt auf ein gutes Funktionieren einer Währungsordnung mit freien Kursen schließen.

Ein System flexibler Wechselkurse ist durch volle Konvertibilität bei beweglichem Kurs charakterisiert. Der Kurs bildet sich nach dem Spiel

der Kräfte auf den Devisenmärkten. Die Notenbank interveniert grundsätzlich nicht. Nur im Falle zu starker Kursausschläge ist ihr Eingriff erlaubt und noch als systemkonform zu bezeichnen. Ungleichgewichte in der Zahlungsbilanz, die durch ein Anwachsen bzw. Abnehmen der Devisenreserven im System fester Paritäten angezeigt werden, entstehen in einer Währungsordnung mit frei pendelndem Kurs kaum. Im theoretischen Grenzfall kann ein Währungssystem frei schwankender Kurse sogar ohne Reservepositionen auskommen. Diesem entscheidenden Vorteil steht jedoch eine Anzahl von Risiken gegenüber, die in das Kalkül mit einbezogen werden sollten.

Da im System flexibler Kurse eine autonome Konjunkturpolitik möglich ist, weil Liquiditätsströme von einer Volkswirtschaft zur anderen nicht auftreten, ist der Widerstand wirtschaftspolitisch verantwortlicher Instanzen gegen eine Politik des leichten Geldes eventuell nicht mehr so stark wie im System fester Kurse; denn der Zwang, der durch den Reservenabfluß ausgeübt wurde, entfällt. Allerdings muß zugegeben werden, daß eine anhaltende Verschlechterung des Wechselkurses auch einen gewissen Zwang auf die Wirtschaftspolitiker ausübt, sich antizyklisch zu verhalten, zumal dann, wenn die Volkswirtschaft in hohem Maße von Importen abhängig ist, und die steigenden Importgüterpreise infolge der Wechselkursverschlechterung das inländische Preisniveau weiter erhöhen.

Grundsätzlich muß aber davon ausgegangen werden, daß bei gegebenem Inflationsimpuls die Geldentwertung bei flexiblen Kursen stärker ausfallen kann als bei festen, da im System fixer Kurse eine Inflationsbremse eingebaut ist: „Ein Teil der (wachsenden) monetären Nachfrage wird über steigende Importausgaben ins Ausland gelenkt, während über die normalerweise sinkenden Exporterlöse der Zustrom von monetärer Nachfrage des Auslandes ins Inland abnimmt. Bedeutet also die Passivierung der Leistungsbilanz eine Minderung des Drucks der monetären Nachfrage nach Inlandsgütern, so wird andererseits aus der normalerweise zu erwartenden Reduktion des Exportvolumens und der Erhöhung des Importvolumens das im Inland verfügbare Gütervolumen zunehmen, so daß die Inlandsinflation von zwei Seiten her gebremst wird<sup>2</sup>.“

Für den Außenhandel bedeutet ein flexibler Kurs ein zusätzliches Risiko bzw. eine Kostensteigerung für die Kurssicherung im Vergleich zu „ruhigen Zeiten“ ohne Paritätsänderungsgerüchte bei fixen Wechselkursen.

---

<sup>2</sup> H. Timm, Das Wechselkursproblem, in: Weltwirtschaftliche Probleme der Gegenwart (Schriften des Vereins für Socialpolitik), N. F., Bd. 35, Berlin 1965, S. 123 f.

Sollten die Kursschwankungen sehr ausgeprägt sein, weil die Notenbanken auf jegliche Intervention verzichten, so sind Auswirkungen auf die internationale Arbeitsteilung wahrscheinlich.

Der langfristige Kapitalverkehr könnte im Falle flexibler Wechselkurse weniger intensiv sein. Im Vergleich zum gegenwärtigen Bretton-Woods-System besteht jedoch kaum ein Nachteil für die langfristigen Kapitalströme; denn über lange Zeiträume hinweg muß auch in der geltenden Ordnung mit *starken* Kursschwankungen gerechnet werden. Auf den kurzfristigen Kapitalverkehr, zu dem die Spekulationsgelder, das sogenannte „hot money“, zählen, kann die Einführung flexibler Kurse nachhaltige Auswirkungen haben. Die Spekulation wird bei den heute hochentwickelten Devisenmärkten ein breiteres Aktionsfeld vorfinden. Vermutlich wird die destabilisierende Spekulation sich deshalb in stärkerem Maße störend bemerkbar machen.

Es ist nicht von der Hand zu weisen, daß das Modell freier Kurse auf den ersten Blick, wegen der Möglichkeit, eine autonome Wirtschaftspolitik zu betreiben, dem gebundener Kurse vorzuziehen ist. Durch Einpendelung des Währungsaustauschverhältnisses auf dem freien Markt sind zwar Währungsreserven weitgehend überflüssig, doch wird die Annahme ausgeglichener Leistungsbilanzen nur dann den Tatsachen entsprechen, wenn ganz bestimmte Bedingungen erfüllt sind; „denn der Wechselkurs, der den Leistungsverkehr angleicht, ist nicht der Gleichgewichtskurs des Gesamtaußenverkehrs<sup>3</sup>.“ „Freie Wechselkurse könnten den Ausgleich der Leistungsbilanzen allenfalls dann garantieren, wenn nicht nur die Elastizitäten an den Import- und Exportmärkten inverse Reaktionen ausschließen (diese Bedingung mag in vielen Fällen noch erfüllt sein), sondern außerdem der Einfluß des internationalen Kredit- und Kapitalverkehrs auf die Devisenkurse durch Devisenbewirtschaftung wirksam ausgeschaltet werden und der Einfluß dieses internationalen Kreditverkehrs auf die Finanzierungsbedingungen . . . außer Betracht bleiben könnte<sup>4, 5</sup>.“

Timm hat anhand eines Gleichungssystems sogar nachgewiesen, daß selbst im Fall ausgeglichener Leistungsbilanzen der sogenannte „Abschließungseffekt“ eines Systems freier Kurse zwar stärker als bei festen Kursen, trotzdem aber unvollkommen ist<sup>6</sup>. Eine vollkommene Abschließung

<sup>3</sup> O. Veit, Grundriß der Währungspolitik, Frankfurt/Main 1969, S. 788.

<sup>4</sup> W. Stützel, Volkswirtschaftliche Saldenmechanik, Tübingen 1958, S. 199 f.

<sup>5</sup> Vgl. auch W. Stützel, Mehr Autonomie durch Flexibilität?, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 8. 12. 1969.

<sup>6</sup> H. Timm, a.a.O., S. 129 ff.

— gemessen an dem Vergleich der Veränderung des Realeinkommens — würde nach seiner Untersuchung bei kurzfristiger Betrachtung in folgenden Fällen eintreten:

- a) „Wenn die Elastizität des Anteils, den die Inländer von ihren Gesamtausgaben auf den Kauf der im Inland produzierten Güter verwenden, in bezug auf die terms of trade einen ganz bestimmten Wert hat . . .
- b) Wenn die ausländische monetäre Nachfrage sich bei totaler Vollbeschäftigung im Ausland erhöht . . .
- c) Wenn die Annahme aufgegeben werden würde, daß die Konsumausgaben der Inländer (auch) von ihren Realeinkommen abhängen<sup>7</sup>.“

Während bei Timm die Wirkung von Veränderungen des Realeinkommens des Auslandes auf das Inland bei flexiblen Kursen im Mittelpunkt der Analyse steht, untersucht Westphal<sup>8</sup> die internationale Ausbreitung von Preissteigerungen im System frei schwankender Kurse. Auch hier ergibt sich keine vollkommene Abschließung vor Preiserhöhungen des Auslandes. Westphal kommt bei seinen Modellen — bei denen er auf die Analyse von B. Hansen zurückgreift — zu dem Ergebnis, daß unter durchaus plausiblen Parameterkonstellationen es infolge einer ausländischen Inflation zu einem allgemeinen Preisanstieg im Inland kommt.

## 2. Das kanadische Beispiel

Das einzige hochentwickelte Land mit weltwirtschaftlicher Bedeutung, das nach der Schaffung des Bretton-Woods-Systems zu flexiblen Kursen übergegangen ist, war Kanada. Wenn überhaupt, dann können nur seine Erfahrungen eine Vorstellung von der Funktionsfähigkeit einer Währungsordnung frei schwankender Kurse geben.

Kanada entschloß sich im September 1950 zur Einführung freier Wechselkurse. „The main purpose was to restrain a heavy inflow of capital, especially of speculative capital and mainly from the United States. This inflow, which had become especially great in 1950, was adding to the money supply and tending to depress interest rates, thus augmenting inflation.“ Aber „even a flexible exchange rate had not given Canada freedom in its internal monetary policy“<sup>9</sup>; denn auch nach der Freigabe

<sup>7</sup> H. Timm, a.a.O., S. 130 f.

<sup>8</sup> U. Westphal, Die importierte Inflation bei festem und flexiblem Wechselkurs, Kieler Studien, Bd. 87, Tübingen 1968, S. 65 ff.

