

Fels, Gerhard et al.

Working Paper — Digitized Version

Beiträge und Stellungnahmen zu Problemen der Währungspolitik

Kieler Diskussionsbeiträge, No. 10

Provided in Cooperation with:

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Fels, Gerhard et al. (1971) : Beiträge und Stellungnahmen zu Problemen der Währungspolitik, Kieler Diskussionsbeiträge, No. 10, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/48075>

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.

Beiträge und Stellungnahmen zu Problemen der Währungspolitik

Herausgegeben von Hubertus Müller-Groeling

AUS DEM INHALT

- Als Mittel der Preispolitik, zur Dämpfung der Preissteigerungserwartungen und zur Korrektur der Vorstellungen über die durchsetzbaren Lohnerhöhungen ist eine gleitende Aufwertung diskutabel, auch wenn kein fundamentales Ungleichgewicht in der Zahlungsbilanz besteht. (G. Fels, H. Giersch, H. Müller-Groeling, K. D. Schmidt)
- Wenn durchgreifende binnenwirtschaftliche Maßnahmen, die geeignet sind, die Preisflexibilität zu erhöhen und den Anbieterwettbewerb zu verstärken, nicht zur Verfügung stehen, bleibt nur die Möglichkeit, den Preiswettbewerb von außen durch wechselkurspolitische Maßnahmen zu intensivieren. (Gemeinschaftsdiagnose wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute)
- Im Interesse des internationalen Währungssystems befürworten in- und ausländische Nationalökonominnen eine marktwirtschaftliche Lösung der Währungsprobleme durch Freigabe des Wechselkurses; sie warnen vor administrativen Beschränkungen des freien Zahlungsverkehrs.
- Wer - bei binnenwirtschaftlicher Stabilitätspolitik - eine Rückkehr zur alten Dollarparität befürwortet, macht es den Gewerkschaften unmöglich, auf eine stabilisierungskonforme Lohnpolitik umzuschalten. (Herbert Giersch)
- Das Versprechen einer Rückkehr zur alten Parität ist genau das Gegenteil dessen, was die gegenwärtige Situation in der Bundesrepublik erfordert. (Gottfried Haberler)
- Der flexible DM-Kurs kann nur dann wirkungsvoll zu einer Stabilisierung ohne Stagnation beitragen, wenn sich Bundesregierung und Bundesbank zu einer allmählichen Aufwertung der DM bekennen. (H.-M. Stahl, P. Trapp)
- Die Währungsintegration in Europa sollte durch Einführung einer Rechnungseinheit mit konstanter Kaufkraft vorangetrieben werden; sobald es eine europäische Regierung und Zentralbank gibt, kann die Rechnungseinheit als Zahlungsmittel dienen und die nationalen Währungen ablösen. (Carl Christian von Weizsäcker)
- Bewegliche Wechselkurse können wettbewerbsneutral sein und deshalb dazu beitragen, daß in außenhandelsintensiven Unternehmen der Gewinn mehr durch die Leistung als durch die währungspolitischen Bedingungen bestimmt wird. (Herbert Giersch)

INSTITUT FÜR WELTWIRTSCHAFT KIEL

JUNI

Weltwirtschaft
Kiel

ms

AG 1928 79

Die Kieler Diskussionsbeiträge wenden sich an die wirtschaftspolitisch interessierten Freunde des Instituts für Weltwirtschaft. In den Beiträgen, die in unregelmäßiger Folge erscheinen, erörtern Mitarbeiter des Instituts Fragen von allgemein wirtschaftspolitischem Interesse.

Inhaltsverzeichnis

	Seite
G. Fels, H. Giersch, H. Müller-Groeling, K. D. Schmidt Das Dilemma der Konjunkturpolitik in der Bundesrepublik Deutschland (Abdruck aus "Die Weltwirtschaft", 1970 Heft 2)	3
Die Lage der Weltwirtschaft und der westdeutschen Wirtschaft im Frühjahr 1971 (Auszug aus der Gemeinschaftsdiagnose wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute vom 29. April 1971)	9
Deutsche und amerikanische Wirtschaftswissenschaftler zur Währungssituation (Stellungnahmen vom 7. Mai 1971)	11
Herbert Giersch Geldwertstabilität und Wirtschaftswachstum (Zusammenfassung eines Vortrages, gehalten am 19. Mai 1971)	12
Gottfried Haberler Two Conflicting Views of the German Balance of Payments Predicament (Stellungnahme vom Mai 1971)	16
H. -M. Stahl, P. Trapp Konzept einer stabilitätsorientierten Wechselkurspolitik	19
Carl Christian von Weizsäcker Ein Vorschlag zur Währungsunion	26
Herbert Giersch Flexible Wechselkurse, ein Instrument zur Sicherung von Stabilität und außenwirtschaftlicher Stetigkeit? (Abdruck eines Diskussionsbeitrages zur 34. Tagung der Aktionsge- meinschaft Soziale Marktwirtschaft im Februar 1970)	32

G. Fels, H. Giersch, H. Müller-Groeling, K. D. Schmidt

Das Dilemma der Konjunkturpolitik in der Bundesrepublik Deutschland*

1. Obwohl der Boom im Sommer 1970 seinen Höhepunkt überschritten hat und der Auslastungsgrad des Produktionspotentials zurückgeht, steigen die Kosten unter dem Druck der Löhne und die Preise unter dem Druck der Kosten weiterhin kräftig an. Nach den Erfahrungen mit früheren Konjunkturzyklen war dies zu erwarten. Angesichts des extrem langen Aufschwungs und der Stärke des Booms im gegenwärtigen Zyklus dürfte diese kritische Phase mindestens ebensolange anhalten wie nach dem ähnlich starken Boom von 1960/61, das heißt gut zwei Jahre, und damit bis in das Jahr 1972 hinein.
2. Die Aussichten erscheinen noch ungünstiger, wenn man die Erfahrungen in den Vereinigten Staaten nach dem Boom von 1965/66 heranzieht. Zwar wurde die konjunkturelle Abschwächung, die sich damals anbahnte, durch die Ausgabensteigerung im Zusammenhang mit dem Vietnamkrieg überdeckt, so als ob bewußt eine Strategie des Durchstartens gewählt worden wäre; aber es kam trotzdem Ende 1966/Anfang 1967 zu einer Mini-Rezession, gefolgt von einem Prozeß der Einkommensinflationierung, der bis heute noch nicht beendet zu sein scheint. In diesem Prozeß beschleunigte sich der Kosten- und Preisanstieg, obwohl die Arbeitslosigkeit zunahm und die Kapazitätsauslastung in der Industrie niedrig blieb und 1969/70 noch weiter absank.
3. Die Dilemmasituation steigender Preise bei sinkendem Beschäftigungsgrad läßt sich allgemein damit erklären, daß im Aufschwung die Gewinne stärker als die Löhne zu steigen pflegen und diese Änderung der Einkommensverteilung in der Hochkonjunktur einen Prozeß der Korrektur und Überkorrektur auslöst.
4. In der Bundesrepublik war im letzten Aufschwung der Lohnlag besonders lang, und er führte im Zusammenhang mit den spontanen Streiks vom September 1969 zu einer Erschütterung der Arbeitsmarktverfassung, zumindest aber zu einem aggressiveren Verhalten der Gewerkschaften. Entsprechend scharf war die abschließende Überkorrektur im Jahre 1970. Sie hat eine Lohnquote ergeben, die nach allen Erfahrungen mit der Aufrechterhaltung eines hohen Beschäftigungsgrades nicht vereinbar ist und die Gefahr eines kräftigen Konjunkturabschwungs in sich birgt. Die Gewinne scheinen gegen Ende 1970 so stark komprimiert zu sein, daß für die nächste Zeit nur mit einer gedämpften Investitionsneigung der Unternehmen zu rechnen ist. Selbst wenn die Zinsen rasch sinken sollten und die degressive Abschreibung sehr bald wieder zugelassen wird, ist zu befürchten, daß die privaten Ausrüstungsinvestitionen unter das Niveau des Jahres 1970 sinken, zumal viele Unternehmen nach dem Investitionssput der vergangenen Jahre zunächst einen Konsolidierungsbedarf haben und deshalb dazu neigen, eine Investitionspause einzulegen.
5. Der Vollzug der Haushalte von Bund und Ländern mag zwar die Nachfrage nach Bauleistungen 1971 kräftig stützen, so daß der Rückgang in der gewerblichen Bautätigkeit ausgeglichen oder überkompensiert werden kann und die Bauindustrie dann auch kaum weniger investieren wird als 1970; doch ist nicht damit zu rechnen, daß sich kurzfristig die Gesamtkonjunktur über die Bauwirtschaft stabilisieren läßt.

* Abdruck aus "Die Weltwirtschaft", 1970 Heft 2

6. Erschwerend für 1971 und 1972 wirkt es sich aus, daß der letzte Aufschwung mehr als seine Vorgänger eine ausgesprochene "Industriekonjunktur" war. Die Bauwirtschaft mußte deshalb lange Zeit entweder Arbeitskräfte abgeben oder konnte nicht wirksam mit der Industrie um neue Arbeitskräfte konkurrieren. In den kommenden Jahren ist im Zusammenhang mit den inneren Reformen der Bundesregierung zu erwarten, daß die Anzahl der Beschäftigten in der Bauwirtschaft wieder kräftig zunehmen wird. Dieser notwendige Wandel der Beschäftigtenstruktur birgt die Gefahr in sich, daß es zu einer beschleunigten Lohnbewegung auf breiter Front kommt, wenn die organisierten Bauarbeiter an die Spitze der Lohnskala drängen. Nur eine ausgeprägte Konjunkturabschwächung, die die Industrie daran hindert, Arbeitskräfte im Hinblick auf einen neuen Aufschwung zu horten, könnte diese Gefahr ausschalten. Dieser Umstand verschärft den Konflikt, in dem sich die Konjunkturpolitik im Jahre 1971 befindet.
7. Im Gegensatz zu den Abschwungsphasen früherer Zyklen ist die Bundesregierung - auf Grund von Äußerungen des Bundeskanzlers mitten im Boom - heute an eine Art Vollbeschäftigungsgarantie gebunden. Wird diese ernst genommen, so können die Unternehmen bei ihren Preiserhöhungen und die Gewerkschaften bei ihren Lohnforderungen das Risiko einer Bumerangwirkung auf Absatz und Beschäftigung außer Betracht lassen. Dies könnte sich ebenso als ein strukturveränderndes Datum erweisen wie die Streikwelle vom September 1969. Kann man angesichts der Marktmacht vieler Unternehmen und der organisatorischen Stärke vieler Gewerkschaften von einer Art Doppelmonopol sprechen, das Preise und Löhne auch in Phasen rückläufiger Beschäftigung stabilitätswidrig nach oben zu drücken vermag, so hat die Bundesregierung mit ihrer Vollbeschäftigungsgarantie die Anbieterorganisationen noch dazu eingeladen, im politischen Raum auf ein frühes Durchstarten zu drängen. Die Gefahr einer Beschleunigung des Inflationsprozesses und einer Verhärtung der Preissteigerungserwartungen ist damit besonders virulent geworden.
8. Soll mit einer Politik des Durchstartens erreicht werden, daß der Auslastungsgrad des Produktionspotentials, der im Durchschnitt des Jahres 1970 geherrscht hat, aufrechterhalten bleibt, so bedeutet dies, daß die reale Nachfrage 1971 gegenüber 1970 um soviel größer sein muß wie das Produktionspotential wächst, das heißt um etwa 5 vH. Nominal ist das aber sehr viel mehr. Denn es müssen bei einem frühen Durchstarten die vorhandenen Lohn- und Preissteigerungserwartungen, die sich aus der Vergangenheit ergeben und durch den oben beschriebenen Strukturwandel möglicherweise noch verstärkt werden, in die Rechnung einbezogen werden. Ein Beispiel: Ist bei Aufrechterhaltung des hohen Beschäftigungsgrades mit Lohnsteigerungen von 10 vH zu rechnen, denen ein Produktivitätsanstieg von 4 vH gegenübersteht, so ergibt sich von der Kostenseite her die Tendenz zu einem Anstieg des Preisindex für das Sozialprodukt in der Größenordnung von 6 vH. Unter diesen Umständen müßte die monetäre Gesamtnachfrage von 1970 auf 1971 um 11 vH ausgedehnt werden, das heißt um 6 Prozentpunkte mehr, als es das Wachstum des Produktionspotentials bei konstanten Preisen erforderte. Stiege die Gesamtnachfrage nur um 8 vH, so ginge dies zum Teil zu Lasten des Beschäftigungsgrades; zum Teil würde es sich - wegen des niedrigen Beschäftigungsgrades - in einer Verringerung des Lohn- und Preisanstiegs auswirken. Mit welcher Minderung des Beschäftigungsgrades eine bestimmte Minderung des Preisanstiegs erkaufte werden müßte, vermag niemand einigermaßen sicher zu sagen. Einen Anhaltspunkt gibt die Erfahrung, daß die Preiswelle nach dem Boom von 1965 durch die Rezession von 1967 gebrochen

wurde; aber es ist zu bedenken, daß die Lage diesmal schwieriger ist, weil der Boom stärker war, das Verhalten der Gewerkschaften sich geändert hat und der Monopolgrad im Bereich der Industrie im Zuge eines beschleunigten Konzentrationsprozesses zugenommen hat. Wahrscheinlich wäre deshalb die Wiedergewinnung der Geldwertstabilität mit größeren Produktionsausfällen als 1967 verbunden, wenn der Konflikt weder durch Einkommenspolitik noch durch Maßnahmen zur Verschärfung des Anbieterwettbewerbs gemildert wird.