<sup>9</sup> M. G. de Vries, Fluctuating Exchange Rates, in: The International Monetary Fund 1945—1965, Volume II, Washington 1969, S. 159/164.

der Kurse „hielt der Zustrom des US-Kapitals nach Kanada an . . . Es zeigte sich dabei ein enger Zusammenhang zwischen dem Zustrom langfristigen Kapitals, der kanadischen Investitionstätigkeit und dem Defizit der Handelsbilanz. Immer wenn der Kapitalimport zunahm, wuchsen auch die Investitionen, da es sich dabei meist um Direktinvestitionen US-amerikanischer Gesellschaften . . . handelte. Die hieraus resultierende Steigerung des kanadischen Volkseinkommens induzierte eine Vermehrung der Warenimporte und vergrößerte damit das Defizit der kanadischen Leistungsbilanz. Da beide Vorgänge in entgegengesetzter Richtung auf den Wechselkurs wirken, war ihr Nettoeinfluß auf diesen gering<sup>10</sup>.“

Das praktische Beispiel Kanadas zeigt deutlich, daß die Annahme ausgeglichener Leistungsbilanzen bei flexiblen Kursen unrealistisch ist. Im übrigen kann die Entwicklung in Kanada aus drei Gründen nicht als repräsentativ für das Maß der Funktionsfähigkeit eines Systems freischwankender Kurse angesehen werden:

- a) Die Erfahrungen, die ein einzelnes Land mit flexiblen Kursen gemacht hat, lassen sich nicht ohne weiteres auf die Gesamtheit der IWF-Mitglieder übertragen<sup>11</sup>.
- b) Wegen der engen Verflechtung der kanadischen Wirtschaft mit der US-amerikanischen<sup>12</sup> muß das kanadische Beispiel als Sonderfall angesehen werden.
- c) Die Wechselkursfreigabe Kanadas kann nur aus der Zeit heraus beurteilt werden. Zu den damals wichtigen konvertiblen Währungen zählten 1950 nur der US-Dollar, der kanadische Dollar und der Schweizer Franken. Die Devisenmärkte waren nach den Jahren der Devisenbewirtschaftung noch nicht voll funktionsfähig.

### 3. Der direkte internationale Preiszusammenhang

Wir haben gesehen, daß das System flexibler Kurse keine vollkommene Abschließung zu anderen Volkswirtschaften gewährleistet. Nach einer „modernerer Lehre“ werden aber noch andere gemachte Annahmen in der

<sup>10</sup> A. Stobbe, Kapitalbewegungen als Störungsfaktor im herrschenden Währungssystem, in: *Weltwirtschaftliche Probleme der Gegenwart* (Schriften des Vereins für Socialpolitik), N. F., Bd. 35, Berlin 1965, S. 74 f.

<sup>11</sup> Vgl. O. Veit, a.a.O., S. 793.

<sup>12</sup> Vgl. J. Rohwedder, Untersuchungen über Zahlungsbilanzprobleme bei Stufenflexibilität und freier Flexibilität der Wechselkurse, Kieler Studien, Bd. 101, Tübingen 1969, S. 57 ff.



volkswirtschaftlichen Theorie angezweifelt. So hat Stützel darauf verwiesen, „daß die Höhe der Gesamtausgaben und des Preisniveaus, wenn sie überhaupt durch monetäre Einflüsse determiniert sein sollten, eben nicht durch die Stärke des Zentralbankgeldzustroms zu den Banken (bei aktiver Leistungsbilanz; Anm. d. Verf.) determiniert wird, sondern viel eher dadurch, inwieweit die Banken den ihnen an sich gegebenen Krediterschöpfungsspielraum überhaupt ausnutzen, und inwieweit die Nichtbanken die Umlaufgeschwindigkeit der ihnen aus den Bankkrediten zuströmenden Zahlungsmittel . . . längerfristig anlegen. Und das wiederum bedeutet, daß die Notenbank eben keinswegs jenen rein quantitativ-mechanischen Einfluß auf die Höhe der Gesamtausgaben ausüben kann, wie er durch die landläufige Theorie . . . vorgeführt wird“<sup>13</sup>. Nicht über die Leistungsbilanz wird die Inflation auf andere Volkswirtschaften übertragen, sondern „der wesentliche Inkubationsweg liegt vielmehr . . . auf ganz anderer Ebene, nämlich ganz schlicht in der preisnivellierenden Kraft des Marktes, also schlicht darin, daß die deutschen Unternehmer angesichts der Weltpreislage im Export ansehnlich hohe Preise erlösen und im Import verhältnismäßig hohe Preise zahlen mußten . . . Die unmittelbaren Preiseffekte, die ein leicht steigendes Auslandspreisniveau via Markt auf das Inlandspreisniveau ausübt, das . . . sind die Vehikel, auf denen wir die schleichende Weltinflation in die Bundesrepublik importierten . . . Diese unmittelbaren Preiseffekte, die auf der nivellierenden Kraft der Konkurrenz beruhen, schlagen aller Erfahrung nach auch bei Ländern durch, die überhaupt keine aktive Leistungsbilanz, sondern eine passive Leistungsbilanz haben“<sup>14</sup>.

Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung — dem damals auch W. Stützel angehörte — hat in seinem Jahresgutachten 1966 formuliert: „Daß aber der Anschluß an das internationale Inflationstempo wieder hergestellt worden wäre, und zwar ziemlich rasch, weil der internationale Preiszusammenhang sich bei unbehindertem Handel mehr und mehr direkt auf den internationalen Märkten realisiert, wo Angebot und Nachfrage konkurrierender Unternehmen sich treffen, und nicht vor allem auf dem Umweg über Zahlungsbilanzüberschüsse oder Defizite — wie eine unpassend gewordene Theorie es unentwegt vorschreiben möchte —, lehren alle Erfahrungen der letzten zehn Jahre . . . Nur der direkte internationale Preiszusammenhang erklärt,

---

<sup>13</sup> W. Stützel, Ist die schleichende Inflation durch monetäre Maßnahmen zu beeinflussen?, in: Beihefte der Konjunkturpolitik, Heft 7, Berlin 1960, S. 15.

<sup>14</sup> W. Stützel, a.a.O., S. 29 f.

warum sich der internationale Inflationstrend auf das heimische Preisniveau auch bei Zahlungsbilanzdefiziten überträgt<sup>15</sup>.“

Die Theorie des direkten internationalen Preiszusammenhangs ist in der Zwischenzeit modifiziert worden. „Natürlich muß eine Vermehrung der Geldmenge (im Falle von Leistungsbilanzüberschüssen) nicht zu einer gleich großen Steigerung der monetären Gesamtnachfrage führen, doch kann man noch viel weniger von vornherein die Möglichkeit oder vielmehr die Wahrscheinlichkeit einer Erhöhung der monetären Gesamtnachfrage als Folge der Geldmengenvermehrung leugnen. Schließlich ist nicht einzusehen, warum als Folge der durch die Außenhandelsüberschüsse bedingten Geldmengenvermehrung plötzlich eine vermehrte Kassenhaltung die Ausdehnung der monetären Gesamtnachfrage verhindern soll. Genau diese Zwangsläufigkeit in der Kausalkette Außenhandelsüberschüsse — Geldmengenvermehrung — erhöhte Kassenhaltung wäre hier aber zu beweisen, sonst erscheint das erhöhte Liquiditätsbedürfnis zu sehr als *deus ex machina*<sup>16</sup>.“ Ferner muß berücksichtigt werden, daß eine Inflation ohne Kreditschöpfung nicht in Gang gehalten werden kann. Die Theorie des direkten internationalen Preiszusammenhangs kann also weder „allein die Anpassung an das Inflationstempo im Ausland erklären noch die Wirkungen negieren, die nach der ‚konventionellen Theorie‘ von den monetären Einflüssen der Außenhandelsüberschüsse ausgehen. Beide Theorien schließen sich also nicht aus, sondern bilden eine Synthese bei der Erklärung der internationalen Ausdehnung der Inflation“<sup>17</sup>. Hat die Theorie des direkten internationalen Preiszusammenhangs im Falle eines Leistungsbilanz-Überschusses in gewissen Grenzen ihre Berechtigung, so wird sie von Issing bei einem Leistungsbilanz-Defizit als Erklärungsgrund für Inflationsübertragungen abgelehnt<sup>18</sup>. — Soweit die theoretische Auseinandersetzung.

Mitte 1969 hat die Berliner Bank die Frage untersucht, ob die Exportüberschüsse der Bundesrepublik Deutschland eine Folge des internationalen Preisgefälles sind. Sie kommt aufgrund statistischen Materials zu dem Ergebnis: „Weder die Entwicklung der für den westdeutschen . . . Export relevanten Binnenpreise noch die Exportpreisentwicklung selbst

<sup>15</sup> Jahresgutachten des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 1966, Ziffer 207/208.

<sup>16</sup> O. Issing, Die Theorie des direkten internationalen Preiszusammenhangs, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 181, Stuttgart 1967/68, S. 294.

<sup>17</sup> O. Issing, a.a.O., S. 295.

<sup>18</sup> Vgl. O. Issing, a.a.O., S. 296.

stützen . . . die . . . These, daß Ausfuhrwachstum und Ausfuhrüberschüsse hauptsächlich auf Preisdifferenzen zwischen der Bundesrepublik und ihren wichtigsten Partnerländern zurückzuführen seien. Andererseits bestätigten mehrere Indizien die Richtigkeit der . . . Gegenthese, daß nämlich die Ausfuhr . . . eher dem Sog der internationalen Nachfrage folge<sup>19</sup>.“ In einer Gegendarstellung hat die Deutsche Bundesbank klargestellt: „Mit der konjunkturellen Entwicklung läßt sich . . . die ungewöhnliche Höhe und Dauer des deutschen Außenhandelsüberschusses kaum begründen. Vom Konjunkturgefälle her müßte die Bundesrepublik fallende Überschüsse haben . . . Zur Erklärung der hartnäckigen deutschen Überschußposition muß daher in erster Linie die Preisentwicklung zwischen der Bundesrepublik und dem Ausland in den letzten zwei bis drei Jahren herangezogen werden<sup>20</sup>.“ W. G. Hoffmann hat in diesem Zusammenhang einmal die Wahl des Beurteilungskriteriums seitens der Berliner Bank (Grundbilanz), zum anderen den betrachteten Zeitraum kritisiert<sup>21</sup>. Womit einmal mehr bewiesen ist, daß man mit Statistiken vieles aussagen kann.