9. Wenn die Konjunkturpolitik nach wie vor eindimensional gesehen wird, also nur die Wahl zwischen Bremsen und Gasgeben kennt, reduziert sich die Entscheidung zwischen mehr Stabilität und mehr Beschäftigung oder weniger Inflation und weniger Arbeitslosigkeit zunächst auf die Frage nach dem Zeitpunkt für das Durchstarten.
 - Ein sofortiges Durchstarten würde die Abschwächung nach dem Boom von 1970 im nachhinein vielleicht nur als Mini-Rezession erscheinen lassen. Aber diese Strategie würde ähnlich wie in den Vereinigten Staaten nach 1966 einen beschleunigten Preisanstieg zur Folge haben. Die maximale Preissteigerungsrate im nächsten Zyklus bei den Verbraucherpreisen würde dann nicht bei 4 vH, sondern wohl eher bei 6 oder 7 vH liegen, vergleichbar mit dem Preisklima, wie es heute in vielen Industrieländern herrscht. Dabei ist noch sehr die Frage, ob das Durchstarten wirklich zu einem neuen Aufschwung führt, weil keine monetäre Expansionsrate, die im Bereich des Realistischen liegt, ausreichen würde, um die Lohnquote so schnell zu senken und die Gewinne so schnell anschwellen zu lassen, daß die Investitionsquote 1971 so hoch bleibt, wie sie 1970 war.
 - Das andere Extrem bestünde darin, daß man - ähnlich wie 1966 - den Restriktionskurs so lange beibehält, bis die konjunkturelle Entspannung voll auf den Arbeitsmarkt durchschlägt. Im Grunde genommen handelt es sich dabei darum, über die Gefährdung der Arbeitsplätze die Einkommensforderungen auf das stabilitätskonforme Maß zu begrenzen, damit danach als Folge einer expansiven Politik die Gewinnspannen wieder zunehmen und die Reallöhne wieder hinter der Produktivitätsentwicklung zurückbleiben, so daß der Beschäftigungsgrad wieder ansteigt.
10. Im Grunde muß es widersinnig anmuten,
 - daß die Gewerkschaften die Lohnquote zu maximieren versuchen, aber in dem Augenblick, in dem sie dies erreicht haben, mit Rücksicht auf die Erhaltung der Vollbeschäftigung eine Politik fordern, die nur dadurch Erfolg haben kann, daß sie die Lohnquote wieder komprimiert.
 - daß die Unternehmer im Aufschwung, um möglichst lange hohe Gewinne zu erzielen, gegen ein rechtzeitiges Bremsen, einschließlich einer konjunkturdämpfenden Aufwertung, ankämpfen, aber damit einer Entwicklung Vorschub leisten, die eine Überkorrektur der Verteilungsproportionen und damit einen entsprechend scharfen Rückgang von Absatz, Beschäftigung und Gewinnen erzwingt.

An diesen Widersprüchen, die eine Konsequenz kurzfristig angelegter Strategien sind, leidet unsere Wirtschaftsordnung mit der Folge, daß das zyklische Auf und Ab - mit oder ohne Globalsteuerung - unvermeidlich ist. Die Notwendigkeit, daß sich die Verhaltensweisen, etwa im Rahmen der konzertierten Aktion, oder - wenn dies nicht gelingt - die institutionellen Bedingungen des Preis- und Lohnbildungsprozesses ändern müssen, tritt in keiner Konjunkturphase so deutlich hervor wie in der Dilemmasituation, die vor uns liegt.

11. An Versuchen, die autonomen Gruppen durch eine mittelfristige Orientierung zu einem Verhalten zu bewegen, das mit dem Ziel eines anhaltend hohen Beschäftigungsgrades vereinbar ist, hat es seit dem Boom von 1965 nicht gefehlt. Die konzertierte Aktion ist der institutionalisierte Ausdruck dieser Bestrebungen. Aber nachdem 1965/66 die damalige Bundesregierung das Konzept einer gemeinsamen Stabilisierungsaktion, zu der die Tarifpartner bereit waren, abgelehnt hatte und nachdem es im Aufschwung 1968/69 nicht gelungen ist, mit Hilfe einer Koordination von einkommenspolitischen Leitlinien und staatlicher Konjunktursteuerung den Lohnlag zu verkürzen oder auszuschalten, erscheint die Chance für eine Einkommenspolitik in der Bundesrepublik nach den Streiks vom September 1969 für eine lange Zeit vertan.
12. Das Mittel eines Preis- und Lohnstopps, das in einigen europäischen Ländern als Ultima ratio angewendet wird, nachdem dort die Einkommenspolitik ebenfalls gescheitert ist, scheidet in der Bundesrepublik schon aus prinzipiellen Gründen aus; abgesehen davon verspricht es auch dort, wo es praktiziert wird, allenfalls einen vorübergehenden Erfolg.
13. Der Beschäftigungsgrad, der mittelfristig mit der gegenwärtigen Marktformenstruktur auf den Gütermärkten und auf dem Arbeitsmarkt vereinbar ist, liegt unterhalb des Niveaus, an das man sich in den letzten beiden Jahren gewöhnt hat. Dieses Niveau läßt sich künstlich auf die Dauer auch nicht dadurch aufrechterhalten, daß man vom Ziel der Geldwertstabilität innerhalb erträglicher Grenzen abweicht. Auf die Dauer bedürfte es vielmehr eines sich ständig beschleunigenden und dadurch den Erwartungen vorauseilenden Geldwertschwundes. Deshalb liegt, wenn eine Einkommenspolitik durch Aufklärung und Einsicht nicht gelingt, die einzig mögliche Lösung in Maßnahmen zur Verschärfung des Wettbewerbs der Anbieter auf allen Märkten.
14. In den Vereinigten Staaten, in denen es - anders als in der Bundesrepublik - die Möglichkeit zur Verschärfung des Wettbewerbs von außen durch das Instrument der Wechselkursänderung nicht gibt, erwägt man aufgrund einer ähnlichen Diagnose sogar Maßnahmen folgender Art:
 - Schaffung einer Preis- und Lohnaufsichtsbehörde mit Empfehlungsbefugnis bei Preis- und Lohnerhöhungen,
 - Zwangsschlichtung für besonders wichtige Industrien,
 - Senkung der Mindestlöhne,
 - Verschärfung der Wettbewerbspolitik,
 - Erhöhung der Einfuhrquoten für Mineralöl und andere wichtige Güter.
15. In der Bundesrepublik hat die Regierung während der Aufschwungsphase des letzten Zyklus in mehreren Stufen Maßnahmen ergriffen, die die Importe tendenziell verbilligt und die Preiserhöhungsspielräume der mit dem Ausland in Konkurrenz stehenden Unternehmen begrenzt haben. Ohne den Prozeß der de facto- und de jure-D-Marktaufwertung vom November 1968 bis zum Oktober 1969 wäre der Konjunkturausschlag nach oben größer gewesen und die heutige Dilemmasituation noch prekärer.

Allerdings darf nicht übersehen werden, daß manche deutsche Unternehmen wegen ihrer Rolle als Preisführer in internationalen Oligopolen gegen die wettbewerbsverschärfende Wirkung einer Aufwertung ziemlich immun sind. Hinzu kommt, daß die Wirkung einer einmaligen Aufwertung nur vorübergehender Natur ist und es daher zur anhaltenden Erhöhung des Wettbewerbsgrades immer wieder eine Aufwertung bedarf, insbesondere wenn im Ausland die Preise ständig steigen.

Unter diesen Umständen kann man einen Teil des gegenwärtigen Dilemmas auch dem Umstand zurechnen, daß die Möglichkeiten einer stabilisierenden Wechselkursänderung, die noch in der Hochkonjunktur und vor der Lohnwelle im Herbst 1970 bestanden haben¹, nicht genutzt worden sind.

Auch nach der letzten Lohnwelle hätte es sich noch angeboten, Wechselkursänderungen als Instrument der Stabilisierung einzusetzen, wegen des drohenden Beschäftigungsrückganges allerdings nur in einer Form, bei der der Preiseffekt möglichst groß und die Mengenwirkung möglichst gering ist (gleitende Aufwertung etwa um 1 vH alle 3 - 4 Monate mit Vorankündigung).

16. In absehbarer Zeit dieses Instrument einzusetzen, erscheint zwar auf den ersten Blick absurd, wenn man in Übereinstimmung mit der Öffentlichkeit in einer Aufwertung überwiegend ein Mittel der Konjunkturdämpfung sieht; aber als Mittel der Preispolitik, zur Dämpfung der Preissteigerungserwartungen und zur Korrektur der Vorstellungen über die durchsetzbaren Lohnerhöhungen, ist eine gleitende Aufwertung auch in der gegenwärtigen Situation diskutabel.

Gelände es etwa, um im obigen Beispiel zu bleiben, die Preissteigerungserwartungen durch Aufwertungserwartungen für das Jahr 1971 von 6 auf 3 vH zu begrenzen, so genügte zur Sicherung des Beschäftigungsgrades von 1970 eine Expansion der monetären Gesamtnachfrage von 8 statt von 11 vH. In diesem Falle hätte auch die Zunahme der öffentlichen Ausgaben um 12 vH (nominal) eine real stärkere Wirkung, und zwar sowohl als Konjunkturstütze wie auch als Instrument zur Durchführung der inneren Reformen.

Ob es bei einer allmählichen und voraussehbaren Aufwertung Mengenreaktionen im Außenhandel gäbe, hängt davon ab, ob die Unternehmer gewillt sind, die Wirkungen der Wechselkursänderung auf die Auslandspreise aufzufangen und angesichts einer wirksamen Konkurrenz aus dem Ausland im Inland Preiszugeständnisse zu machen. Da die Preise der ausländischen Konkurrenten weiter steigen, müßten die Ausfuhrpreise in Dollar gerechnet nicht einmal in Höhe des Aufwertungssatzes angehoben werden; es genügte, daß sie weniger stark steigen als die der ausländischen Konkurrenten.

Doch gilt für eine solche Strategie, die es darauf anlegt, den Konflikt zwischen Vollbeschäftigung und Stabilität durch eine gleitende Aufwertung zu lösen, das gleiche, was die Bundesregierung in ihrem Jahreswirtschaftsbericht für 1968 den Vorschlägen zur Koordination von Lohn- und Konjunkturpolitik entgegenhielt: Dieses Konzept überfordert die gesellschaftlichen Kräfte.

17. Ähnlich verhält es sich wohl auch mit anderen Möglichkeiten, monopolistische Konstellationen zu zerbrechen. Kurzfristig wirksam, aber sehr umstritten wäre eine Regelung, die es Unternehmen, die in Absatzschwierigkeiten geraten, nachdem sie in den letzten Monaten Preiserhöhungen vorgenommen haben, zur Auflage machte, die Preise wieder zurückzunehmen, bevor sie Arbeitskräfte entlassen. Auf diese Weise könnte sichergestellt werden, daß die Folgen dieser preispolitischen Fehlentscheidung nicht in Form von Kurzarbeit und Massenentlassung abgewälzt werden. Ebenso sehr widerspräche es dem herrschenden Denken, wenn Arbeitnehmern, die von Entlassungen bedroht sind, die Möglichkeit gegeben würde, um der Sicherung ihrer Arbeitsplätze willen auf einen Teil der ihnen zugestandenen tariflichen Lohnerhöhungen zeitweilig zu verzichten.

¹ Vgl. "Die Weltwirtschaft", 1970, H. I, Ziffern 12f.

So sehr Preis- und Lohnkorrekturen der herrschenden Meinung in der Konjunkturpolitik zu widersprechen scheinen, so gehören sie doch zum Bild einer funktionsfähigen Marktwirtschaft, in der der Mechanismus der Preise als ein Prozeß des Probierens und Korrigierens verstanden wird. Die Flexibilität von Preisen und Löhnen ist zwar kein Ersatz für eine Konjunkturpolitik zur Sicherung eines hohen Beschäftigungsgrades, aber sie kann geeignet sein, einer solchen Politik den Makel einer Inflationspolitik zu nehmen. Verglichen mit einer Strategie, die darauf hinausliefe, den Teufel der Inflation mit dem Beelzebub einer Rezession auszutreiben, hätte sie sicherlich den Vorteil, die gesamtwirtschaftlich bessere und die gesellschaftlich humanere Lösung zu sein.

Die Lage der Weltwirtschaft und der westdeutschen Wirtschaft im Frühjahr 1971*

Das HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburg, das Ifo-Institut für Wirtschaftsforschung, München, das Institut für Weltwirtschaft, Kiel, sowie das Rheinisch-Westfälische Institut für Wirtschaftsforschung, Essen, vertreten die folgende Auffassung:

In den kommenden Monaten wird sich die Nachfrageexpansion weiter abschwächen und der Auslastungsgrad des Produktionspotentials zurückgehen. Obwohl damit der Prozeß der konjunkturellen Entspannung merkliche Fortschritte macht, gibt es wenige Anhaltspunkte, daß der Preis- und Kostenauftrieb deutlich nachläßt. Es besteht daher die Gefahr, daß in einem neuen Aufschwung alsbald neue Preis- und Kostenauftriebstendenzen ausgelöst werden. Die Preissteigerungen im nächsten Zyklus würden dann höher ausfallen als bisher.

Eine Dämpfung des Kosten- und Preis- und Kostenauftriebs ist in der gegenwärtigen Situation äußerst schwierig. Zu sehr wirken die Übersteigerungen nach, die den letzten Boom gekennzeichnet haben. Erschwerend kommt hinzu, daß sich die Voraussetzungen für eine wirksame Stabilisierungspolitik verschlechtert haben: Das Verhalten der Gewerkschaften scheint in den letzten Jahren aggressiver geworden zu sein. Der Monopolgrad auf den Gütermärkten hat offenbar zugenommen. Auch hat es den Anschein, als ob die Gewerkschaften und die Unternehmer die Risiken, die eine stabilitätswidrige Lohn- und Preispolitik für Beschäftigung und Absatz mit sich bringen kann, weitaus weniger in ihr Kalkül einbeziehen als in früheren Abschwungsphasen; offenbar weil sie darauf vertrauen, daß die wirtschaftspolitischen Instanzen eine fühlbare Verschlechterung der Konjunkturlage nicht hinnehmen werden.

Wollte man eine Dämpfung des Preis- und Kostenauftriebs über eine Drosselung der Nachfrage und den sich daraus ergebenden Beschäftigungsrückgang erreichen, so müßte man wohl den bisherigen Restriktionskurs verschärfen. Wegen der Labilität der gegenwärtigen Konjunkturlage würde ein solches Vorgehen jedoch die Gefahr einer Rezession heraufbeschwören und scheidet daher nach dem erklärten Willen der Bundesregierung zu Recht aus.