### III. Strukturprobleme des Bretton-Woods-Systems

Nach der Betrachtung der Modelle fester und flexibler Kurse soll nun die gegenwärtige Währungsordnung kurz analysiert werden.

In den Jahrzehnten vor dem Ersten Weltkrieg gab es keine Zahlungsbilanzprobleme, da das Goldwährungssystem, das währungspolitische Pendant des Freihandels, für einen automatischen Ausgleich sorgte. Die damalige Währungsordnung wurde weder vom Wechselkursproblem noch von der Diskussion über ein Zuviel oder Zuwenig an internationaler Liquidität erschüttert. Wir haben gesehen, daß dafür allerdings ein hoher Preis gezahlt werden mußte: Der Verzicht auf eine nationale Konjunkturpolitik mit ihren unerfreulichen Begleiterscheinungen der Arbeitslosigkeit, der wirtschaftlichen Stagnation oder gar Rezession, die die sozialen Unterschiede noch verschärften, und die über den Außenhandel induzierten Preissteigerungen. Alles Erscheinungen, die wir meistens vergessen, wenn wir heute von den „guten alten Zeiten“ sprechen.

---

<sup>19</sup> Berliner Bank, Sind die deutschen Exportüberschüsse Folge eines internationalen Preisgefälles?, in: Mitteilungen für den Außenhandel, Nr. 6/1969, S. 5.

<sup>20</sup> Deutsche Exportüberschüsse und internationales Preisgefälle, in: Auszüge aus Presseartikeln der Deutschen Bundesbank, Nr. 62 vom 21. August 1969.

<sup>21</sup> W. G. Hoffmann, Der „eingebildete Kranke“, in: Der Volkswirt, Nr. 33/24 vom 15. 8. 1969.

Der Erste Weltkrieg und in seiner Folge die Inflationen, vor allem aber das Streben der Nationen nach einer autonomen, nicht zahlungsbilanzorientierten Wirtschaftspolitik, haben die Vergoldung der Vorkriegszeit schnell abgewaschen. Das Streben nach Autarkie und der Bilateralismus fügten der internationalen Arbeitsteilung und damit dem allgemeinen Wohlstand schweren Schaden zu. Auf der „Währungs- und Finanzkonferenz der Vereinten Nationen“, die im Juli 1944 in Bretton Woods das Abkommen über den IWF beschloß, waren sich die Beteiligten deshalb darüber im klaren, daß eine neuartige — institutionalisierte — internationale Währungsordnung geschaffen werden mußte, die einen möglichst vollwertigen Ersatz für die Regeln des Goldstandards zu bieten vermochte. Das bedeutet auf jeden Fall feste Wechselkurse, denn sie entsprachen nach damaligen Erfahrungen und Vorstellungen den Bedürfnissen einer neu zu integrierenden Weltwirtschaft.

Wäre dem Keynes-Plan in Bretton Woods ein größeres Gewicht beigegeben worden, hätten manche Krisen des Währungssystems seit 1944 vermieden werden können. Zwar hat das geschaffene System nach dem Zweiten Weltkrieg einen zuvor nicht für möglich gehaltenen Aufschwung des Welthandels ermöglicht, doch deutet das zunehmende Managing des internationalen Währungssystems darauf hin, daß die 1944 geschaffene Ordnung ohne Reform der zunehmenden weltwirtschaftlichen Verflechtung und den daraus resultierenden Problemen nicht mehr voll gerecht werden kann. Zu den Strukturschwierigkeiten des Bretton-Woods-Systems kommt hinzu, daß ein handelspolitisches Korrelat (z. B. Havanna-Charta) zum IWF fehlt. Eine globale internationale Wirtschaftsordnung existiert also nicht, wodurch die Effektivität der bisher realisierten Teilbereiche gehemmt wird<sup>22</sup>.

Im Zeitablauf kristallisierten sich drei Struktur-„Fehler“ heraus: das Problem der internationalen Liquidität als Folge der Goldknappheit, das Vertrauensproblem im Zusammenhang mit der Rolle der Leitwährungen und das Anpassungsproblem als Folge der festen Paritäten.

Die Einflußnahme des Menschen auf Vorgänge, die vor wenigen Jahrhunderten noch fatalistisch als gottgesandtes Schicksal angesehen wurden, liegt in der rationalistischen Entwicklung begründet, die der menschliche Geist gerade in den letzten Jahrhunderten genommen hat. Wieweit der Rationalismus das Geistesleben des Abendlandes und der Welt inzwischen beeinflusst hat, zeigt sich in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts u. a. daran, daß nun auch das Geld- und Währungswesen von ihm durchdrun-

---

<sup>22</sup> Vgl. A. Predöhl, Außenwirtschaft, Göttingen 1949, S. 225 ff.

gen wird. Fast drei Jahrtausende war eines unbezweifelt wie ein göttliches Tabu: die Erhabenheit des Goldes und seine ideale Eignung als Währungsmetall. Unserem Jahrhundert blieb es vorbehalten, die rationalistisch-kritische Sonde auch an das Währungsgold zu legen und es auf Funktion und Tauglichkeit zu prüfen. Allerdings zeigte sich dabei, daß ökonomische Erkenntnis allein noch keineswegs genügt, um die Teufel und Geister auszutreiben, die seit Urzeiten in das Gold hineingeheimnist worden sind. So stehen wir auch heute noch vor der von Keynes gezeißelten paradoxen Erscheinung, daß auf der einen Seite der Erde das Gold unter großen Mühen aus dunklen Tiefen geborgen und nach einigen Reinigungs- und Bearbeitungsprozessen registriert, gewogen und gestempelt auf der anderen des Globus wieder unter die Erde versenkt wird. „Wenn Keynes nur der Fellow of Kings College in Cambridge gewesen wäre und nicht auch der Politiker, der England bei den Verhandlungen mit den Amerikanern vertrat, wer weiß, vielleicht hätte er in seinem Plane vorgeschlagen, das Gold über Bord zu werfen . . . Aber der verantwortliche Politiker Keynes wußte sehr wohl, daß er den Amerikanern die Entwertung ihrer Goldbestände und den goldproduzierenden Dominions des englischen Empire die Entwertung des dann nur für den Industriebedarf verwendbaren Goldes nicht zumuten dürfte<sup>23</sup>.“ (Wie die Spaltung des Goldmarktes beweist, wäre eine Entwertung der Goldbestände nicht eingetreten.)

War der Einfluß des Goldes auf die wirtschaftliche Entwicklung schon im Dold-Devisen-Standard von 1925 durch das faktische Handeln der Zentralbanken eingeschränkt worden, so erfolgte eine weitere Einengung seines Wirkungskreises im Bretton-Woods-Abkommen. Die Währungsparität eines Mitgliedes wird zwar in Gold als dem gemeinsamen Maßstab ausgedrückt, jedoch steht es den Mitgliedern auch frei, ihre Parität in US-Dollar zu fixieren. Befürworter eines goldfreien Weltwährungssystems sprechen aufgrund dieser Bestimmung schon von einem Dollarstandard mit einer Art Goldklausel. Dies ist sicherlich eine sehr extreme Formulierung, aber es kann kein Zweifel daran bestehen, daß sich mit diesem Abkommen das Schwergewicht des internationalen Währungssystems stärker von der Goldkomponente auf die Devisenkomponente verlagert hat. Dieser Trend ist mit der Schaffung der Sonderziehungsrechte fortgesetzt worden. Der Mangel an internationaler Liquidität scheint mit dem Entmythologisierungprozeß des Goldes im Rahmen des Währungssystems und durch die Sonderziehungsrechte einer Lösung zugeführt

---

<sup>23</sup> H. Höpker-Aschoff, Geld und Währungen, Stuttgart 1948, S. 157.

worden zu sein, so daß eine „Goldfinger-Neurose“ in irgendeinem Land die Währungsordnung in keine Krise mehr stürzen wird.

Auf das Vertrauensproblem im Zusammenhang mit der Rolle der Leitwährungen näher einzugehen, würde in diesem Rahmen zu weit führen. So viel soll genügen, daß das Vertrauen in die Leitwährungen sich durch eine konsequente Wirtschaftspolitik und im Falle des US-Dollars außerdem durch die Bemühungen zur Beendigung des Vietnam-Krieges wieder etwas gefestigt hat.

Ungelöst ist dagegen noch das Anpassungsproblem. In diesem Zusammenhang kann die Frage nach der besten Lösung nur beantwortet werden, wenn vorher geklärt wird, ob der binnenwirtschaftlichen oder der außenwirtschaftlichen Stabilität die Priorität eingeräumt werden soll. „Solange man mit weiteren ausländischen Preissteigerungen rechnen muß, kann von zwei Dingen allenfalls eines versprochen werden, entweder Konstanz des Binnenpreisniveaus oder Konstanz der Wechselkurse. Wer angesichts dieser Zusammenhänge den deutschen Bürgern beides verspricht, gibt ein Versprechen ab, von dem von vornherein klar ist, daß er es nicht wird einlösen können<sup>24</sup>.“ Wenn die Verteidigung der Preisniveaustabilität nicht nur mehr ein Lippenbekenntnis der deutschen Wirtschaftspolitiker ist, sollte die Konsequenz aus dieser Binsenwahrheit klar sein.