Dirigistische Eingriffe in den Prozeß der Preis- und Lohnfindung, zu denen in letzter Zeit immer mehr Länder Zuflucht genommen haben, kommen in der Bundesrepublik schon aus prinzipiellen Gründen nicht in Betracht. Abgesehen davon versprechen solche Maßnahmen allein - wie die Erfahrungen in anderen Ländern zeigen - nur kurzfristig Erfolg. Zu rechtfertigen wären sie allenfalls als Begleitmaßnahme, um die Zeitspanne der Wirkungsverzögerungen anderer, sich im Rahmen der marktwirtschaftlichen Ordnung haltender Maßnahmen zu überbrücken.

Wenn es nicht gelingt, die Sozialpartner durch Einsicht zu einem stabilitätskonformen Verhalten zu bewegen, muß die Wirtschaftspolitik Maßnahmen ansteuern, die darauf hinzielen, die Preisflexibilität zu erhöhen und den Anbieterwettbewerb auf allen Märkten zu verstärken. Da durchgreifende binnenwirtschaftliche Maßnahmen hierzu nicht

* Auszug aus der Gemeinschaftsdiagnose wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute vom 29. April 1971.

zur Verfügung stehen, bleibt nur die Möglichkeit, durch wechselkurspolitische Maßnahmen den Preiswettbewerb von außen zu intensivieren.

In der gegenwärtigen Konjunkturphase kommt es darauf an, daß solche Maßnahmen möglichst stark auf die Preise und möglichst wenig auf die Mengen wirken. Daher wäre eine allmähliche Aufwertung, wie sie mit einer Freigabe des Wechselkurses einherginge, einer einmaligen Aufwertung vorzuziehen, die notwenigerweise größer sein müßte. Denn es ist nicht auszuschließen, daß eine solche Aufwertung gegenwärtig einen binnenwirtschaftlichen Schock auslösen würde - dies um so mehr, als die Unternehmen im Vertrauen auf bestehende Preiserhöhungsspielräume Lohnerhöhungen gewährt haben, die dann ihre internationale Wettbewerbsposition gefährdeten. Eine gemeinsame Aufwertung aller EWG-Länder würde die Probleme der Bundesrepublik zur Zeit nur unzureichend lösen.

Die Risiken für die Beschäftigung ließen sich in engen Grenzen halten, wenn das Ausscheren aus dem internationalen Inflationsgleichschritt nicht abrupt, sondern allmählich erfolgte. Dies könnte in der Form geschehen, daß die Bundesbank von der Verpflichtung entbunden wird, Devisen zu einem weitgehend starren Kurs zu kaufen und zu verkaufen, wobei sie durch entsprechende Interventionen die Erreichung der angestrebten Ziele zu sichern hätte (Floating). Diese Lösung hätte in der gegenwärtigen labilen Situation den Vorteil, daß

- die Veränderung des Wechselkurses in ständiger Anpassung an außenwirtschaftliche und binnenwirtschaftliche Erfordernisse gleitend erfolgen kann,
- die Kurse auf Veränderungen von Angebot und Nachfrage von Devisen sofort reagieren und damit Angebot und Nachfrage von Devisen selbst ausgleichend beeinflussen können,
- die Bundesbank die zinspolitische Autonomie zurückerhält,
- sie für alle Eventualfälle geeignet ist, selbst für den Fall, daß es zu einem Gleichschritt der Stabilisierungsbemühungen in den wichtigsten Partnerländern käme und deshalb nachhaltige Wechselkursänderungen nicht mehr notwendig wären.

Würde die Bundesregierung sich zu dieser Freigabe des Wechselkurses entschließen, so würden sich Aufwertungserwartungen herausbilden, die die Preissteigerungserwartungen dämpften. Wichtig wäre dabei, daß die Regierung versichert, daß sie einstweilen keine neue Parität festsetzen wird.

Die Regierung sollte zudem keinen Zweifel darüber aufkommen lassen, daß die Tarifpartner das Risiko von Beschäftigungsrückgang und Absatzeinbußen selbst zu tragen hätten, sofern sie sich nicht stabilisierungskonform verhalten. Die Unternehmen brauchten umso weniger um ihre Absatzmärkte zu fürchten, je mehr sie überhöhten Lohnforderungen Widerstand entgegensetzten. Die Gewerkschaften könnten sich mit niedrigeren Lohnsteigerungen zufrieden geben, wenn sie die Gewißheit hätten, daß sich dies in Form von mehr Preisstabilität auszahlt.

Gegen ein Floating kann eingewandt werden, daß dieses Verfahren im Widerspruch zu den Zusagen über die stufenweise Verwirklichung einer Wirtschafts- und Währungsunion steht. Voraussetzung für das Funktionieren einer Währungsunion ist aber nicht nur eine wirkliche Harmonisierung der Zielvorstellungen, sondern auch eine erfolgreiche Koordinierung der Konjunkturpolitik. Da dies kurzfristig sicherlich nicht gelingt, muß die Bundesregierung wählen, ob sie dem Auftrag des Stabilitäts- und Wachstumsgesetzes Vorrang einräumen oder ihre vertraglichen Verpflichtungen gegenüber ihren Partnerländern erfüllen will. Beides läßt sich erst dann miteinander vereinbaren, wenn die Harmonisierung der Zielvorstellungen und die Koordinierung der Konjunkturpolitik in der Europäischen Gemeinschaft verwirklicht ist.

Deutsche und amerikanische Wirtschaftswissenschaftler zur Währungssituation*

Bundesminister für Wirtschaft
 Professor Dr. Karl Schiller
 Bonn

7. Mai 1971
 Fernschreiber 8-86 747

Sehr geehrter Herr Minister!

In der gegenwärtigen Währungsdiskussion wenden wir uns entschieden gegen administrative Beschränkungen des freien Zahlungsverkehrs. Wir befürworten eine marktwirtschaftliche Lösung durch Freigabe des Wechselkurses. Dies mindert den Inflationsdruck aus dem Dollarraum und gestattet es, eine binnenwirtschaftliche Stabilitätspolitik außenwirtschaftlich abzusichern. Beschäftigungseinbußen sind um so weniger zu befürchten, je mehr die Höherbewertung der D-Mark Unternehmen und Gewerkschaften zur Zurückhaltung bei ihren Preis- und Lohnforderungen veranlaßt. Der EWG-Einwand hat nur geringes Gewicht, weil eine Europäische Währungsunion als dauerhafte Integrationsgrundlage nur entstehen kann, wenn man sich vom Dollar als Leitwährung löst.

Die Professoren:

Edwin von Böventer, München
 Ernst Dürr, Erlangen-Nürnberg
 Herbert Giersch, Kiel
 Otmar Issing, München
 Harald Jürgensen, Hamburg
 Fritz W. Meyer, Bonn

Hans K. Schneider, Köln
 Egon Sohmen, Heidelberg
 Christian Watrin, Köln
 C. C. von Weizsäcker, Heidelberg
 Hans Willgerodt, Köln
 Manfred Willms, Bonn

Cable to: Professor Herbert Giersch, Kiel

May 7, 1971

We are convinced that in the interest of international monetary system including Germany and US D-Mark should be allowed to float to find its equilibrium level and the solution not be postponed by imposing controls.

Signed: William J. Fellner
 Milton Friedman
 Gottfried Haberler
 Alvin Hansen
 Walter Heller
 Harry Johnson

Fritz Machlup
 Arthur Okun
 Joseph Pechman
 Paul Samuelson
 Charles Schultze
 James Tobin

* Stellungnahmen vom 7. Mai 1971

Herbert Giersch

Geldwertstabilität und Wirtschaftswachstum*

1. Über Wechselkurse zu reden, wenn internationale Geldströme fließen, und von Inflation zu sprechen, wenn die Preise beschleunigt steigen, schadet nach herrschender Meinung dem Geld- und Währungssystem, in dem wir leben. Aber: paßt ein solches System, das auf Unwissenheit baut und die Wahrheit nicht verträgt, zu einer Marktwirtschaft, die aufgeklärt, und zu einer Gesellschaft, die mündig sein will?
2. Eine europäische Währungsunion erscheint vielen als verlockendes Ziel; aber wenn sie nicht Geldwertstabilität bringt, sondern eine Angleichung der Inflationsraten, und zwar im Zweifel nach oben, wird sie - zumindest in diesem Lande - die europäische Integration und vielleicht auch die Marktwirtschaft diskreditieren.
3. Wie die Marktwirtschaft in Verruf gerät, wenn sich der Geldwertschwund beschleunigt, zeigt deutlich der Wohnungs- und Grundstücksmarkt. Zwar steigen die Bodenpreise im Wirtschaftswachstum auch bei Geldwertstabilität - vor allem natürlich in den Ballungsgebieten -, aber wenn Inflationsfurcht herrscht und das Geld seine Funktion als Wertaufbewahrungsmittel immer schlechter erfüllt, steigt die Nachfrage und verknappt sich das Angebot auf dem Grundstücksmarkt in einer sonst nicht erklärlichen Weise. Steigende Grundstückspreise schlagen sich in steigenden Mieten nieder, und steigende Mieten wecken und stärken den Widerstand gegen die Marktwirtschaft im Wohnungswesen. Wenn wegen des Geldwertschwundes Eigentumswohnungen als reine Anlageobjekte produziert werden und sich selbst dann rentieren, wenn sie als Zweitwohnung praktisch ungenutzt bleiben, steigen die Baupreise und dadurch wiederum die Mieten in einem verhängnisvollen Zirkel. Und dabei werden Produktivkräfte, mit denen sonst Arbeiterwohnungen, Schulen und Krankenhäuser gebaut werden könnten, für nichts anderes verwendet als für die Produktion von Kapitalanlagen, die als eine Art Zementgold nur ein schlechter Ersatz für wertstabiles Geld oder wertgesicherte Anleihen sind.
4. Die These, daß Geldwertschwund dazu beitrage, den sozialen Frieden zu erhalten und den Kampf um die Einkommensverteilung zu mildern, kann nur kurzfristig richtig sein, und zwar unter der Voraussetzung, daß sich die Gewerkschaften über die zukünftigen Preissteigerungen täuschen. Auf längere Sicht aber schwindet diese Geldillusion. Die Inflationsspirale läßt sich dann möglicherweise nur noch bremsen, wenn man einen Rückgang der Nachfrage und Arbeitslosigkeit in Kauf nimmt.
5. Die These, man könne sich durch Inflation ein Mehr an realem Wirtschaftswachstum erkaufen, ist kurzfristig fragwürdig und langfristig falsch. Eine Wachstumsförderung durch Geldwertschwund käme, wenn sie bewußt gewollt würde und gelänge, einer Förderung der Vermögensbildung in Unternehmerhand gleich. Mehr noch als die Arbeitnehmer würden vielleicht die Sparer benachteiligt. Aber auch hier bleiben, wie das Beispiel des Bodens zeigt, wachstumsmindernde Ausweichreaktionen nicht aus.

*Zusammenfassung eines Vortrages, gehalten am 19. Mai 1971

6. Wenn die These von der wachstumsfördernden Wirkung des Geldwertschwundes so häufig vertreten wird, so beruht dies zum Teil darauf, daß man unter Wachstum nicht ausschließlich langfristige Angebotsausweitung versteht, sondern auch eine Zunahme der Nachfrage. Kurzfristig, wenn das gesamtwirtschaftliche Angebot - oder Produktionspotential - nach einer Rezession nicht voll ausgelastet ist, bewirkt zusätzliche Nachfrage noch ein Mehr an Sozialprodukt, aber von einer bestimmten Kapazitätsauslastung ab steigen als Folge des Nachfragesogs weniger die Mengen als die Preise. Auf die Dauer jedoch - und darum geht es beim Wachstum - kann das Mehr nur aus der Kapazitätserweiterung kommen, nicht aus einer ständigen Erhöhung des Auslastungsgrades. Um Mißverständnisse zu vermeiden, sollte man daher unter Wachstum nur die ständige Angebotsausweitung verstehen, nicht aber den Nachfragesog, der nur kurzfristig ein Mehr an Sozialprodukt verspricht.
7. Eine Verwechslung von Wachstum mit Nachfrage hat sich auch in das Stabilitäts- und Wachstumsgesetz eingeschlichen. Zwar steht das Ziel eines "stetigen und angemessenen" Wachstums im Zielkatalog, aber von Wachstum im Sinne einer Angebotsausweitung durch Erhöhung der Investitionsquote oder der Investitionsproduktivität ist nirgendwo die Rede. Mit "stetigem und angemessenem" Wachstum kann nichts anderes gemeint sein als eine stetige Entwicklung der Nachfrage parallel zum Wachstum des Produktionspotentials, das bei derart "angemessener" Nachfrage schon von selbst stetig wächst.
8. Die Vertreter der These, daß eine forcierte Nachfrageexpansion das "Wachstum" fördere, stützen sich gerne auf konjunkturelle Erfahrungen: Von Mitte 1967 bis Mitte 1969 erlebte die Bundesrepublik bei kräftiger Nachfrageexpansion einen kräftigen Produktivitätsanstieg; die jährlichen Zuwachsraten des Sozialprodukts lagen mit 7 bis 8 vH erheblich über dem, was für die Bundesrepublik Deutschland als normal gilt. Aber derartige konjunkturelle Erfahrungen stammen aus Phasen des Aufschwungs, in denen die Produktivität allein deshalb beschleunigt steigt, weil die Kapazitätsauslastung zunimmt. Diese Periode war Mitte 1969 zu Ende. Nach den wilden Streiks im September 1969 kehrte sich die Lage um: Der Produktivitätsfortschritt verlangsamte sich und die Zuwachsraten des realen Sozialprodukts nahmen ab; die Kosten und die Preise aber stiegen wie noch nie seit dem Korea-Boom. Ihre tiefere Ursache haben diese Preissteigerungen jedoch nicht in den Lohnwellen nach dem September 1969, wie manche glauben, sondern in der Übernachfrage und der extrem hohen Kapazitätsauslastung, die schon vorher herrschte.
9. Fehldeutungen ergeben sich wegen verzögerter Anbieter-Reaktionen. Unternehmen mit Marktmacht können es sich leisten, bei Übernachfrage die Preise konstant zu halten, bis sie sich vor der Öffentlichkeit durch den Hinweis auf Kostenerhöhungen glaubwürdig rechtfertigen können.