Das Ausmaß der Devisenspekulationen, wie sie in den letzten Jahren das internationale Währungssystem periodisch erschütterten, ist dem System fixierter Paritäten mit Großstufenanpassung bei fundamentalen Ungleichgewichten immanent. Wäre die Möglichkeit zu einer Paritätsänderung im Bretton-Woods-Abkommen nicht an das Vorhandensein eines fundamentalen Ungleichgewichts gebunden, sondern schon bei geringen Ungleichgewichten erlaubt und praktizierte Währungspolitik, dann würde das System wesentlich stabiler sein.

Aber selbst bei fundamentalen Ungleichgewichten können sich die zuständigen politischen Instanzen nur schwer zu einer Wechselkursänderung, der noch immer das Odium einer mißlungenen Wirtschaftspolitik anhängt, entschließen. Dies gilt zwar in erster Linie für Abwertungen, aber auch Aufwertungen werden mit dieser Geständnis-Furcht — bewußt oder unbewußt — solange wie möglich hinausgezögert. Ein Beispiel für diese verfehlte „Verzögerungstaktik“ bildet die deutsche Wirtschaftspolitik in den Jahren 1968 und 1969.

---

<sup>24</sup> Jahresgutachten 1966 des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Ziffer 282.

Das stärkste Argument für feste Wechselkurse ist m. E., daß sie den internationalen Handel auf eine feste, sichere Grundlage stellen und damit die Integration der Weltwirtschaft fördern. Doch wie so vieles in historischen Prozessen einen hoffnungsvollen Beginn, eine funktionale Hochzeit, einen Kulminationspunkt und einen Niedergang hat, so gilt das auch für das Instrument fester Paritäten. Der Kulminationspunkt, bis zu dem diese festen Paritäten die Integration der Weltwirtschaft nach dem Zweiten Weltkrieg gefördert haben und von dem ab sie den erreichten Integrationsgrad wieder gefährden, dürfte inzwischen überschritten sein, wie der Rückfall zu dirigistischen Praktiken verschiedener Länder in den letzten Jahren anzeigt. Wenn die festen Paritäten also durchaus gut waren, einen Prozeß der weltwirtschaftlichen Integration zwischen den zerstörten und isolierten Nationalwirtschaften der Nachkriegszeit herbeizuführen, so sind sie doch untauglich, den erreichten Integrationsstand auch zu halten, geschweige denn, ihn weiter zu erhöhen. Das sind Tatsachen, die man zwar bedauern kann, nichtsdestoweniger aber zur Kenntnis nehmen und bei wirtschafts- und währungspolitischen Entscheidungen in Rechnung stellen muß.

Die Ursache, daß das Festhalten an fixierten Paritäten in letzter Zeit Schritte in Richtung Dirigismus erzwang, lag — so paradox sich dies anhört —, in dem inzwischen erreichten Grad weltwirtschaftlicher Integration, bei dem die einzelnen am Welthandel teilnehmenden Nationen in hohem Maße voneinander abhängig sind, während sie unmittelbar nach dem Kriege noch weitgehend ein separatistisches Dasein führten. Die festen Wechselkurse waren in der desintegrierten Weltwirtschaft der Nachkriegszeit also durchaus ein geeignetes Mittel, die Re-Integration herbeizuführen.

Mit anderen Worten: Die fixen Paritäten sind im strengen Sinn kein systemimmanenter Fehler der gegenwärtigen Währungsordnung. Das würde die Bretton-Woods-Konstruktion als in sich unlogisch disqualifizieren; die Krisen rühren vielmehr daher, daß die einzelnen Mitglieder dieses Ordnungsbündnisses nicht bereit sind, sich des Systems und seiner Regulatoren auch sach- und zeitgerecht zu bedienen. Dies aber ist erforderlich, wenn Fehlentwicklungen verhindert oder korrigiert und Fehlanspassungen ausgeschlossen werden sollen. So haben sich z. B. die Franzosen, die Engländer und auch die Amerikaner in den letzten Jahren an Inflationsraten von 4 % p. a. und mehr durchaus gewöhnt, während in der Bundesrepublik wegen der Erfahrung der Deutschen mit Inflationen schon geringere Geldentwertungssätze eine sehr bedenkliche Stimmung im Volke herbeiführen. Die deutsche Öffentlichkeit ist stabilitätsbewußter als

die anderer Länder, ohne daß dies jedoch in der Währungspolitik schon seinen adäquaten Niederschlag gefunden hätte.

Es scheint nun aber, daß auch andere Länder, vor allem die USA, der Notwendigkeit einer stabilitätsbetonten Wirtschaftspolitik politisch eher Rechnung tragen werden, wie beispielsweise die Wirtschaftsbotschaft Präsident Nixons an den Kongreß vermuten läßt. Das „magische Viereck“ wird demnach mehr und mehr durch eine Priorität konkretisiert, und zwar dadurch, daß es zur „magischen Pyramide“ ausgestaltet und der Stabilität des Preisniveaus die Pyramidenspitze zugewiesen wird, während das wirtschaftliche Wachstum, die Vollbeschäftigung und das außenwirtschaftliche Gleichgewicht einander gleichgewichtig in der Pyramidenbasis angesiedelt werden.

Bei freier Konvertibilität der Währungen und bei fixen Wechselkursen wird eine Volkswirtschaft jedenfalls von den Inflationsschüben anderer Länder infiziert. Das einzige Mittel, das unser derzeitiges Weltwährungssystem gegen eine solche Infektion zur Verfügung stellt, ist die Wechselkursänderung, doch das nur unter gewissen Beschränkungen und Bedingungen. Denn die Änderung der Parität wird nur im Falle eines fundamentalen Ungleichgewichtes für vertretbar gehalten. Ein gewisser Handlungsspielraum ist jedoch dadurch gegeben, daß die IWF-Mitglieder ihre Paritäten bis zu  $\pm 10\%$  der ursprünglich mit dem Fonds festgelegten Parität verändern könne, ohne dazu die vorherige Genehmigung des Fonds einholen zu müssen. Die schweren Anpassungsprobleme der letzten Jahre haben sich allerdings nicht etwa dadurch ergeben, daß die Fonds-Statuten zu starr gehandhabt worden wären, sondern dadurch, daß sich die Politiker bei Wechselkurskorrekturen so außerordentlich schwer tun, weil sie den Außenwert der Währung mit dem nationalen, eventuell sogar mit dem persönlichen Prestige, identifizieren. Die oft schmerzliche Zäsur, die durch eine plötzliche Paritätsänderung in der wirtschaftlichen Entwicklung verursacht wird, macht eine solche einmalige Maßnahme allerdings nicht sehr populär; denn „die Weltinflation führt . . . zwischen den Aufwertungsterminen dazu, daß der Export allmählich auf Kosten des Inlandsabsatzes zunimmt. Die Wirtschaft wird so zu einem auf die Dauer unerträglichen und unsinnigen rhythmischen Wechsel ihrer Absatzmärkte veranlaßt. Je länger der Zeitraum zwischen den Aufwertungsterminen ist, je größer daher der Aufwertungssatz jeweils sein muß, um so heftiger wird dieser Rhythmus“<sup>25</sup>.

<sup>25</sup> F. A. Lutz und E. Sohmen, Wie kann sich ein Land der importierten Inflation entziehen?, in: Jahresgutachten des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 1964/65, S. 173.



Entgegen der später praktizierten Regelauslegung hat Keynes in seiner Rede im britischen Oberhaus am 23. Mai 1944 die Bestimmungen des Bretton-Woods-Abkommens viel stärker in Richtung Autonomie und Flexibilität interpretiert. Eine solche Auslegung ist bei der oft nicht klaren Ausdrucksweise in den Statuten auch durchaus möglich. An der Abneigung der meisten Staaten, eine Veränderung des Wechselkurses ihrer Währung vorzunehmen, wird jedoch deutlich, warum sich inzwischen der integrationsfördernde Segen fester Paritäten in einen desintegrations-, dirigismus- und inflationsfördernden Fluch verwandelt hat. Was nach den Forderungen zwar unveränderlich sein soll, in Wirklichkeit jedoch veränderlich ist, muß sich notwendigerweise als eine fast ständige Quelle der Unruhe, ja sogar des Mißtrauens in den Wirtschaftsbeziehungen zwischen den Völkern und als ein starker Risikofaktor in den Dispositionen der ex- und importierenden Unternehmen erweisen.

### B. Erfordernis eines Kompromisses

Es bedarf keiner prophetischen Fähigkeiten für die Feststellung, daß beispielsweise die Bundesrepublik bei anhaltender Preisdisparität zum Ausland und erneut zu hohen Überschüssen der Handelsbilanz in einigen Jahren wieder vor dem Dilemma einer Aufwertung stehen wird. Unter diesem Vorzeichen muß unsere gegenwärtige Währungsordnung, die schon einen gewissen Kompromiß zwischen dem Postulat fixer und flexibler Kurse darstellt — wobei allerdings die Wechselkursstabilität zu stark betont wurde —, in Richtung einer größeren Flexibilität reformiert werden, wenn sie in Zukunft nicht von Flutwellen der Spekulation erschüttert werden soll; denn in Abwandlung von Platon scheint für eine Währungsordnung fester Paritäten, „welche nicht Gott, sondern ein Sterblicher lenkt (zu gelten), daß es für diese keine Rettung von Unheil und Mühsalen gibt“<sup>26</sup>. Das Bretton-Woods-System erhält bei der augenblicklichen Lage die Eigenart eines Ideals, das in seiner Reinheit nicht erfüllt werden kann, aber doch „in die Welt des Irrtums als Richtmaß hineinleuchtet“<sup>27</sup>.