In dieser Phase einer trügerischen Preisruhe müßte eigentlich gebremst werden, bevor die Lohnkostenwelle anrollt; aber wer kann schon die Bremsen betätigen, wenn noch kaum Gefahren sichtbar sind und die Preise trotz Hochkonjunktur kaum steigen?

Zum Teil erklärt sich der Geldwertschwund also daraus, daß man im Konjunkturaufschwung wegen des Nachhinkens der Löhne und der Preise zu spät bremst und die Kapazitätsauslastung eine Höhe erreichen läßt, die eine Kosten- und Preiswelle nach sich zieht.

10. Wer die Beschäftigung und die Kapazitätsauslastung ständig über einem bestimmten kritischen Niveau halten will, beschleunigt nur den Geldwertschwund. Zwar wird bei überhöhtem Auslastungsgrad etwas mehr investiert, aber dies hat auf die Dauer keinen fühlbaren Einfluß auf das Wachstum des Produktionspotentials, weil eine Normalisierung unvermeidlich ist und weil die Normalisierung, wenn sie künstlich verzögert wird, die Gefahr einer größeren Rezession mit sich bringt. Internationale Querschnittsvergleiche, die die langfristigen Tendenzen im Gegensatz zur konjunkturellen Zeitreihenbeobachtung richtig messen, lassen daher auch keinen Wachstumsvorsprung der Länder mit stärkerem Geldwertschwund erkennen.
11. Auf die Dauer könnte man durch Geldwertschwund die Kapazitätsauslastung nur erhöhen, wenn die Anbieter weniger aufgeklärt wären und deshalb mehr Geldillusion hätten als die Nachfrager. Denn nur dann könnte die Inflation jene Angebotszurückhaltung überwinden, die monopolistische Anbieter und Anbieterorganisationen an den Tag legen, um über höhere Preise ein größeres Stück aus dem "Kuchen" des Sozialprodukts herauszuschneiden. Aber da die Anbieter und die Produzenten eher gewitzter sind als die Nachfrager und die Konsumenten, hat der "Trick" der Inflation auf die Dauer keine Wirkung, ganz zu schweigen davon, daß er die Gesellschaftsordnung unglaublich macht und die Marktwirtschaft diskreditiert.
12. Die Rückgewinnung der Geldwertstabilität in der Bundesrepublik ist daher eine Aufgabe, die jeden angeht, der nicht um kurzfristiger Vorteile willen langfristige Werte zu opfern bereit ist. Die Politiker in der Regierung und in der Opposition sollten bei allem Gerangel nicht übersehen, daß viele Bürger, um die sie werben, aufgeklärter sind und weitsichtiger denken als gemeinhin angenommen wird. Wenn wir ihnen nachdrücklich sagen, daß staatsmännischer Weitblick und Sinn für das Ganze in den kritischen Monaten, die vor uns liegen, mehr gefragt sind als billige Polemik und Ressortegoismus, kann Schiller mit seinem binnenwirtschaftlichen Stabilisierungsprogramm zu unser aller Nutzen eine reelle Chance haben.
13. Außenwirtschaftlich ist durch die Freigabe des Wechselkurses jedes binnenwirtschaftliche Stabilisierungsprogramm abgesichert. Die Gefahr, daß lohnpolitische Zurückhaltung deshalb nicht honoriert wird, weil die Auslandsinflation ständig neue Preiserhöhungsspielräume schafft, ist bei freiem Wechselkurs ausgeschaltet. Allerdings muß eines deutlich gesagt werden: Wer aus irgendwelchen Gründen eine Rückkehr zur alten Dollarparität ankündigt oder verspricht, macht es den Gewerkschaften psychologisch und faktisch unmöglich, auf eine stabilisierungskonforme Lohnpolitik umzuschalten. Denn da im Ausland die Preise unter dem Druck der Löhne weiter steigen, brächte die Rückkehr zur alten Parität nach einem Gelingen der binnenwirtschaftlichen Stabilisierung eine importierte Inflation ins Land, die zwar die Gewinnspannen kurzfristig erhöhte, aber den Stabilisierungserfolg zunichte machte.
14. Andererseits muß, wenn die Rückkehr zur alten Parität ausgeschlossen ist, den Gewerkschaften gesagt werden: der freie Wechselkurs ermöglicht es, eine wirk-same Stabilitätspolitik zu treiben. Wenn die Bundesbank loyal ist, so kann sie über eine restriktive Geldpolitik oder über den forcierten Verkauf von Devisen den Dollarkurs so drücken, daß die Unternehmen und mit ihnen die Arbeitsplätze unter einen scharfen Wettbewerbsdruck geraten, der das Klima an der Preis- und Lohnfront deutlich ändern würde. Statt von einer außenwirtschaftlichen Absicherung sprächen wir in diesem Falle von einer außenwirtschaftlichen Abstützung der Stabilitätspolitik. Sie machte eine zurückhaltende Lohnpolitik zu einem Gebot der

beschäftigungspolitischen Vernunft; denn wenn die Gewerkschaften die Lohnpolitik nicht anpaßten, brächten sie die Arbeitsplätze in Gefahr. Eigentlich müßten die exportintensiven Unternehmen ihren Arbeitern dies klar machen können; aber noch richtet man Briefe an die falschen Adressen - so auch an die Wirtschaftsforschungsinstitute, die den Weg für die außenwirtschaftliche Absicherung oder Abstützung freigemacht haben.

15. Ob man von den beiden wechselkurspolitischen Strategien die der Absicherung oder der Abstützung wählt; in jedem Falle tragen die Gewerkschaften nunmehr eine größere Mitverantwortung, sei es für die Geldwertstabilität, sei es für die Sicherung der Vollbeschäftigung. Die Bundesbank aber ist in der Periode des freien Wechselkurses wieder Hüterin des Geldwertes, wie sie es seit der Einführung der Konvertibilität vor fast 13 Jahren nie war. Deshalb sollte es, nachdem nun auch das Wirtschafts- und Finanzressort zusammengelegt sind, eigentlich möglich sein, eine Stabilisierung ohne Stagnation herbeizuführen. "Eigentlich" heißt hier, daß das Ziel nur erreichbar ist, wenn es gelingt, diese Zusammenhänge auch unserer Bevölkerung verständlich zu machen und ins Bewußtsein einzuprägen.

Gottfried Haberler

Two Conflicting Views of the German Balance of Payments Predicament*

It seems to me that in pronouncements of German as well as other officials and in private commentaries on the German balance of payments predicament two conflicting interpretations can be found, often side by side in the same statement.

First Interpretation

During the last few weeks it has been said many times that there is really no need for a permanent change in the exchange value of the DM because the Germany's current balance shows only a small surplus and the basic balance is actually in slight deficit. The trouble comes entirely from interest sensitive of purely speculative capital flows. This can be regarded as the official position of the Bundesbank and of the Common Market officials.

Second Interpretation

At the same time and often in the same statements there are strong, often emotional complaints, about the inflationary policies of the U. S. which threaten to make the dollar unfit for the role of the world's reserve currency and unit of account. It is pointed out that for well-known reasons the German people are especially sensitive to the threat of inflation and it is claimed that Germany has had a better record in containing inflation than the U. S. and most other countries and, despite its present bout of inflation, is likely also in the future to be more successful in its anti-inflation policy than other countries. Germany's inflation is at least to a considerable extent imported and not home-made.

Attempt at reconciliation

These two interpretations can be reconciled by admitting the paramount importance of differential inflation while at the same time emphasizing the obvious fact that things were brought to a head in an acute crisis by massive flows of capital, induced first by interest differentials and later by expectations of an appreciation of the DM.

This, to my mind, is the correct interpretation. I doubt very much whether short term capital flows alone, without an underlying actual and/or prospective basic or current account surplus, in other words without a fundamental disequilibrium, could have brought on the crisis. If it had been speculation alone, the Bundesbank should have been able to ride out the storm.

Interest sensitive capital on the other hand is somewhat different because interest differentials reflect the well known "dilemma situation", a conflict between the requirements of internal and external equilibrium. They therefore are likely to indicate an actual or prospective fundamental disequilibrium in the balance of payments.

The Basic Contradiction

It is contradictory to insist that the whole trouble stems from capital flows and that therefore no permanent appreciation of the DM of indefinite float is required, while at the same time complaining loudly about imported inflation.

* Stellungnahme vom Mai 1971

The only protection against imported inflation is a permanent change in the exchange rate or still better an indefinite float. The categorical promise to go back after a transitory float to the pre-crisis parity of the DM could be reconciled with the complaint about imported inflation only by the assumption that the U. S. inflation will soon be reduced to a level which does not spell inflation for Germany. I am all in favor of checking inflation in the U. S. But whether it will happen soon enough from the German point of view is doubtful. Equally important is the distinct possibility that reducing inflation in the U. S. to an internally tolerable level, say to not more than a 1 1/2 or 2 % rise in consumer prices, may not be enough to completely forestall inflationary impulses on other countries.¹

My own guess would be that in Germany not much continued inflation would be required to get into equilibrium with the U. S. But I may be wrong and I certainly would not want to make any pronouncements as to what rate of inflation will or should be acceptable to the German people.

Given these uncertainties it strikes me as very incautious to promise an early or eventual return of the DM to its pre-crisis parity. From the internal German standpoint of fighting inflation, home-made or imported, the actual return to the old parity or even the promise of a later return is clearly the opposite of what is required.

In addition there exists, from the international standpoint and that of good neighbor policy, a very serious argument against a return to the old parity, namely that such a policy would in all probability greatly embarrass the Swiss and the Austrians. I find it impossible to doubt that the decision to upvalue the Swiss franc and Austrian shilling was based on the assumption that the DM would go up and would eventually be stabilized at a higher level. This surely was the conclusion that any outsider must have drawn from the reports which came from Bruxelles and Bonn after the dust of the internal German and Common Market battles about the solution of the crisis had settled.

Nobody can claim that the necessary changes in exchange rates were made smoothly. But then smooth adjustment cannot be expected under the system of adjustable pegs. Fortunately this time when the storm clouds gathered on the financial horizon no elections were due in which the change in the value of the DM could have been made an issue as it was in 1969. But the attempt to go back to the status quo ante after a more or less extended float would draw out the agony as much or perhaps more than an election.

Upvaluation of the DM and German Exports

It is understandable that the German export industries intensely dislike the idea of an appreciation of the DM either in a single step or by way of a float.

But if there is anything in the complaint about imported inflation some restraint on exports is unavoidable. You cannot have your cake and eat it too, that is to say you cannot have the competitive advantage resulting from slower inflation than elsewhere (an essential feature of imported inflation) and prevent the imported inflation at the same time. It would not essentially change the situation, if it were claimed that by now the in-

¹ To express it paradoxically, a country can "export" inflation without having inflation itself. Shifts in international demand can bring about this superficially paradoxical result. To illustrate, Japan for quite some time has had considerably more inflation as measured by the rise in the CPI than the U. S. But she has at the same time a large surplus in her balance of payments which surely is an inflationary factor. Japan, by the way, more or less consciously prefers a certain amount of inflation to an appreciation of the Yen.

flation is entirely home-made. For restraining a home-made inflation would immediately open the flood gate for imported inflation, even if the restraint was accomplished by fiscal rather than by monetary policy.

To repeat, if the flood of dollars had been entirely the consequence of speculative capital flows the Bundesbank should have been able to ride out the storm by further absorption of dollars. It could not have run out of Mark because, as President Klaasen was reported to have said, it manufactures the Marks. The speculators would soon have become tired and given up. Moreover, purely speculative funds would not have been spent and would thus not give rise to imported inflation.

Interest sensitive capital flows, on the other hand are a different story, as was indicated above, because they impede anti-inflationary internal policies and so reflect the existence of a dilemma situation and of an actual or prospective fundamental disequilibrium.

I do not question that some of the assumptions made in the preceding analysis are of uncertain accuracy. I cannot claim to have made an exhaustive study of the German balance of payments or German inflation facts. I therefore cannot be sure of the comparative magnitude and importance of the contribution of capital flows of different type and of what I called the fundamental disequilibrium to the embarrassing balance of payments surplus. But I doubt whether anybody can be quite sure even if he is much more familiar with the facts than I am.

The conclusion which we have to draw from these unavoidable uncertainties is in my opinion that the safest policy will be to let the DM float for a considerable period. In view of the large speculative positions which will have to be unwound it will have to be a managed float. This will require very skilful manipulations and difficult judgments on the part of the Bundesbank. To prejudge the outcome of this process by a firm promise to return eventually to the old parity strikes me singularly unwise; for it is based on the extreme assumption that the whole trouble is speculation and that there is no fundamental disequilibrium whatsoever or that it will go away all by itself. If this diagnosis were correct the whole trouble could have been avoided in the first place. If the fundamental disequilibrium turns out to be small or to be shortlived the floating Mark would not rise much. To be sure of the final outcome betrays, I believe, insufficient awareness of the complexities and uncertainties of the situation.

The Question of Controls

It would be equally unwise and misguided to set up an elaborate machinery of controls for the purpose of punishing the speculators and preventing future speculation. This would be a radical reversal of the liberal policies which all German governments since 1948 have pursued and which have made a tremendous contribution to the German "economic miracle" and the expansion of world trade. It will take time to set up effective controls. For the solution of the present emergency they would come too late. Once set up it will be next to impossible to get rid of them, and there will remain a standing temptation to use the controls, to perfect them and to make them more elaborate. Parkinson's Law will operate inexorably.