Selbstverständlich sollte es jedem eine Reform der Währungsordnung anstrebenden Wirtschaftswissenschaftler bewußt sein, daß kein vollkommen funktionierendes System geschaffen werden kann. Bei den Reformbestrebungen geht es deshalb nicht um die absolut beste Funktionsweise,

---

<sup>26</sup> Platon, *Nomoi*, 4. Buch, 713 e.

<sup>27</sup> J. Hirschberger, *Geschichte der Philosophie*, Bd. I, Basel, Freiburg, Wien 1965, S. 139.

sondern um die bestmögliche. Niemand wird wohl ernsthaft behaupten wollen, daß unser gegenwärtiges Währungssystem heute noch von der praktischen Anwendung her das non plus ultra ist.

Sicherlich, die wirtschaftswissenschaftliche Forschung hat die anfängliche Euphorie über die als „Rettungsboje“ angesehene Ordnung frei schwankender Kurse gedämpft. Wir hatten gesehen, daß auch völlig flexible Wechselkurse keine vollkommene Abschließung garantieren. Trotzdem dürfte eine Reform in Richtung Flexibilität nachhaltig positive Wirkungen haben. Allerdings muß in diesem Zusammenhang der Auffassung zugestimmt werden, „je weniger . . . die Reformmöglichkeiten genutzt und etwas völlig Neuartiges für unerläßlich gehalten wird, um so näher rückt man der Utopie“<sup>28</sup>. Während auf der einen Seite unser Erkenntnisstand und der erreichte Grad weltwirtschaftlicher Entwicklung zumindest die Ökonomie der zehn größten Welthandelsnationen reif für eine größere Flexibilität in der Wechselkurspolitik machen, trifft dies derzeit auf die Wirtschaftler und Politiker offensichtlich noch nicht allgemein zu. Schon allein deshalb kann eine Verbesserung unseres Währungssystems nur in kleinen Schritten und allmählich erfolgen. Wie schwer aber selbst die kleinsten Fortschritte fallen, haben die letzten Jahre allenthalben an der Währungsfront gezeigt. Es hat den Anschein, daß das zwischen dem theoretischen Denken sowie dem ökonomisch Erforderlichen einerseits und dem politisch Realisierbaren andererseits liegende Operationsfeld der Währungspolitik auch in der nächsten Zukunft noch eine ziemlich ungastliche Landschaft sein wird.

Wieviel und was von dem, was augenblicklich auf der Bühne und hinter den Kulissen der internationalen Währungspolitik diskutiert wird, sich letztlich als politisch realisierbar erweist, steht noch dahin. Die moderne Geldtheorie hat jedenfalls die fixen Paritäten hinter sich gelassen und geht von flexiblen Kursen als einer der Basisprämissen aus. So fordert beispielsweise M. Friedman, das Haupt der Chikagoer Schule, für die von ihm konzipierte Wirtschaftspolitik schwankende Kurse, da es andernfalls geradezu unmöglich sein dürfte, die gesamte Geldmenge dem Produktions- sowie Bevölkerungswachstum entsprechend zunehmen zu lassen<sup>29</sup>. Wenn die Geldmenge nämlich über den Außenhandel und den Kapitalverkehr laufend verändert würde, könnte eine wirksame Kontrolle durch

---

<sup>28</sup> O. Veit, Das utopische Element in der Währungspolitik, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jahrgang 22, Heft 12, S. 520.

<sup>29</sup> Vgl. M. Friedmann, Geldangebot, Preis- und Produktionsänderungen, in: Ordo-Jahrbuch, Bd. 11, 1969, S. 212 ff.

die zuständigen wirtschaftspolitischen Instanzen nicht ausgeübt werden, die aber notwendig ist, um das Preisniveau einigermaßen stabil zu halten. Für Friedman ist „the reluctance to use changes in exchange rates . . . a consequence of tradition and lack of understanding“<sup>30</sup>. Der IWF hat jetzt eine Studienkommission beauftragt, die Reformmöglichkeiten der geltenden Ordnung in Richtung Flexibilität zu ergründen. Völlig frei schwankende Kurse werden jedoch von allen IWF-Mitgliedern wohl schon aufgrund ihrer befürchteten desintegrierenden Wirkung und eventuell zu starker Kursausschläge abgelehnt. Aus diesen Gründen „are systems of freely flexible exchange rates with reservations widely regarded as more practical and more acceptable than perfectly free rates“<sup>31</sup>.

Mit Erleichterung darf heute konstatiert werden, daß das Verständnis für eine größere Flexibilität des Systems — entsprechend dem Trend in der gesamten Wirtschaftspolitik — wächst. So haben 26 namhafte Wissenschaftler — zu ihnen zählen auch Friedman und Machlup — Anfang 1966 ein Memorandum verfaßt und unterschrieben, in dem sie für größere Flexibilität der Wechselkurse eintreten, als die heute geltenden Vorschriften des Internationalen Währungsfonds es zulassen.

Auch in Kreisen der Deutschen Bundesbank — in denen man diesem Trend anfangs reservierter gegenüberstand — zeigt man sich in jüngster Zeit aufgeschlossener. Zu Beginn des Jahres 1969 schrieb Vizepräsident O. Emminger noch: „Entweder man schafft bessere Voraussetzungen für ein glaubwürdiges System fester, normalerweise unveränderlicher Währungsparitäten in allen wichtigen Ländern. Dies ist nur auf der Basis von besserer Währungsdisziplin und eines Gleichschritts aller wichtigen Länder in der Nachfrage- und Preisentwicklung möglich. Wenn dies nicht möglich erscheinen sollte, so wird man vielleicht nicht umhin können, zu untersuchen, ob man durch eine vorsichtige Auflockerung des Paritätensystems der Entwicklung von fundamentalen Ungleichgewichten in einem frühen Stadium entgegenzutreten könnte“<sup>32</sup>.

Ein Jahr später hat sich Emminger präziser ausgedrückt: „Wo wären die Kandidaten für solche allmählichen Anpassungen in kleinen Schritten zu suchen? Manche glauben, daß nach den jüngsten Paritätsanpassungen Frankreichs und Deutschlands überhaupt kein dringender Bedarf mehr für solche Reformen vorhanden sei. Aber wir müssen auch in die Zukunft vor-

---

<sup>30</sup> *M. Friedman*, *Essays in Positive Economics*, Cambridge 1953, S. 198.

<sup>31</sup> *F. Machlup*, *International Monetary Economics*, London 1969, S. 351.

<sup>32</sup> *O. Emminger*, Ist das Bretton-Woods-System reformbedürftig?, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 22. Jahrgang, Heft 1, S. 19.

ausschauen. Die hier zur Diskussion gestellte Methode der Wechselkursanpassung (crawling pegs) wäre für jene Fälle geeignet, in denen fundamentale Zahlungungleichgewichte über Jahre hinweg allmählich entstehen . . .<sup>33</sup> Die Bundesregierung hält ebenfalls den „Gedanken, Paritätsänderungen erforderlichenfalls häufiger und in kleineren Stufen vorzunehmen und dadurch ein fundamentales Zahlungsbilanzungleichgewicht möglichst schon im Entstehen zu korrigieren, einer sorgfältigen Prüfung wert“<sup>34</sup>.

Der Trend zu einer größeren Flexibilität ist unverkennbar. Durch eine solche Auflockerung könnte man sich die Zeit für einen Reifungsprozeß verschaffen, an dessen Ende in der Europäischen Gemeinschaft die Einführung absolut fixer Kurse zwischen gleich strukturierten oder zumindest ähnlich strukturierten Volkswirtschaften möglich wäre. Absolut feste Paritäten erscheinen angesichts der noch zu differenzierten Strukturen und der zu erwartenden geringen Bereitschaft der Bevölkerungen, Europa insgesamt als Inland anzusehen, auf absehbare Zeit auch in der Gemeinschaft noch nicht opportun. Es spricht zwar vieles für eine einheitliche Europa-Währung<sup>35</sup>, doch dürften im Augenblick die dann entstehenden Probleme noch schwerer wiegen. So läßt sich beispielsweise eine Währungsunion nur realisieren, wenn die Bundesrepublik Deutschland sich dem in den übrigen Ländern herrschenden Inflationstrend anpaßt. Dieser Preis erscheint mir aber zu hoch. Bei einer einheitlichen Währung und bei vollkommen harmonisierten Geld- und Kapitalmärkten müßte ferner im Prinzip zugestanden werden, daß Finanzmittel optimal zur allgemeinen Wohlstandsmehrung genutzt werden, sie also zum „besten Wirt“ gelangen — ein in der allgemeinen Volkswirtschaftstheorie und in der Theorie der Volkswirtschaftspolitik unbestrittener Satz. Mit anderen Worten: Finanzmittel sollen dort genutzt werden, wo sie in diejenige unter allen denkbaren Anlagen gelangen, in der ihre Grenzproduktivität am größten ist. Optimal genutzt werden die Finanzmittel mit Sicherheit nicht in den zurückgebliebenen Regionen Europas. Aus sozial- und besiedlungspolitischen Gründen kann jedoch keine Regierung ein allzu starkes Zurückbleiben bestimmter Gebiete dulden. Die Frage, ob aber Franzosen und Deutsche bereit sind,

---

<sup>33</sup> O. Emminger, Größere Flexibilität für die Wechselkurse?, in: Washington Post vom 11. 1. 1970, deutsche Übersetzung in: Auszüge aus Presseartikeln der Deutschen Bundesbank, Nr. 6 vom 23. 1. 1970.

<sup>34</sup> Jahreswirtschaftsbericht 1970 der Bundesregierung, S. 8.