H.-M. Stahl, P. Trapp

Konzept einer stabilitätsorientierten Wechselkurspolitik*

1. Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen sind Bedingungen dafür geschaffen worden, daß in der Bundesrepublik eine an Preisniveaustabilität orientierte Wirtschaftspolitik durchgesetzt werden kann. Es ist nun möglich, dauerhaft aus dem internationalen Inflationstrend auszuscheren, da die Verknüpfung von Binnenpreisen mit dem ausländischen Preisniveau, die - auf mittlere Sicht - bei fixierten Wechselkursen besteht, gelöst ist. In Zukunft kann nicht nur verhindert werden, daß stabilitätspolitische Maßnahmen durch außenwirtschaftliche Einflüsse unterlaufen werden, es wird auch möglich, die Stabilisierungsbemühungen durch eine entsprechende Wechselkurspolitik zu unterstützen.
2. Über den zukünftigen währungspolitischen Kurs der Bundesregierung besteht aber noch große Unsicherheit. Als Möglichkeiten stehen zur Debatte:
 - I. Rückkehr zur alten Parität und damit Einhaltung der Brüsseler Beschlüsse,
 - II. vorübergehende Rückkehr zur alten Parität und anschließende Aufwertung der D-Mark (was auch nach dem Eintritt in die erste Stufe der europäischen Währungsunion noch möglich ist),
 - III. Fixierung einer neuen höheren Parität (Aufwertung der D-Mark),
 - IV. Beibehaltung flexibler Wechselkurse.
3. Die Bundesregierung hat gezeigt, daß sie es mit der Stabilitätspolitik ernst meint, indem sie ein binnenwirtschaftliches Stabilisierungsprogramm verabschiedete und einkommenspolitische Schritte in die Wege leitete, mit denen die Tarifpartner zu stabilitätsgerechten Lohn- und Preisforderungen angehalten werden. Eine Rückkehr zur alten D-Mark-Parität würde die Stabilisierungsbemühungen zum Scheitern verurteilen. Daher kann man die erste Alternative nicht ernsthaft in Erwägung ziehen.
4. Die Alternativen zwei und drei können die Stabilitätspolitik allenfalls vorübergehend unterstützen; und zwar dann, wenn der Aufwertungssatz hoch genug ist, um mittels eines Vorhalteeffekts zumindest solange ein stabilitätsorientiertes Verhalten der Tarifpartner zu erzwingen und einen Inflationsimport zu verhindern, wie die D-Mark überbewertet ist. Je höher aber der Aufwertungssatz, desto größer muß das damit verbundene Rezessionsrisiko veranschlagt werden; und je geringer die Paritätsänderung, desto schneller werden die internen Stabilisierungsbemühungen wieder durch außenwirtschaftliche Einflüsse unterlaufen.
5. So bietet sich - bei anhaltenden Preissteigerungen im Ausland - als einzige Alternative die Beibehaltung des flexiblen D-Mark-Kurses an, wenn ein anhaltender Stabilisierungserfolg im Inland ermöglicht und gesichert werden soll. Drei Varianten der Wechselkurspolitik sind zu unterscheiden:
 - Entschließt sich die Bundesregierung, die Flexibilität des D-Mark-Wechselkurses für die absehbare Zukunft beizubehalten, so kann die interne Stabilitätspolitik außenwirtschaftlich abgesichert, also ein Inflationsimport aus dem Ausland verhindert werden (Strategie der außenwirtschaftlichen Absicherung).

* Wir danken unseren Kollegen D. Gebert, H. Müller-Groeling, K. D. Schmidt und N. Walter für zahlreiche Diskussionen und kritische Anmerkungen.

- Die Regierung kann glaubhaft machen, daß sie auf eine allmähliche Verteuerung der eigenen Währung hinwirkt, um damit die Tarifpartner zu zwingen, Löhne und Preise in Zukunft weniger stark zu erhöhen, als dies bei festen Wechselkursen möglich wäre. Die jährliche Aufwertungsrate gibt wider, um wieviel die Bundesregierung den Preisanstieg im Inland unter die durchschnittliche Inflationsrate des Auslandes zu drücken gewillt ist (Strategie der außenwirtschaftlichen Abstützung).
- Schließlich kann die Bundesregierung sich für einen 'Aufwertungssprung' (d. h. eine abrupte Aufwertung am Kassamarkt) entscheiden, um die Preissteigerungserwartungen schlagartig zu brechen. Dadurch könnte den Tarifpartnern vor Augen geführt werden, daß die Regierung entschlossen ist, ihr Stabilitätsziel zu verwirklichen, selbst wenn die Tarifpartner sie durch stabilitätswidrige Lohn- und Preisfestsetzungen dazu zwingen, dies unter Inkaufnahme einer Rezession zu bewirken. Anschließend hätte man sich hinsichtlich der weiteren Wechselkurspolitik für eine der beiden oben dargelegten Varianten zu entscheiden. (Strategie der außenwirtschaftlichen Abschreckung).

6. Ziel der Wechselkurspolitik zum gegenwärtigen Zeitpunkt muß es sein, eine Stabilisierung des Preisniveaus ohne Stagnation herbeizuführen. Zur Dämpfung des Preisauftriebs bedarf es einer nachhaltigen Korrektur der Preissteigerungserwartungen im Inland, die sich in der jüngsten Vergangenheit in Anpassung an den internationalen Inflationstrend auf annähernd 5 Prozent hinaufgeschraubt haben. Die Freigabe des Wechselkurses allein (Absicherungsstrategie) vermag diese Aufgabe nicht zu erfüllen, denn da heute die längerfristige Entwicklung des D-Mark-Wechselkurses wegen sich widersprechender Verlautbarungen der wirtschaftspolitischen Instanzen völlig offen ist, kann man nicht damit rechnen, daß sich die Tarifpartner aus freien Stücken zu einem stabilitätskonformen Verhalten entschließen.

Mit Hilfe der Abschreckungsstrategie lassen sich die Inflationserwartungen sicherlich schlagartig brechen, jedoch wohl nur um den Preis eines Beschäftigungsrückganges. Solange aber nicht versucht worden ist, einen Stabilisierungserfolg dadurch herbeizuführen, daß die Tarifpartner mit einer allmählichen, aber sichereren Aufwertung der D-Mark konfrontiert wurden (Abstützungsstrategie), erscheint uns eine solche 'Roßkur' nicht ratsam.

7. Ein sicher voraussehbarer Aufwertungsstrend des D-Mark-Wechselkurses eignet sich am besten dazu, die gewünschte Korrektur der Preissteigerungserwartungen zu bewirken. Hierfür sprechen folgende Gründe:
- Wenn sichergestellt ist, daß in absehbarer Zeit nicht wieder eine Parität fixiert wird, können sich die Gewerkschaften mit niedrigeren Lohnforderungen zufrieden geben; denn sie können darauf vertrauen, daß ihr stabilitätsorientiertes Verhalten nicht wieder durch außenwirtschaftliche Einflüsse unterlaufen wird und importierte Preissteigerungen ihre zurückhaltenden Nominallohnforderungen nicht im Nachhinein als zu geringe Realloohnerhöhungen ausweisen.
 - Bei einer sicheren, langfristig voraussehbaren Verteuerung der D-Mark können die Unternehmer in Zukunft nicht mehr mit Preiserhöhungsspielräumen rechnen, die es ihnen (bei konstanten Wechselkursen) ermöglichten, auf überhöhte Lohnforderungen einzugehen, ohne sich um Absatzeinbußen sorgen zu müssen. Und die Gewerkschaften werden zur Zurückhaltung bei ihren Lohnforderungen gezwungen, da sie sonst die Arbeitsplätze in Gefahr bringen.

- Da gegenwärtig eine Preis- und Kostendisparität zum Ausland nicht eindeutig diagnostiziert werden kann, wird einer allmählichen Aufwertung, nicht einem Aufwertungssprung das Wort geredet¹. Es bedarf heute also keiner schlagartigen Verschärfung des Wettbewerbs von außen, um die inländischen Unternehmer daran zu hindern, in solche Preiserhöhungsspielräume vorzustoßen, die sich auf Grund vorseilender Auslandspreise herausgebildet haben, und/oder um eine überschäumende Binnenkonjunktur zu drosseln. Vielmehr vermag die anvisierte allmähliche Aufwertung stabilitätskonformes Verhalten im Inland zu erzwingen und zugleich zukünftige Zahlungsbilanzungleichgewichte zu vermeiden, die sich bei Preisstabilität im Inland und Inflation im Ausland bei konstantem Wechselkurs ergeben würden.
8. Aus der dargelegten Wechselkursstrategie folgt für die von der Regierung einzuschlagende Wirtschaftspolitik:
- Solange die Bundesregierung sich zwar einer marktkonformen, außenwirtschaftlichen Absicherung durch flexible Wechselkurse bedient, es aber offen läßt, ob sie nicht früher oder später doch zur alten Parität zurückkehren werde, bleibt ihr Stabilitätskonzept unglaubwürdig. Eine solche Strategie dient allenfalls dazu, die Spekulation zu verunsichern; sie ist jedoch kaum geeignet, die Preissteigerungserwartungen zu dämpfen und die Unternehmen und Gewerkschaften zu einer stabilitätsorientierten Preis- und Lohnpolitik anzuhalten.
 - Wenn sich die Erwartung weiter verfestigt, die Regierung werde in absehbarer Zeit eine neue, höhere Parität für die D-Mark festsetzen, wird die freie Kursbildung der D-Mark sicherlich nicht zu einer allmählichen Aufwertungsentwicklung führen. Der Marktkurs wird sich vielmehr bei jenem Wert einpendeln, von dem die Spekulation annimmt, er entspreche der neuen Parität.
- Will die Regierung die Bedingungen für einen nachhaltigen Stabilisierungserfolg schaffen, so bleibt ihr nur dies: ein offenes Bekenntnis, daß sie eine allmähliche Aufwertung der D-Mark mit den ihr zur Verfügung stehenden Mitteln unterstützen werde und zwar solange, wie sie beabsichtigt, für mehr Preisstabilität im Inland zu sorgen, als dies in unseren wichtigsten Handelspartnerländern geschieht.
9. Entscheidende Bedeutung für die Gewinnung der Stabilität kommt der Politik der Bundesbank zu. Dabei stehen ihr der neu hinzugewonnene Aktionsparameter Wechselkurs und die herkömmlichen, jetzt wirksameren Instrumente zur Steuerung von Zinsen und Geldmenge zur Verfügung. Das theoretische Konzept, aus dem wir die von der Bundesbank einzuschlagende Politik ableiten wollen, entspricht dem Gleichgewichtszustand, in dem sich die Erwartung einer langfristigen Aufwertungstendenz der D-Mark allgemein durchgesetzt hat. Es ist wie folgt zu sehen :
- Die Erwartung einer allmählichen Aufwertungsentwicklung des Kassakurses der D-Mark spiegelt sich in entsprechenden Abschlägen für den Dollar an den Devisenterminmärkten verschiedener Fristen wider: je länger die Fristigkeit eines Terminmarktes, desto höher der Abschlag für den Dollar.

¹ Allerdings ist zu berücksichtigen, daß nach den Aufwertungen in Österreich und in der Schweiz das Wechselkursniveau, bei dem eine Preis- und Kostendisparität zwischen der BRD und dem Ausland nicht besteht, etwa um 2 Prozentpunkte gegenüber der alten Parität nach oben verschoben wurde.

- Gleichzeitig ergibt sich, als Gegenstück einer solchen Terminmarktstruktur, eine (negative) Zinsdifferenz, die sich für die verschiedenen Geld- und Kapitalmärkte im Inland im Vergleich zum Ausland herausbildet: Per annum gerechnet müssen die Zinsen im Inland gerade um den Satz der über's Jahr erwarteten Aufwertung der D-Mark unter den entsprechenden Auslandszinsen liegen (Arbitrage-Gleichgewicht).¹
 - Nur wenn der Kassakurs der D-Mark nicht in Abwertungsrichtung abgeleitet, während sich die (negative) Zinsdifferenz herausbildet, bewirken Terminmarktstruktur und komplementäre Zinsdifferenz die Erwartung einer gleitenden D-Mark-Aufwertung (und sind gleichzeitig Ausdruck solcher Erwartungen). In diesem Fall entsprechen auch die Terminkurse den in der Zukunft erwarteten Kassakursen, so daß sich kein Anreiz mehr für spekulative Aktivität ergibt (Spekulationsgleichgewicht).
10. Im Mai 1971 zeigte sich eine Komponente des dargestellten Gleichgewichts deutlich in den extrem niedrigen Zinssätzen am inländischen Geldmarkt (so daß die Banken in der Bundesrepublik Tagesgeld quasi zu einer Schutzgebühr anbieten konnten). Darin kam einerseits die starke Liquiditätserhöhung infolge der eingeströmten Spekulationsgelder zum Ausdruck, andererseits, daß man angesichts der in der nahen Zukunft erwarteten Aufwertung der D-Mark (gegebenenfalls im Zusammenhang mit Fixierung einer neuen Parität) trotz niedrigster Verzinsung bereit war, weiterhin D-Mark zu halten. Je mehr sich die Erwartung einer abrupten Aufwertung in naher Zukunft verfestigt und je näher dieser Zeitpunkt rückt, desto höher müssen - auf's Jahr umgerechnet - die Swapsätze und die komplementären Zinsdifferenzen sein. Sollte der Zins für Tagesgeld in der BRD aufgrund institutioneller Hemmnisse nicht genügend sinken (d. h. gegebenenfalls negativ werden) und der entsprechende Auslandszinssatz (sprich Eurodollar-Zins) wegen der 'Größe' des Auslands nicht genügend steigen - und dies beobachten wir gegenwärtig (Anfang Juni 1971) - dann ist das Arbitragegleichgewicht bei Erwartung eines Aufwertungssprungs gestört: Man nimmt am Eurodollarmarkt Kredite auf, um sie in D-Mark anzulegen und dies kann sehr wohl die Bemühungen der Bundesbank, durch Erhöhung der Mindestreserven die Inlandsliquidität zu verringern, wieder durchkreuzen.
11. Hinsichtlich der längerfristigen Entwicklung des D-Mark-Wechselkurses besteht aber große Unsicherheit. Die Erwartung, daß sich unsere Währung im Rahmen der Stabilisierungsbemühungen allmählich aufwerten müßte (und dies bei flexiblen Wechselkursen auch könnte), steht in krassem Widerspruch zu Erklärungen von Bundesbank und EWG-Ministerrat, wonach die D-Mark zur alten Parität zurückkehren werde. Die Stellungnahmen von Regierungsseite endlich stützen beide und widerlegen keinen der gegensätzlichen Standpunkte. Deshalb zeigen weder die längerfristigen Terminmärkte einen klaren längerfristigen Aufwertungs-trend, noch findet man Zinsdifferenzen zwischen dem in- und ausländischen Kapitalmarkt, die dem Arbitrage-Gleichgewicht bei längerfristigen Aufwertungserwartungen entsprächen: Es wird zwar kurzfristig mit der Möglichkeit gerechnet, von der Festsetzung einer neuen, höheren Parität in naher Zukunft profitieren zu können, aber Ausländer versprechen sich offenbar keine Aufwertungsgewinne auf längere Sicht, so daß sie bislang nicht bereit sind, in großem Stil inländische Wertpapiere zu erwerben und damit einen Druck auf den Kapitalmarktzins auszuüben.
12. Solange die von den wirtschaftspolitischen Instanzen anvisierte Wechselkurspolitik völlig unklar ist, werden sich weder die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich mehr Preisstabilität verfestigen können, noch werden sich die Begleit-

¹ Durch speziell für Auslandsgelder erhöhte Mindestreserven und andere diskriminierende Maßnahmen wird das Arbitragegleichgewicht modifiziert.

erscheinungen der Erwartung einer stabilitätsgerechten Wechselkursentwicklung, nämlich die dargestellte Terminmarktstruktur und Zinsdifferenz allein durch die Marktkräfte herausbilden. Daraus ergibt sich: Die Bundesbank muß sich jetzt zu allererst - ebenso wie die Regierung - uneingeschränkt und unzweifelhaft zu einer allmählichen Aufwertung der D-Mark bekennen.