<sup>35</sup> Vgl. hierzu Berichte des Deutschen Industrie-Instituts zur Wirtschaftspolitik, Nr. 3/1969, S. 11 ff.; und B. Kohler / G. Schlaeger, Ein Markt und eine Währung, Köln 1968, S. 23 ff.

für die Entwicklung zum Beispiel in Süditalien Opfer zu bringen, muß in der Gegenwart und wohl auch für die nächste Zukunft noch verneint werden. Ein Europa der Vaterländer verstanden als Europa = Vaterland existiert eben noch nicht.

Man möchte in diesem Zusammenhang geradezu eine „Diktatur der Vernunft“ (Heinrich Mann) fordern, damit nicht eine Bewegung in Gang gesetzt wird, für die die Zeit noch nicht reif ist. — Aber selbst wenn innerhalb Europas die Wechselkursprobleme gelöst wären, existierten sie in internationalem Rahmen weiter, d. h. es muß eine praktikable Lösung für das Anpassungsproblem in der Weltwährungsordnung gefunden werden.

### C. Lösungsmöglichkeiten

„A priori ist die bloße Zentralisierung der Befugnisse (durch Schaffung einer einheitlichen Währung) kein Mittel, um irgendeine Aufgabe zu lösen. Es geht auch nicht darum, Gemeinsamkeit um jeden Preis herbeizuführen, sondern es geht darum, das Vernünftige gemeinsam zu machen. Gelingt das nicht, dann muß die Gemeinsamkeit preisgegeben werden, um die währungspolitische Vernunft wenigstens in Teilgebieten aufrechtzuerhalten<sup>36</sup>.“ Da die Vernunft für jede Nation im Augenblick noch ein anderes Gesicht hat, kann es nur darum gehen, jeder Volkswirtschaft die Möglichkeit zu geben, sie in ihrem Sinne zu realisieren. Auf der Suche nach der Lösung für das Anpassungsproblem müssen die drei folgenden Gesichtspunkte berücksichtigt werden:

1. das einzelwirtschaftliche Interesse an der Kalkulierbarkeit der Wechselkursrisiken;
2. das nationalwirtschaftliche Interesse an einer Kursflexibilität, um sich von den Einflüssen anderer Volkswirtschaften erforderlichenfalls möglichst weitgehend lösen zu können;
3. das supranationale Interesse an einer ungefährdeten Integration, damit die internationale Arbeitsteilung und in ihrer Folge der allgemeine Wohlstand sich ungehindert fortentwickeln können.

---

<sup>36</sup> H. Willgerodt, Wirtschaftsraum und Währungsraum, in: Weltwirtschaftliche Probleme der Gegenwart (Schriften des Vereins für Socialpolitik), Bd. 35, N. F., Seite 363.

## I. Crawling pegs und mittelfristig garantierter Paritätsanstieg

Wir haben gesehen, daß das Praktikabelste in der Gegenwart eine Politik der kleinen Schritte ist. Dabei stehen in der angelsächsischen Welt die Vorstellungen im Vordergrund, die sich um die Bezeichnung „crawling pegs“ (gleitende Paritäten) ranken, die als Orientierungsmarken je nach Erfordernis sowie unter bestimmten Bedingungen von Zeit zu Zeit innerhalb der erweiterten Bandbreite versetzt werden. Durch die Orientierung an einem gleitenden Durchschnitt kann die Spekulation jedoch nicht verhindert werden, da Ausschläge beispielsweise in der Kursentwicklung den Durchschnittskurs erst relativ spät an die Orientierungsmarke heranrücken lassen. Die Wechselkurskorrektur käme also zu spät. Außerdem werden die Regierungen bei ihrem Hang, eine bestimmte Parität zu halten, sich schwer mit dem mechanischen Ökonometrismus des crawling pegs anfreunden können. Liegt die Entscheidung über eine Kurskorrektur aber weiterhin allein bei den Regierungen, so befürchten amerikanische Experten zurecht, daß Wechselkursveränderungen wie bisher aus politischen Gründen bis zum „point of no return“ hinausgeschoben werden. Hinzu kommt noch die Schwierigkeit, wirtschaftliche Erscheinungen, die für die Kursbildung von Bedeutung sind, statistisch exakt zu erfassen. Die crawling pegs würden die drei oben aufgeführten Anforderungen an eine Reform der Währungsordnung also nicht in ausreichendem Maße berücksichtigen.

Ähnliches gilt auch für den mittelfristig garantierten Paritätsanstieg. Nach Auffassung des Sachverständigenrates sollten die für die Währungspolitik zuständigen Instanzen verbindlich erklären (Vorankündigung) — um eine interne Stabilitätspolitik gegenüber einem internationalen Preisniveaustieg abzuschirmen und darüber hinaus abzustützen —, daß während einer bestimmten Periode in der Zukunft (Festlegungsperiode) die Kurse . . . nicht konstant bleiben, sondern ansteigend fixiert werden<sup>37</sup>. Bei diesem Reformvorschlag entsteht das Problem der richtigen Voraus-schätzung des Preistrends auf den Weltmärkten — eine überaus schwer lösbare Aufgabe. Wir haben gesehen, wie schwer es allein in der Bundesrepublik fiel, die Konjunktorentwicklung für das 2. Halbjahr 1970 zu prognostizieren. Außerdem ist der mittelfristig garantierte Paritätsanstieg einseitig festgelegt auf Preissteigerungen im Ausland — eine Umkehrung wäre demnach nicht möglich. Im übrigen nimmt der Sachverständigenrat

---

<sup>37</sup> Jahresgutachten 1966 des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Ziff. 268.

an, daß der direkte internationale Preiszusammenhang ausschließlich für die Preissteigerungen verantwortlich ist.

## II. Die limitierte Stufenflexibilität

Im kontinentalen Europa und insbesondere in der Bundesrepublik wird das Modell einer limitierten Stufenflexibilität diskutiert. Dieses Modell wurde vom Verfasser zuerst im Frühjahr 1962<sup>38</sup> in Erinnerung an die Auseinandersetzung um die DM-Aufwertung von 1961 der Öffentlichkeit vorgestellt.

Der Vorschlag lautet: Die wichtigsten Mitgliedsländer des IWF verpflichten sich z. B. bei sonst unveränderter Beibehaltung des geltenden Währungssystems,

- a) verbindlich garantiert keine über 2 % hinausgehende Änderung der Währungsparität pro Zwölfmonatsperiode vorzunehmen,
- b) die Bandbreiten zu erweitern (z. B. zu verdoppeln).

Damit der Kurs trotz der Bandbreitenerweiterung nicht dauernd am oberen bzw. unteren Interventionspunkt liegt, sollte vorher ein generelles Realignment der Wechselkurse vorgenommen werden. Anderenfalls würde die relativ geringe Erweiterung des Bandes nicht ausreichen. Ohne sehr ausgeprägte und unkontrollierte Devisenkursschwankungen können sich die an einem solchen System beteiligten Länder aus der Zwangslage befreien, daß sie entweder eine autonome Konjunkturpolitik betreiben und dabei Zahlungsbilanzstörungen in Kauf nehmen müssen oder daß sie den außenwirtschaftlichen Erfordernissen den Vorrang einräumen und diesen dann die Belange der Binnenwirtschaft unterzuordnen haben. Innerhalb der Bandbreite kann der Wechselkurs frei schwanken. Stellt sich beispielsweise nach einem halben Jahr heraus, daß der Kurs sich bei + 1,5 % einpendelt, so kann — muß aber nicht — nachträglich um diesen Satz aufgewertet werden. Die Aufwertung hätte lediglich konstatierenden Charakter, da dadurch nur die Bandbreiten verschoben, nicht jedoch der Marktkurs verändert würde. Das in derartigen Fällen bei fixierten Paritäten auftretende höchst diffizile Problem der richtigen Bemessung des Auf- bzw. Abwertungssatzes verliert völlig seine politische Brisanz. Die Paritätsänderungen könnten so zu einem normalen „unpolitischen“ währungspolitischen Instrument werden, wie es etwa die Diskontpolitik ist. Strukturelle Verzerrungen derart, daß z. B. bei unterbe-

---

<sup>38</sup> H. Lipfert und R. Wittgen, Limitierte Stufenflexibilität als Mittelweg, in: Der Volkswirt, Nr. 12/1962, S. 484 ff.

werteten Währungen die Industrie sich zu stark auf den Exportmärkten engagiert und bei einer Großstufenanpassung alter Manier einen Fast-Kollaps überwinden muß, treten bei der limitierten Stufenflexibilität, der Anpassung in kleinen, wenig merkbaren Schritten, nicht auf. Dieses System geht vor allen Dingen nicht einseitig von der Wirkung des direkten internationalen Preiszusammenhangs aus.

Ein wichtiger Vorteil der limitierten Stufenflexibilität liegt darin, daß sie für die ex- und importierende Wirtschaft das Währungsrisiko kalkulierbar macht und ihr extreme Situationen erspart, in denen entweder übergroße Verlustgefahren durch Paritätsänderung hingenommen oder übergroße Preise (Swapsätze an den Devisenterminmärkten) für die Absicherung bezahlt werden müssen. Muß beispielsweise der Importeur im Bretton-Woods-System die Preissteigerungen für importierte Güter und evtl. Groß-Wechselkursänderungen in Rechnung stellen, braucht er nach einer Reform der Währungsordnung im vorgeschlagenen Sinne nur die Preissteigerungen im Ausland kalkulieren, die er aber auf Grund seiner langjährigen Aktivität auf den entsprechenden Auslandsmärkten gut in den Griff bekommt, jedenfalls viel leichter als die Währungsrisiken. Da die gegenseitige Inflationsinfizierung zum großen Teil fehlt, werden beispielsweise die Lohnforderungen und damit auch die Materialkosten in geringerem Maße steigen, d. h. die Preiserhöhungen in den einzelnen Volkswirtschaften fallen niedriger aus. In der ganzen Weltwirtschaft bekäme man auf diese Weise die Preisentwicklung besser in den Griff.

Es kann naturgemäß nur erreicht werden, daß sich die Gesamtbilanz ungefähr ausgleicht. Dabei wird der Absatz auf bereits schwierigen Exportmärkten noch schwieriger, während „leichte“ Exportmärkte mit überbewerteten bzw. inflationierenden Währungen noch immer vergleichsweise „zu leicht“ bleiben. Aber die Verstärkung der Absatzschwierigkeiten auf den Exportmärkten geht bei der limitierten Stufenflexibilität kontinuierlicher und „vernünftiger“ vor sich als bei der heutigen Großstufenflexibilität.

Das vielfach von Praktikern und Unternehmern vorgebrachte Argument einer sicheren Kalkulationsbasis gerade bei festen Paritäten in der gegenwärtigen Ordnung ist nicht stichhaltig, da es nur für „normale“ Zeiten gilt. Die anhaltende Devisenspekulation in den vergangenen beiden Jahren — sei es nun auf eine Pfund- und Franc-Abwertung, auf eine Dollar-Abwertung via Goldpreiserhöhung oder auf eine DM-Aufwertung — hat deutlich genug gezeigt, daß das gegenwärtige Währungssystem der konstanten Wechselkurse die Risiken extremer Kursschwankungen nicht



ausschließen kann. Ganz besonders trifft dies zu, wenn die Spekulation nur in eine Richtung geht. Die Importeure und Exporteure haben dann ein besonders großes Interesse an kurssichernden Termingeschäften. Die Folge ist, daß die Terminkurse, sagen wir für Zahlungen in drei Monaten, sehr weit unter oder über den heutigen Kassakursen derselben Devisen liegen, je nachdem, ob die betreffenden Währungen unter Abwertungs- oder Aufwertungsverdacht stehen. Diese Abweichungen und damit die Absicherungskosten waren im vergangenen Herbst in der Bundesrepublik zum Teil beträchtlich, und obwohl schon längere Zeit vor der Freigabe des DM-Wechselkurses und der späteren Aufwertung über zahlreiche Aufwertungssätze „gemunkelt“ wurde, haben wohl nur die wenigsten Exporteure und Importeure den richtigen Satz „erahnt“. Dafür sind die am Devisenmarkt vor der Freigabe der deutschen Parität entstandenen Differenzen zwischen Kassa- und Terminkursen, die sogenannten Swapsätze, ein beredtes Beispiel. Um nur wenige zu nennen:

- Der Abschlag (Deport) für den Drei-Monats-Dollar betrug Anfang September 1969 6 % p. a.,
- für den französischen Franc über 7 % p. a.,
- für das Pfund Sterling 14 % p. a.
- und für den belgischen Franc sogar 15,5 % p. a.

Diese Beispiele beweisen, daß die gegenwärtige Währungsordnung keine sichere Kalkulationsbasis bietet. Die Währungspolitik der „kleinen Schritte“ wird dagegen nur in seltenen Ausnahmefällen Umstellungs-Schwierigkeiten für den Außenhandel nach sich ziehen, zumal die Unternehmen an den internationalen Absatzmärkten mit Material- und/oder Lohnkostensteigerungen fertig werden müssen, die weit über den geringen, nicht überschreitbaren Paritätsänderungssatz im Rahmen der limitierten Stufenflexibilität hinausgehen.

Im Falle der limitierten Stufenflexibilität finden der zwischenstaatliche Geld- und der langfristige Kapitalverkehr, ebenso der Waren- und Dienstleistungsverkehr innerhalb der Abwertungsstufe praktisch die gleichen Bedingungen am Devisenkassamarkt vor wie heute. Ist eine Wechselkursänderung erfolgt, bringt sie für die am zwischenstaatlichen Zahlungsverkehr des betreffenden Landes beteiligten Kreise Auswirkungen, die sich von denen im Bretton-Woods-System bei solchen Ereignissen üblichen dadurch unterscheiden, daß sie quantitativ sehr viel geringfügiger sind, weil Paritätsänderungen bei fixierten Kursen seltener erfolgen und daher schließlich um so kräftiger ausfallen müssen.

Ihre eigentliche Bedeutung erlangt die limitierte Stufenflexibilität am Devisenterminmarkt. Spekulative Terminverkäufe einer beispielsweise abwertungsbedrohten Währung sind stets nur solange gerechtfertigt, als der Terminkurs noch nicht den Gleichgewichtskurs erreicht hat, also denjenigen Kurs, bei dem Kurssenkungs- und Kurssteigerungserwartungen einander die Waage halten. Dieser Gleichgewichtskurs ist bei der limitierten Stufenflexibilität identisch mit dem Bewertungsstand, der zum Zeitpunkt der Abwicklung des Termingeschäfts im ungünstigsten Fall für den Kassakurs gelten würde. Bei Termingeschäften, deren Laufzeit den Zeitpunkt, von dem an eine eventuelle nächste Abwertung zulässig ist, nicht erreicht, ist der Gleichgewichtspunkt gleich der auf Basis der alten Parität geltenden unteren Kurs-Schwankungsgrenze. Bei Termingeschäften mit Laufzeiten über den „kritischen Zeitpunkt“ hinaus liegt er um höchstens 2 % niedriger. Soweit in Ausnahmefällen Termingeschäfte mit Laufzeiten zustandekommen, die sich über mehrere mögliche Abwertungsstufen erstrecken, ist der Gleichgewichtspunkt um jeweils weitere 2 % pro Abwertungsstufe niedriger anzusetzen. (Für eine aufwertungsbedrohte Währung würde das Gesagte reziprok gelten.)

Die Swapsätze dürften in einem System flexiblerer Wechselkurse — wegen der garantierten Limitierung — sehr viel niedriger sein als in der gegenwärtigen Währungsordnung. Darüber hinaus könnte jedes am Außenhandel und Kapitalverkehr beteiligte Wirtschaftssubjekt seine Forderungen oder Verbindlichkeiten grundsätzlich absichern. Im einzelnen bestehen folgende Möglichkeiten:

Den Exporteuren in stabilen Ländern, die Zahlungen in einer abwertungsbedrohten Währung zu erwarten haben, sowie den Exporteuren in aufwertungsbedrohten Ländern, die Zahlungen in stabilen oder abwertungsbedrohten Währungen zu erwarten haben, bieten die Terminmärkte die Möglichkeit, die zukünftigen Deviseneingänge per Termin zu veräußern. Die Kursdifferenz zwischen dem Solo-Terminkurs und dem Kassakurs für die betreffende Devisenart am Fälligkeitstag des Terminkontraktes ist ex post der Kostenbetrag für die Kurssicherung. Ex ante steht als Mindestkostenbetrag für die Kurssicherung bereits die Differenz zwischen dem Solo-Terminkurs und dem unteren Extremkurs für den Kassakurs der Devisenart fest.

Bei ihren zukünftigen Ausfuhrkontrakten werden die Exporteure in dem aufwertungsbedrohten Land und diejenigen Exporteure in stabilen Ländern, die nach einem abwertungsbedrohten Land liefern, Fakturierung und Zahlung in ihren (der Exporteure) Inlandswährungen verlan-

gen, um auf diese Weise die Notwendigkeit des Abschlusses von Kurssicherungsgeschäften auf die jeweiligen Importeure abzuwälzen.

Für Importeure in einem abwertungsbedrohten Land, die in der Zukunft Zahlungen in stabilen oder aufwertungsbedrohten Währungen zu leisten haben, sowie für Importeure in stabilen Ländern, die in der Zukunft Zahlungen in aufwertungsbedrohten Währungen zu leisten haben, bieten die Terminmärkte die Möglichkeit, den zukünftigen Devisenbedarf einzudecken und sich damit gegen die Währungsrisiken abzusichern.

Auf die Kurssicherung am Terminmarkt ist unter den Importeuren in einem abwertungsbedrohten Land insbesondere derjenige angewiesen, der die Waren, die er in stabiler oder aufwertungsbedrohter Währung in Zukunft bezahlen muß, bereits am Inlandsmarkt weiter veräußert hat. Der Importeur, bei dem die betreffenden ausländischen Waren zumindest bis zum Zeitpunkt der Zahlung in der Fremdwährung am Lager bleiben, steht unter einem erheblich geringeren Zwang zur Absicherung des Währungsrisikos; denn wenn die Abwertung seiner Inlandswährung oder die Aufwertung der Währung, in der er zahlen muß, tatsächlich erfolgt, ohne daß er einen Kurssicherungsabschluß getätigt hat, dann erleidet er zwar einen Paritätsänderungsverlust am Devisenmarkt, aber gleichzeitig erzielt er einen Gewinn an seinem Warenlager, weil seine Konkurrenten nach der Paritätsänderung die Waren nur zu einem höheren Preis in Inlandswährung importieren können, wodurch die Preise für die am Lager befindlichen vorher importierten Güter ansteigen. Einen Währungsparitätsänderungs-Gewinn kann der Importeur in einem abwertungsbedrohten Land erzielen, der einen zukünftigen Devisenbedarf in einer stabilen oder aufwertungsbedrohten Währung per Termin eindeckt, die entsprechenden Importwaren aber noch nicht gegen Inlandswährung weiterverkauft hat. Im Paritätsänderungsfall entsteht ihm dann kein Paritätsänderungsverlust an der Devisen, jedoch ein Gewinn am Lagerbestand der Importwaren.