13. Sollte sich dann die dem Aufwertungstrend entsprechende Zins- und Terminmarktstruktur nicht ergeben, so könnte die Bundesbank zusätzliche Schritte ergreifen, um zur Festigung der Erwartung einer langfristigen und allmählichen Aufwertung beizutragen:

- Sie kann die Aufwertungsstruktur der Terminmärkte, die die allmähliche Aufwertungsentwicklung der D-Mark am Kassamarkt antizipiert, unterstützen. Dazu müßte sie Termindollar anbieten bzw. Termin-D-Mark nachfragen.
- Sie kann die Tendenz zur Bildung negativer Zinsdifferenzen verstärken. Da schon heute negative Zinsdifferenzen am kurzen Ende bestehen, verbleibt, auf ein Sinken des langfristigen Zinssatzes hinzuwirken. Die Bundesbank könnte Offenmarktkäufe in langfristigen Papieren vornehmen, um ein Sinken des Kapitalmarktzinses zu unterstützen.

Man muß sich vor Augen halten, daß dabei eine Politik, die die Bildung der Zinsdifferenzen verstärkt, ihrerseits gleichzeitig die Aufwertungsstruktur der D-Mark auf den Terminmärkten intensiviert und umgekehrt die aufgezeigten Terminmarktinterventionen die Bildung einer Zinsdifferenz beschleunigen. Vielleicht könnte eine Politik, die an den Zinsen ansetzt, gleichzeitig eine Liquiditätsverringerung bewirken, da die Tendenz zur Wiederherstellung eines Arbitragegleichgewichts mit Kapitalexporten einhergeht.

14. Das von der Bundesregierung erlassene Verzinsungsverbot für Auslandseinlagen ist zwar nicht mit den Prinzipien freier Marktwirtschaft vereinbar, kann aber seinerseits als ein erster Schritt betrachtet werden, der auf eine Senkung der Kapitalmarktzinsen hinwirkt; denn für ausländische Kapitalanleger ist jetzt ein besonderer Anreiz gegeben, auf D-Mark lautende Wertpapiere zu erwerben. Um Wertpapierkäufe für Ausländer attraktiver zu machen, sollte die Bundesregierung auch nicht zögern, die Kuponsteuer zu beseitigen.

Die Schaffung einer ausreichenden Zinsdifferenz wird darüber hinaus durch die gegenwärtigen Bemühungen zur Zinsniveausteigerung in den USA und Frankreich erleichtert. Diese Entwicklung erlaubt es, daß die gewünschten Aufwertungstendenzen an den Terminmärkten bereits bei geringsten Korrekturen der inländischen Zinsen nach unten zustande kommen.

15. Im Zusammenhang mit der hier aufgezeigten Strategie stellen sich drei Übergangsprobleme, auf die an dieser Stelle näher einzugehen ist:

Zunächst stellt sich die Frage, ob die allmähliche Aufwertung der D-Mark nicht auch durch geeignete Interventionen der Bundesbank am Kassamarkt herbeigeführt werden könnte, so daß man sich weder um die Terminmarktaufwertung, noch um die negative Zinsdifferenz zu sorgen hätte.

Kassamarktinterventionen der Zentralbank sind im System flexibler Wechselkurse in erster Linie der Glättung kurzfristiger, unerwünschter Kursschwankungen vorbehalten; in diesem Sinne hat die Bundesbank im Rahmen der hier entwickelten Strategie immer dann D-Mark oder Dollar am Kassamarkt anzukaufen bzw. nachzufragen,

wenn die tatsächliche Kursentwicklung in unerwünschter Weise vom anvisierten allmählichen Aufwertungs-trend abzuweichen droht. Der langfristige Trend der Wechselkursentwicklung aber, der die Erwartung der Marktkräfte widerspiegelt und die Kalkulationen der Marktteilnehmer bestimmt, findet in den Terminmärkten seinen Niederschlag. Mit einer Revision der Inflationserwartungen und einer Korrektur des Verhaltens der Tarifpartner kann daher nur gerechnet werden, wenn die Gewißheit der Marktteilnehmer, daß sich die D-Mark allmählich verteuern werde, in einer entsprechenden Terminmarktstruktur (und einer komplementären Zinsdifferenz) zum Ausdruck kommt.

16. Weiterhin erscheint fraglich, ob die anvisierte Senkung der Kapitalmarktzinsen in der gegenwärtigen Konjunkturlage wünschenswert ist.

Wenn man davon ausgeht, daß die Auslandszinsen nicht genügend steigen, muß mit der Verfestigung der langfristigen Aufwertungserwartung, die sich in entsprechenden Depots für den Dollar auf den Terminmärkten niederschlägt, ein Sinken des Kapitalmarktzinses in der BRD einhergehen. Dies darf aber weder als ein Umschalten der Geldpolitik auf einen Expansionskurs verstanden werden, was der heutigen Konjunkturlage widerspräche, noch als ein Ausdruck dafür, daß bei flexiblen Wechselkursen der internen Geldpolitik die Hände offenbar ebenso gebunden seien, wie bei fixierten Wechselkursen. Die allmähliche Zinssenkung für längere Fristen ist ausschließlich Ausdruck sich ändernder Inflationserwartungen: die Inflationsprämie die bisher in den langfristigen Zinssätzen enthalten ist, kann entfallen. Daher kann die Zinssenkung auch keine expansiven Wirkungen haben, denn die Rentabilität der Investitionen ändert sich nicht, haben doch die Unternehmer nun auch mit gesunkenen Preiserhöhungsmöglichkeiten und verschärfter Auslandskonkurrenz zu rechnen. Es wird deutlich, daß die hier vorgeschlagene Wechselkursstrategie lediglich auf eine Nominalwertoperation hinausläuft, die die Wirtschaftssubjekte dazu zwingt, aus den Preisen ebenso wie aus den Lohn- und Kapitalkosten die Inflationserwartungen herauszudividieren. Da aber reale Größen, wie Realverzinsung und Rentabilität, dabei unverändert bleiben, hat die allmähliche D-Mark-Aufwertung keine dämpfenden, die Zinssenkung keine expansiven Effekte: die vorgeschlagene Strategie ist beschäftigungsneutral (konjunkturneutral).

Sollte es aber nicht gelingen, die Tarifpartner auf ein stabilitätsorientiertes Verhalten zu verpflichten oder erschiene es aus konjunkturpolitischen Gründen angezeigt, so ist es der Geldpolitik unbenommen, auf eine kurzfristige Steigerung der Zinsen über ihr längerfristiges - nach unten verschobenes - Gleichgewichtsniveau hinzuwirken und so neben der kontraktiven Wirkung steigender Zinsen die dämpfenden Effekte einer abrupten Aufwertung des Kassakurses herbeizuführen.

17. Schließlich gilt es zu überlegen, ob die beschriebene Geldpolitik nicht dem Erfordernis widerspricht, daß gegenwärtig eine Verminderung der Inlandsliquidität notwendig wäre.

Sollte sich die Bundesbank gezwungen sehen, die Zinssenkung am langen Ende durch Offenmarktkäufe zu unterstützen, so erfolgt eine Liquiditätsvermehrung im Inland. Diese scheint das Dilemma, in dem sich die Bundesrepublik seit der Liquiditätsschwemme befindet, noch zu verschärfen: die Erhöhung der Geldmenge ist schwerlich geeignet, die heimischen Inflationsimpulse einzudämmen. Dabei wird jedoch folgendes übersehen: Je größer die Gewißheit einer allmählichen D-Mark-Aufwertung ist, desto mehr schwinden die Anreize, Spekulationsgelder in der Bundesrepublik im Hinblick auf eine abrupte Aufwertung und damit mögliche Gewinne

zu belassen. Und berücksichtigt man die zum Aufwertungstrend komplementäre negative Zinsdifferenz, so bestehen überhaupt keine Vorteile, die Ausländern aus D-Mark-Anlagen gegenüber den Anlagen im eigenen Land erwachsen. Die Offenermarktpolitik der Bundesbank beschleunigt so den natürlichen Abstrom der Spekulationsgelder, der mit einer Verringerung der Inlandsliquidität dann einhergeht, wenn die Bundesbank einer konjunkturpolitisch unerwünschten Abwertungstendenz der D-Mark am Kassamarkt durch Angebot von Dollars aus ihren Devisenreserven entgegentritt¹. Dabei wird die Tendenz zum Kapitalabstrom um so stärker sein, je stärker - bei gegebenen Auslandszinsen und gegebener Terminmarktstruktur - die Zinssenkung im Inland ist.

In den Interventionen der Bundesbank am Kassamarkt, die ein Absinken des D-Mark-Wechselkurses im Falle eines Abflusses von Spekulationsgeldern verhindern sollen, kommt wiederum die Konjunkturneutralität der vorgeschlagenen Wechselkursstrategie zum Ausdruck: während sinkende Inlandszinsen bei völlig freier Kursbildung expansive Effekte haben, da die induzierten Kapitalexporte eine Abwertung am Kassamarkt herbeiführen, so unterstützen sie hier ausschließlich die Aufwertungstendenz an den Terminmärkten und dienen damit der preispolitischen Absicherung und Abstützung der inländischen Stabilitätspolitik. Die Interventionen der Bundesbank am Kassamarkt führen zugleich zu einem Abbau der unproduktiven Devisenreserven.

¹ Solange noch ein kräftiger Aufwertungssprung in naher Zukunft erwartet wird, ist freilich der Versuch der Bundesbank, Inlandsliquidität durch Abgabe von Dollars am Kassamarkt abzuschöpfen, zum Scheitern verurteilt (vgl. Ziffer 10). Dies zeigte sich deutlich bei den Interventionen der Bundesbank am 2. Juni 1971.

Carl-Christian von Weizsäcker
Ein Vorschlag zur Währungsunion *

Der Brüsseler Kompromiß und die in den letzten Tagen unternommenen Maßnahmen der Bundesregierung geben dem nur durch die Zeitung Informierten noch kein klares Bild darüber, wie es währungs- und konjunkturpolitisch weitergehen soll. Die Lage bietet keinen Anlaß zu großem Optimismus.

In Brüssel wurde festgelegt, daß die Wechselkurse vorübergehend freigegeben werden können, sie aber schließlich zu ihren alten Paritäten zurückkehren müssen. Frankreich hat nachträglich erklärt, es werde an den Gesprächen zur Währungsunion erst wieder teilnehmen, wenn diese Rückkehr zu den alten Paritäten vollzogen ist. Hält man sich an diesen Beschluß, so ist die vorübergehende Freigabe der Wechselkurse eine Farce, nichts als eine Belohnung der Devisenspekulation, die nun die teurer verkauften Dollars billig zurückkaufen kann. Es ist auch nicht zu erwarten, daß ein paar Wochen freie Wechselkurse einen nachhaltigen Einfluß auf die konzertierte Aktion und die Kosteninflation haben kann. Wird der Brüsseler Kompromiß eingehalten, so hat sich im wesentlichen die französische Linie durchgesetzt, und Schillers Versuch einer Stabilitätspolitik mit freien Wechselkursen ist gescheitert.

Eine weitere Alternative ist ein Festhalten am Provisorium der freien Wechselkurse. Stabilitätspolitik wäre dies sicher das Optimum. Politisch ist diese Politik kaum durchsetzbar. Die EWG-Partner und die eigene Wirtschaft werden starken Druck dagegen ausüben. Der antizipatorische Effekt einer solchen Maßnahme auf die innere Preis- und Lohnbildung kann nur wirken, wenn sie als festbeschlossen angekündigt wird, was aber angesichts der Brüsseler Beschlüsse ein offener Affront gegenüber Frankreich und der EWG wäre, ein gesamtpolitisch gefährlicher Schritt.