Bei ihren zukünftigen Einfuhrkontrakten werden die Importeure in dem abwertungsbedrohten Land und diejenigen Importeure in stabilen Ländern, die aus einem aufwertungsbedrohten Land beziehen, Fakturierung und Zahlung in ihrer (der Importeure) Inlandswährung verlangen, um auf diese Weise die Notwendigkeit des Abschlusses von Kurssicherungsgeschäften auf die jeweiligen Exporteure abzuwälzen.

Eine andere Möglichkeit, sich gegen Währungsrisiken zu schützen, ist die Absicherung der Forderungen und Verpflichtungen durch die Aufnahme bzw. Hergabe von Währungskrediten. Seit etlicher Zeit kann be-

obachtet werden, daß große Industrieunternehmen sich dieser Mittel bedienen und selbst an den internationalen Geldmärkten in Erscheinung treten. In welchem Rahmen allerdings Nichtbanken in der Lage sind, an diesen Operationen zu partizipieren, ist ausschließlich eine Frage der Bonität, die das jeweilige Unternehmen international genießt. Es bedarf keiner weiteren Erläuterung, daß derartige Wege außer den Banken wohl nur Großunternehmen offen stehen, da nur sie den Größenordnungen dieses Spezialmarktes gerecht werden können.

Ein Exporteur kann neben dem klassischen Kurssicherungsgeschäft eine Kurssicherung des zu erwartenden Exporterlöses also auch durch die Aufnahme eines Kredites in der fakturierten Währung erzielen. Die Kreditaufnahme durch den Exporteur kann erfolgen,

- a) indem die exportierende Firma selbständig an den internationalen Geldmärkten in Erscheinung tritt;
- b) indem sie sich der Vermittlung eines Kreditinstituts, im Normalfall ihrer Hausbank, bedient und
- c) indem die Firma einen „International Broker“ in das Geschäft einschaltet.

Für einen Importeur besteht im allgemeinen bei der Zahlung in einer abwertungsbedrohten Währung bzw. bei einer Aufwertung der eigenen Währung kein Kurssicherungsbedürfnis, da in den meisten Fällen der Paritätsänderungsgewinn größer als der Kurssicherungsnutzen durch ein Devisentermingeschäft sein dürfte. Ist aber die erwartete Paritätsänderung bis zum Zeitpunkt der Bezahlung der Verbindlichkeit nicht eingetreten, so kann der Importeur durch eine Kreditaufnahme den Zeitpunkt der effektiven Eindeckung des Währungsbetrages bis zur erfolgten Abwertung hinausschieben. Dieser Gesichtspunkt ist für den Importeur von entscheidender Bedeutung, wenn ein Direktverkauf der Ware nicht sofort möglich ist, d. h., daß sie auf Lager genommen werden muß, da die Konkurrenz, die erst nach erfolgter Abwertung importiert bzw. bezahlt hat, die Ware entsprechend billiger erwirbt und anbieten kann. Gleichzeitig überbrückt der Importeur, falls er keine liquiden Mittel zur Verfügung hat, die Zeit zwischen der Bezahlung seiner Verpflichtung und den Einnahmen aus dem Verkauf seines Warenlagers. Der Importeur, der eine Zahlung in einer aufwertungsbedrohten Währung zu leisten hat, wird in jedem Fall versuchen, wenn er die notwendigen liquiden Mittel zur Verfügung hat, eine Bezahlung seiner Verpflichtungen sofort zu erreichen. Ist jedoch eine vorzeitige Regulierung nicht möglich, so kann er den Wäh-

ungsbetrag per Kassa kaufen und diese erworbenen Devisen zur Kredithergabe im Ausland, und zwar bis zur Fälligkeit seiner Verpflichtung, verwenden.

Die oben aufgezählten Absicherungsformen gelten nicht nur für kurz- und mittelfristige Geschäfte, sondern grundsätzlich auch für langfristige Abschlüsse. Sollte bei einem langfristigen Export die Absicherung durch Terminverkäufe der Forderung einmal nicht möglich sein, weil sich noch keine langfristigen Terminmärkte herausgebildet haben, so besteht immer noch die Möglichkeit, das Währungsrisiko durch Aufnahme eines Fremdwährungskredits mit einer entsprechenden Laufzeit oder durch Kontraktion in heimischer Währung auszuschließen. Auch im heutigen System der Groß-Stufenauf- und -abwertungen muß schließlich der Anlagenexporteur seine Forderungen auf diese Weise absichern — jedoch in an der „Paritätsfront“ unruhigen Zeiten zu sehr hohen, mit großen spekulativen Risiken belasteten (obwohl man sich nur kurssichern will) Swap-sätzen.

Durch die Begrenzung der Paritätsänderungsmöglichkeiten entstünde — entgegen manchen Vermutungen — kein Nachteil für die weitere Integration der internationalen Kapitalmärkte; denn einmal besteht auch im heutigen System der Großstufenflexibilität für lange Perioden ein beträchtliches Währungsrisiko, zum anderen reduziert die Limitierung der Stufenflexibilität sehr stark den Anreiz zu spekulativen Käufen von Wertpapieren, die in einer aufwertungsbedrohten Währung denominiert sind, und verringert erheblich die Gefahr späterer Marktstörungen durch gewinnmitnehmende Auflösungen spekulativer Engagements.

Zusammenfassend ist zur limitierten Stufenflexibilität zu sagen, daß sie ein Kompromißvorschlag ist, der das zu stark auf Wechselkursstabilität ausgerichtete Bretton-Woods-System in Richtung Flexibilität reformiert, die ursprüngliche Ordnung im übrigen aber unangetastet läßt. Ein Bruch in der Entwicklung und eine grundlegende Reform werden so vermieden, so daß die Einführung einer limitierten Stufenflexibilität nur als eine — wenn man so will: modernisierende — „Fortschreibung“ des Bretton-Woods-Abkommens bezeichnet werden kann. Außerdem wird dem Bedürfnis nach Rechenhaftigkeit und dem supranationalen Interesse an einer ungefährdeten Integration Rechnung getragen, da den einzelnen Volkswirtschaften ermöglicht wird „egoistisch“ zu sein, ohne störend zu wirken. Die Deutschen brauchten nicht fortwährend von ihren Handelspartnern eine Stabilitätspolitik fordern und diese nicht von den „Stabilitätsaposteln“ eine Anpassung an ihren Inflationstrend. Mit anderen Worten

würde dann nicht mehr gelten: „Die Sucht nach Gleichheit kann sich so äußern, daß man entweder alle anderen zu sich hinunterziehen möchte oder sich mit allen hinauf“<sup>39</sup>.

## Summary

### Limited Flexibility A Possible Solution to the Exchange Rate Problem

The monetary system created at Bretton Woods in 1944 did not provide an optimal solution to the problem of adjusting parities. Since freely floating exchange rates scarcely have a chance of realization owing to their feared disintegrating effect, only a reform “of small steps” can be considered. In such a reform the three following aspects must be taken into account:

1. individual economic interest in the calculability of the exchange rate risk;
2. national economic interest in exchange rate flexibility in order, if necessary, to escape as far as possible from the influences of other national economies;
3. supranational interest in unjeopardized integration so that general prosperity can improve unhindered.

These demands on a reform are satisfied by “limited” flexibility, under which system the most important members of the IMF undertake

1. not to adjust the parity more than 2 % per year,
2. to broaden (e. g. to double) the band.

In this way parity adjustments could become a normal “unpolitical” monetary instrument such as, say, bank rate policy. Since the exchange rate can fluctuate freely within the broader band, the parity adjustment would be of confirmatory character only, the band may merely be shifted. An important benefit of this “limited” system consists in making the exchange risk calculable for the exporting and importing economy and sparing it extreme situations in which excessive risks of loss due to parity changes have to be accepted or excessive prices have to be paid for exclusion of those risks.

## Résumé

### La flexibilité graduelle limitée apporte peut-être une solution au problème des taux de change

Le problème de l'ajustement des parités n'a pas été résolu de manière parfaite dans l'organisation monétaire définie en 1944 à Bretton Woods. Comme par

---

<sup>39</sup> F. Nietzsche, *Menschliches, allzu Menschliches*, Bd. I; *Der Mensch im Verkehr*, Werke Bd. I, München 1966, S. 626, Ziffer 300.

crainte de répercussions désintégrant, il n'est guère de change de voir s'établir la liberté de fluctuation des cours, l'on ne peut espérer qu'une réforme graduelle. Trois aspects sont à cet égard à prendre en considération:

1. l'intérêt de l'industriel à la possibilité d'apprécier les risques de change;
2. l'intérêt économique national à pouvoir jouer de la flexibilité des taux, afin le cas échéant de se soustraire le plus largement possible à l'influence d'autres économies nationales;
3. l'intérêt supranational à une intégration non menacée, afin que le bien-être général puisse poursuivre sans obstacle son développement.

A ces exigences posées à une réforme répond la flexibilité graduelle limitée, par laquelle les principaux membres du FMI s'obligent

1. à ne pas procéder à des changements de parité supérieurs à 2 % par an, et
2. à élargir (ex.: à doubler) les marges de fluctuation.

De cette manière, les changements de parité sont en mesure de devenir un instrument normal "dépolitisé" de la politique monétaire, à l'instar de la politique de réescompte. Du fait que les cours varieraient librement à l'intérieur de nouvelles marges élargies, une modification de parité n'aurait qu'un caractère de constat; la marge serait simplement déplacée. La flexibilité graduelle limitée offre le grand avantage aux importateurs et aux exportateurs de pouvoir calculer le risque de change et leur épargne des situations extrêmes, tels le risque de pertes excessives en cas de changement de parité ou les primes anormalement élevées en couverture des risques.