Auch die Ausschaltung des Kursrisikos für den Außenhandel zu vernünftigen Preisen auf dem Devisenterminmarkt bedarf der Sicherheit, daß das System freier Kurse beibehalten wird und stößt sich damit mit den politischen Gegebenheiten. Ein allmähliches unauffälliges Hineingleiten in dauerhaft flexible Devisenkurse hat konjunkturpolitisch nicht den unmittelbaren Effekt auf den Arbeitsmärkten und schafft genau die Unsicherheit, die die Gegner flexibler Wechselkurse diesem System an sich anlasten, wodurch es mehr und mehr diskreditiert wird, statt sich zu bewähren. Es scheint mir daher nicht durchsetzbar, ja vielleicht wegen seiner diskreditierenden Wirkung, langfristig gesehen nicht einmal erwünscht. Dazu kommt das Politikum der Landwirtschaft: durch die in Brüssel ausgehandelte Abschöpfungsregel wird die deutsche Landwirtschaft vom internationalen Preiszusammenhang abgeschirmt, eine Maßnahme, die natürlich als Dauermaßnahme gesehen dem gemeinsamen Agrarmarkt völlig widerspricht und von Frankreich - mit Recht - nicht geduldet werden kann. So marktwirtschaftlich ist diese Begleitmaßnahme der "marktwirtschaftlichen" Lösung des Devisenproblems nun doch nicht. Aus innenpolitischen Gründen ist aber ein Verzicht auf diese Abschöpfungsmaßnahmen nicht durchsetzbar.

* Dieser Beitrag ist mit stark aktuellem Bezug geschrieben worden. Gewisse politische Tagesfragen mögen schon in wenigen Wochen anders gesehen werden, die grundsätzlichen Ausführungen bleiben davon jedoch unberührt.

Die dritte Maßnahme wäre die Festsetzung einer neuen Dollarparität der D-Mark, also deren Aufwertung. Wie hoch müßte der Aufwertungssatz sein? Ich glaube, es ist heute anerkannt, daß die Aufwertung von 1969 von 9 Prozent gerade ausreichte, um die Disparität in der Preisentwicklung in den USA und der Bundesrepublik bis 1969 zu kompensieren. Soll eine neue Aufwertung einen nachhaltigen Effekt auf die Preisbildung haben, so muß sie stark sein. Eine Aufwertung um 2 oder 3 Prozent hat nur einen symbolischen Effekt: nämlich den, daß man indirekt zu erkennen gibt, man nehme es mit der Stabilitätspolitik doch nicht so ernst, aber man sei nun dem Volk einmal ein Spektakel schuldig. Ich würde für ein Festlegen der Dollarparität auf DM 3,40 plädieren. Der Kurs wird sich dann bei der oberen Schranke von DM 3,43 einspielen, was einer effektiven Aufwertung um 20 Pf. pro Dollar entspricht, also knapp 6 Prozent. Natürlich ist dies eine antizipatorische Aufwertung. Sie würde angesichts der gegenwärtigen Kostensituation in der deutschen Wirtschaft eher zu einem Zahlungsbilanzdefizit führen, wenn die Kostenrelationen Inland - Ausland konstant blieben. Aber dies muß durch ein radikales Zurückschrauben der Lohnerhöhungen kompensiert werden, was wiederum durch die Unerbittlichkeit der Regierung im Kampf gegen Preissteigerungen ermöglicht werden kann. Dieser dritte Weg, konjunkturpolitisch riskanter als die politisch nicht durchsetzbare Alternative 2, hat sowohl gegenüber Frankreich als auch gegenüber der eigenen Landwirtschaft seine politischen Probleme. Es ist nicht sicher, ob Frankreich hier nicht protestiert gegen die Nichteinhaltung des Brüsseler Kompromisses, und es ist nicht klar, wie man die eigene Landwirtschaft politisch zur Ruhe bringt, zumal man ja gleichzeitig im Bundeshaushalt der guten konjunkturpolitischen Beispiele wegen keinen großen Spielraum hat. Aber ich glaube, Frankreich kann sich auf Dauer dem Argument nicht verschließen, daß vorerst Änderungen der Währungsparitäten aus zwingenden politischen Gründen notwendig sein können.

Entscheidet man sich für Alternative 3, so ist eine baldige Aufwertung nötig: noch ist die Konjunktur so gut, daß die Dämpfung ertragen werden kann. Noch kann man zahlreiche Lohnverhandlungen in exportintensiven Branchen durch solche einen Schritt beeinflussen (z. B. Chemie). Starke Lohnerhöhungen in der Chemischen Industrie würden eventuell wirklich eine drastische Aufwertung verunmöglichen, will man nicht die Substanz und Konkurrenzfähigkeit dieses Bereichs gefährden.

Bei einer Entscheidung zugunsten von Alternative 1 entsteht die Frage, ob man nicht durch Devisendirektivismus auch eine Abwehr der importierten Inflation erreichen kann. Die Gefahren und Grenzen dieser Maßnahmen auf mehr administrativer Seite und der Verstoß gegen den Geist einer gemeinsamen Marktes sind in der Presse von Brandt, Schiller, Möller und vielen Experten wie Poullain und Giersch in den letzten Tagen häufig genannt worden. Zu wenig erwähnt wurde, daß auch die konjunkturelle Wirkung des Devisendirektivismus bei gleichzeitiger restriktiver Notenbankpolitik viel geringer ist als Alternative 2 und 3. Es ist für die Beeinflussung der Tarifpartner von wesentlicher Bedeutung, daß man rasche Effekte auf die Konsumentenpreise erzielt. Gerade das aber tut eine Änderung der Wechselkurse: die Importe verbilligen sich unmittelbar (z. B. Auslandsreisen deutscher Touristen im kommenden Sommer).

Wechselkursänderungen haben unmittelbare Wirkung auf Gütermärkte. Die Notenbankpolitik wirkt nur mittelbar: über die Finanzmärkte auf die Investitionsgütermärkte und über diese dann auf die Konsumgütermärkte. Die Effekte kommen so spät, daß sie die Geduld des einzelnen Arbeiters, der heute auf Lohnerhöhungen zugunsten der Preisstabilität verzichten soll, überfordern. Mittelfristig, also für 1972 und 1973 sind diese Maßnahmen sowieso nutzlos: gerade wenn zuhause eine restriktive Politik sich auszuwirken beginnt, kommt es bei unveränderten Wechselkursen zu jenen Exportüberschüs-

sen, die eine Fortsetzung der Stabilitätspolitik unmöglich machen. Devisenbewirtschaftung hat zusätzlich zu ihren administrativen Schwierigkeiten konjunkturpolitisch einen zu geringen und dazu nur aufschiebenden Effekt. Es kann nicht im Interesse der Regierung liegen, ihre jetzigen Konjunkturprobleme auf das Jahr 1973 zu verschieben.

Die währungspolitische Aktivität der Bundesregierung gibt den Mitgliedern der europäischen Gemeinschaft noch einmal Gelegenheit, grundsätzlich über die Pläne zur Schaffung einer Währungsunion nachzudenken. Ich glaube, daß man sich im Prinzip einig ist: irgendwann im europäischen Integrationsprozeß sollte man zu einer gemeinsamen Währung übergehen. Die Vorstellung, die bisher existiert, sieht ein stufenweises Vorgehen vor, an dessen Anfang ein endgültiges Festschweißen der nationalen Wechselkursparitäten stehen soll. Ökonomen haben vielfach Skepsis gegenüber dieser Vorstellung geäußert. Die jüngsten Ereignisse haben gezeigt, wie problematisch diese Vorstellung ist. Insbesondere die Bundesrepublik und ihre Regierung haben sich - trotz der Warnungen von Fachleuten - hier in eine unangenehme Situation gebracht.

Jedermann weiß, daß das Festschweißen der Wechselkurse eine genaue Abstimmung der Konjunkturpolitik in der EWG erfordert. Konjunkturpolitik ist aber für jede Regierung jedes Landes auch und wesentlich Selbsterhaltungspolitik. Das Prestige einer Regierung bei ihren Wählern hängt vor allem von ihrer Konjunkturpolitik ab. Nun sind die Regierungen der europäischen Länder aber von verschiedenen Wählern abhängig und diese brauchen sich keineswegs einig zu sein. Wichtigstes Axiom jeder europäischen Konjunkturpolitik ist: Bei der Abwägung konjunkturpolitischer Maßnahmen wird eine nationale Regierung in erster Linie den Selbsterhaltungswert, in zweiter Linie den Selbsterhaltungswert, in dritter Linie den Selbsterhaltungswert und vielleicht in sechster Linie den europäischen Integrationswert dieser Maßnahme berücksichtigen. Nichts spricht dafür, daß in allen Fällen der Selbsterhaltungswert einer europäischen Koordination der Konjunkturpolitik für die nationalen Regierungen hinreichend hoch ist.

Was wäre bei festzementierten Wechselkursen nach der Mairevolution 1968 in Frankreich passiert? Hätte man im Interesse der europäischen Preisstabilität sich weniger inflationär verhalten und dafür auf die politische Konsolidierung verzichtet? Sicherlich nicht. Da der Weg der Abwertung des französischen Franc ausgeschlossen gewesen wäre, hätte man in der ganzen EWG mitinflationieren müssen. Was wird in Zukunft bei ähnlichen Ereignissen geschehen, die ja durchaus nicht unwahrscheinlich sind? Ein Festschweißen der Wechselkurse bedeutet daher praktisch, daß man sich nach dem Land mit der höchsten Inflationsrate richtet. Dies wiederum kann sich eine Regierung wie die Bundesregierung nicht leisten, deren Wiederwahl von ihrer Stabilitätsleistung abhängt. Das System wird also auch in Zukunft politisch nicht funktionieren.

Eines Tages wird es hoffentlich eine vom Volk gewählte europäische Regierung mit hinreichenden konjunkturpolitischen Kompetenzen und eine einzige europäische Zentralbank geben. Dann sehen die Dinge anders aus. Bis dahin sollte man nach anderen Wegen der monetären Integration suchen.

Mein Vorschlag wäre die Währungsintegration durch Einführung einer europäischen Rechnungseinheit voranzutreiben, die zu einem späteren Zeitpunkt zu einem Zahlungsmittel ausgebaut wird. Ich nenne diese Einheit "Europäischer Franc" oder "Eurofranc". Dieser Eurofranc könnte beispielshalber die gegenwärtige Rolle des grünen Dollar übernehmen. Aber noch wesentlicher wäre, daß es sich um eine Recheneinheit konstanter europäischer Kaufkraft handeln würde. Das heißt, der Eurofranc wäre inflationsgeschützt. Das bedeutet folgendes: Das Umtauschverhältnis des Eurofranc zu den einzelnen

nationalen Währungen gestaltet sich so, daß man mit einem Eurofranc immer etwa dieselbe Gütermenge kaufen kann. Technisch geschieht das wie folgt: Zum Zeitpunkt seiner Einführung, z. B. am 1. 1. 1973, habe der Eurofranc den Wert eines US \$. Steigen nun die Konsumentenpreise in den EWG-Ländern bis zum 1. 1. 1974, ausgedrückt in US \$, um durchschnittlich fünf Prozent, so wird der Wert des Eurofranc auf US \$ 1.05 festgesetzt, so daß man mit ihm nach wie vor dieselbe Gütermenge kaufen kann. Im Anhang wird das genaue Verfahren der Wertberechnung des Eurofranc beschreiben.

Diese Recheneinheit konstanter europäischer Kaufkraft könnte nun z. B. den grünen Dollar im EWG-Agrarmarkt ablösen. Die Beseitigung des grünen Dollar wird spätestens in dem Moment ohnehin akut, da man daran denkt, die Paritäten der europäischen Währungen nicht mehr an den Dollar zu ketten. Sofern man weiterhin von sinkenden relativen Agrarpreisen ausgehen kann, müssen die Stützpreise, ausgedrückt in Eurofranc, natürlich jährlich gesenkt werden. Das sollte aber bei inflationären Trends in den nationalen Währungen keine wesentlichen politischen Schwierigkeiten machen, da die Stützpreise, in nationaler Währung ausgedrückt, eher steigende Tendenz haben werden (siehe die letzten Preiserhöhungen vor ein paar Wochen).

Wesentlicher aber ist die Rolle, die der Eurofranc auf dem europäischen Kapitalmarkt spielen kann. Seit langem wird von Ökonomen das Fehlen bzw. die relative Seltenheit eines Papiers beklagt, das weder das Ertragsrisiko der Aktie noch das Kaufkraftisiko der fest verzinslichen Obligationen enthält. Es handelt sich hier um eine Art fest verzinsliche Obligation mit Preisindexklausel. Der Nominalwert dieses Papiers entwickelt sich proportional zum Preisindex der Lebenshaltung und die Zinszahlung ist dann auch immer ein fester Prozentsatz des jährlich neu festgesetzten Nominalwertes. Zurückgezahlt wird schließlich auch der zuletzt festgesetzte Nominalwert. Ein solches Papier garantiert seinem Inhaber die Konstanz der Kaufkraft seines Kapitals. Es ist mit Sicherheit anzunehmen, daß dieses Papier sehr begehrt sein würde. Das aber bedeutet, es könnte zu recht niedrigen Zinssätzen auf dem Kapitalmarkt untergebracht werden. Anleihen, die auf Eurofranc lauten, entsprächen nun genau einem solchen Papier.

Es wird immer wieder betont, wie wichtig die Preisstabilität gerade für das gesellschaftspolitische Ziel der breiten Vermögensstreuung ist. Da aber erfahrungsgemäß Preisstabilität sehr schwer zu erreichen und immer wieder gefährdet ist, ist die Schaffung von inflationsgesicherten Anlageinstrumenten der genannten Art gerade auch aus diesen gesellschaftspolitischen Gründen eine vordringliche Aufgabe. Nun ergibt sich aber ein politisches Problem: Eine Regierung, die offen die Entwicklung inflationsgesicherter Obligationen betreibt, setzt sich dem Vorwurf aus, im Kampf gegen die Inflation resigniert zu haben. (Dazu kommen übernommene Vorurteile der Bankwelt gegen diese Papiere.) Ich vermute, daß aus diesen Gründen noch keine Regierung sich hierfür sehr eingesetzt hat. Der hier vorgelegte Vorschlag hat den Vorteil, daß die Schaffung dieses Wertpapiertyps nur als Nebeneffekt einer Aktion zur Förderung der Währungsintegration angesehen werden kann. Es könnte im übrigen gerade in Deutschland auch damit begründet werden, daß damit ein Stabilitätspapier für die stärker stabilitätsgefährdeten EWG-Partner geschaffen würde.

Die einzelnen Staaten der EWG hätten sich zu verpflichten, im Rahmen der Finanzierung ihrer Defizite oder der Umschuldung ihrer Staatsschulden ein hinreichendes Angebot an Eurofranc-Papieren auf dem Kapitalmarkt zu schaffen, um den Anleihetyp zu einem gängigen zu machen. Sie hätten ferner die Verpflichtung zu übernehmen, die Privatwirtschaft und die Kommunen zu ermutigen, ebenfalls Eurofranc-Anleihen zu begeben. Angesichts der niedrigen Verzinsung, mit der der Anleger zufrieden sein wird, erscheint

dieses Papier gerade auch für privatwirtschaftliche Schuldner von erheblichem Interesse. Auch Lebensversicherungsverträge und andere vermögensrelevante Verträge können in Eurofranc abgeschlossen werden. Bei hinreichender anfänglicher Förderung durch die Regierungen sollte der Eurofranc-Markt für langfristiges Kapital von selbst lebensfähig sein. Er wäre ein echt europäischer Kapitalmarkt mit einheitlichen Zinssätzen. Natürlich müssen die einzelnen Staaten gewährleisten, daß jeder ihrer Bürger die Möglichkeit hat, Eurofranc-Anleihen zu gleichen Bedingungen wie in anderen EWG-Staaten zu kaufen. Das aber impliziert, daß Devisentransaktionen in Verbindung mit Eurofranc-Anleihekäufen von jeder Devisenbewirtschaftung ausgenommen sein müssen.

Nach der Entwicklung eines Eurofranc-Kapitalmarktes können die EWG-Partner dazu übergehen, durch eine zu gründende europäische Zentralbank Eurofranc als Zahlungsmittel in Umlauf zu setzen. Das hat aber natürlich erst Sinn, wenn aufgrund der Existenz des Kapitalmarktes ein Interesse an diesem Zahlungsmittel existiert. Dabei muß die europäische Zentralbank vorerst darauf achten, die Liquiditätsversorgung in Eurofranc so zu dosieren, daß Angebot und Nachfrage auf dem Markt für Eurofranc bei einem Kurs im Gleichgewicht sind, der dessen Eigenschaft als Recheneinheit konstanter europäischer Kaufkraft Rechnung trägt. Jedermann kann bei einer Bank ein Eurofranc-Konto eröffnen, so daß auch Giralgeld in Eurofranc entstehen kann.

Natürlich muß die Liquiditätsversorgung mit Eurofranc mit der Liquiditätsversorgung mit den nationalen Währungen abgestimmt sein. Denn sonst wäre eine nationale Geldpolitik gar nicht mehr möglich. Aus diesem Grunde müssen sich die Banken bezüglich ihrer Eurofranc-Mindestreserven den Mindestreservebestimmungen für die jeweils nationale Währung anpassen. Einzelheiten dieser Abstimmung sollen hier nicht erörtert werden.

Der Weg, auf dem Eurofranc in Umlauf kommen, ist durch Kauf nationaler Währungen seitens der europäischen Zentralbank im Zusammenhang mit der Regulierung des Eurofranc-Kurses. Dies schafft der europäischen Zentralbank gleichzeitig Guthaben in nationaler Währung. Da nun im Trend der Kurs des Eurofranc gegenüber den nationalen Währungen steigt, werden diese Guthaben nicht ausreichen, um gegebenenfalls die gesamten Eurofrancs zurückzukaufen. Die nationalen Zentralbanken haben daher der europäischen Zentralbank jährlich Zahlungen zu leisten, die den Kaufkraftverlust der Guthaben in nationaler Währung bei der europäischen Zentralbank ersetzen. Durch dieses Verfahren behält die nationale Zentralbank Kontrolle über das Liquiditätsvolumen im nationalen Bereich: die durch Schaffung von Eurofranc entstehende Liquidität wird durch entsprechende Stilllegung nationaler Liquidität bei der europäischen Zentralbank kompensiert.

In einem detaillierten Plan wären nun zahlreiche Details und Komplikationen im einzelnen zu diskutieren. Am Prinzip dieses Vorschlags würden sie nichts ändern. Dieses Prinzip besteht darin, zuerst eine aufgrund ihrer Eigenschaften akzeptierte und gerne gebrauchte europäische Recheneinheit zu schaffen, um dann später daraus ein europäisches Zahlungsmittel zu entwickeln. Man muß sich aber natürlich darüber im klaren sein, daß der Einführung des Eurofranc als Zahlungsmittel die Abschaffung aller Beschränkungen im Devisenverkehr innerhalb der EWG vorausgehen muß. Denn faktisch bedeutet die Einführung des Eurofranc als Zahlungsmittel die totale Umgehungsmöglichkeit solcher Beschränkungen, sobald die beliebige Konvertierbarkeit nationaler Währung in Eurofranc gegeben ist. Damit ist natürlich ein heute viel gebrauchtes dirigistisches Instrument nationaler Währungspolitik beseitigt. Das muß aber nicht bedeuten, daß nicht immer noch erheblicher Spielraum für nationale Konjunkturpolitik bleibt, etwa durch Beeinflussung der Wechselkurse.

Die dritte Phase des Eurofranc besteht darin, daß er die nationalen Währungen als Zahlungsmittel in Europa ablöst. Das kann aber meines Erachtens erst geschehen, wenn man eine parlamentarisch kontrollierte, mit starken konjunkturpolitischen Kompetenzen ausgestattete europäische Föderationsregierung besitzt, die eine europäische Geld- und Kreditpolitik politisch als europäische und nicht als Konglomerat nationaler Regierungen zu verantworten hat. Der Eurofranc ändert nun seinen Charakter. Man kann die Konstanz seiner Kaufkraft nicht mehr automatisch garantieren, wenn er das einzige oder auch nur das überwiegende Zahlungsmittel ist. Vielmehr hängt die Kaufkraft nun von den geld- und konjunkturpolitischen Entscheidungen der europäischen Zentralinstanzen ab. Der Eurofranc wird als einziges Zahlungsmittel anerkannt, die nationalen Zentralbanken verlieren ihre selbständige Funktion und werden praktisch zu Filialen der europäischen Zentralbank.

Der hier gemachte Vorschlag ist kombinierbar mit den verschiedensten Währungssystemen in der Übergangsperiode. Man kann das traditionelle System der Stufenflexibilität mit relativ seltenen, aber offenbar häufiger werdenden Paritätsänderungen beibehalten, man kann aber auch die verschiedenen Varianten mehr oder weniger flexibler Wechselkurse an dessen Stelle setzen. Entscheidend ist, daß der konjunkturpolitische Spielraum derjenigen Instanzen, die die reale Macht haben, nicht in unrealistischer Weise verengt wird.

Ergänzt werden müssen die ersten Schritte zu einer europäischen Währungsunion durch die Schaffung demokratisch legitimierter europäischer Instanzen: ein europäisches, direkt gewähltes Parlament und eine von diesem Parlament gewählte europäische Regierung sowie eine europäische Notenbank. Wenn diese Instanzen hinreichende Kompetenzen erhalten haben, kann man erst sinnvollerweise eine wirkliche europäische Konjunkturpolitik erwarten. Es ist zu vermuten, daß die Integration auf geld- und kreditpolitischem Gebiet am schnellsten vollzogen werden kann, denn auf diesem Gebiet kommt man ohne große Haushaltsvolumen aus.

Herbert Giersch

Flexible Wechselkurse, ein Instrument zur Sicherung von Stabilität und außenwirtschaftlicher Stetigkeit?*

1. Der Vertrag von Bretton Woods erscheint als das Ergebnis eines Kompromisses
 - zwischen einer *économie dominante* (USA), die sich dazu berufen fühlte, in einem goldwährungsähnlichen System mit ewig-fixen Wechselkursen Leitwährungsfunktionen zu übernehmen, und
 - einer abtretenden *économie dominante* (U. K.), die ein hohes Maß an Unabhängigkeit für eine nationale Vollbeschäftigungspolitik suchte und somit auf Freiheit zu Wechselkursänderungen Wert legte.

Demzufolge enthält das Vertragswerk einerseits das Prinzip der Konstanz der Wechselkurse (analog der Goldwährung) und andererseits die Möglichkeit, den Wechselkurs zu ändern, falls sich ein fundamentales außenwirtschaftliches Ungleichgewicht ergeben hat, also praktisch ein Ungleichgewicht, das sich ohne einen unzumutbaren Verzicht auf Vollbeschäftigung oder Geldwertstabilität im Inland nicht beseitigen läßt.

2. Diese Zwitternatur des Systems blieb verhüllt
 - in der Zeit der Devisenbewirtschaftung,
 - in der Zeit, in der die USA durch Gewährung von Zahlungsbilanzhilfen wirksam zur Koordination der Wirtschaftspolitik beitragen konnten,
 - in der Zeit der Liberalisierung des Handels und Kapitalverkehrs, als es möglich war, Unterschiede in der Wirtschaftspolitik, die Zahlungsbilanz-Ungleichgewichte mit sich bringen, durch Wechselkursänderungs-Surrogate zu kompensieren, z. B.
 - o durch internationale Unterschiede im Tempo der Liberalisierung,
 - o durch zahlungsbilanzbedingte Entliberalisierungen ("Liberalisierungsschaukel"),
 - o durch internationale Unterschiede im Zollabbau (konjunkturpolitische Zollsenkungen).
3. Das Bretton-Woods-System wurde in der Praxis durch die Zentralbanken und die internationalen Behörden starrer interpretiert, als es angelegt war, so daß Wechselkursänderungen nur noch als *ultima ratio* galten. Dennoch konnte dieses Währungssystem zur Liberalisierung des Handels und Kapitalverkehrs beitragen,
 - weil und solange stabilitätsbewußte Länder, die zu außenwirtschaftlichen Überschüssen neigten (wie die BRD) bereit waren, Vorleistungen im Liberalisierungsprozeß (als Aufwertungssurrogat) zu erbringen,
 - weil und solange die Überschußländer politisch und wirtschaftlich so schwach waren, daß ihre Regierungen nicht versuchten, die (politische) Last der Anpassung auf die Defizitländer abzuwälzen, also diese zu Entliberalisierungsmaßnahmen zu zwingen.

* Abdruck eines Diskussionsbeitrages zur 34. Tagung der Aktionsgemeinschaft Soziale Marktwirtschaft im Februar 1970.

4. Gegenüber diesem zeitbedingten Integrationseffekt traten die desintegrierenden Wirkungen des Systems um so deutlicher hervor,
 - je mehr die Überschußländer ihre Liberalisierungsmöglichkeiten ausgeschöpft hatten und je mehr sie infolgedessen auf desintegrierende Aufwertungssurrogate zurückgreifen mußten (Beispiel: Kuponsteuer),
 - je mehr die stabilitätsbewußten Länder (wie die BRD) sich ihres Gewichts in der internationalen Kooperation bewußt wurden und die Anpassungslast auf die Defizitländer zu verlagern versuchten,
 - je mehr die Vereinigten Staaten, die vorher nie gezwungen waren, den Handel und Zahlungsverkehr aus Zahlungsbilanzgründen zu beschränken, in Zahlungsbilanzschwierigkeiten gerieten und zu Abwertungssurrogaten Zuflucht nehmen mußten (Zinsausgleichssteuer, freiwillige Beschränkung der Kapitalausfuhr),
 - je mehr die Vereinigten Staaten wegen ihrer Zahlungsbilanzdefizite an Einfluß verloren und so ihre Koordinierungsfunktion nicht mehr wirksam wahrnehmen konnten.
5. Der Weltwirtschaft wären desintegrierende Surrogate für Wechselkursänderungen ebenso erspart geblieben wie desintegrierende Währungsunruhen (infolge anhaltender Ungleichgewichte), wenn der hierarchische Koordinationsmechanismus (der dem Teilmonopol entspricht) rechtzeitig durch ein System wirksamer Koordinationsregeln (wie sie sich im Oligopol oft herausbilden) abgelöst worden wäre. Koordinationsregeln werden gebraucht, um die Konjunktur- und Geldwertpolitik der einzelnen Länder so aufeinander abzustimmen, daß keine Ungleichgewichte entstehen, die Wechselkursanpassungen erfordern.
6. In einem Währungssystem mit festen Wechselkursen, dem die Vereinigten Staaten angehören, läuft jede Koordination darauf hinaus, daß andere Länder sich dem Dollarstandard anschließen (also die hierarchische Koordination anerkennen, wie sie im Teilmonopol herrscht). Der Dollarstandard ist aber, wenn die US-Regierung auf Vollbeschäftigung festgelegt ist, ein US-Lohnstandard und deshalb kaum akzeptabel für Länder, die der Geldwertstabilität den Vorrang geben oder Vollbeschäftigung bei mehr Geldwertstabilität erreichen können. Der Gedanke, es könnten die stabilitätsbewußten Länder den Vereinigten Staaten auf längere Sicht ein höheres Maß an Geldwertstabilität aufzwingen, als bei den Verhältnissen auf dem amerikanischen Arbeitsmarkt mit hohem Beschäftigungsgrad vereinbar ist, verkennt die gesellschaftspolitische Lage in den USA.
7. Deshalb - und weil alle Maßnahmen und Reformen liquiditätspolitischer Art (Beistandskredite und Sonderziehungsrechte) nur einen kurzfristigen Aufschub bringen - wird heute auch und gerade von Seiten offizieller Stellen in den USA die Erkenntnis propagiert, daß das System von Bretton Woods in Richtung auf eine größere Flexibilität der Wechselkurse reformiert werden muß. "We look forward to the result of international discussions already under way, examining the means through which exchange between national currencies might be adjusted, so that changes, when they become necessary, can take place more promptly and less disruptively." (Präsident Nixon in seinem Bericht vor dem amerikanischen Kongreß "United States Foreign Policy for the 1970s" am 18. Februar 1970.)
8. Bei den Wechselkursänderungen, die es im Bretton-Woods-System bisher gegeben hat, handelt es sich mit wenigen Ausnahmen um Abwertungen. Die Asymmetrie ergibt sich daraus, daß Überschuß-Länder - anders als Defizitländer - nicht von außen

zu einer Wechselkursanpassung gezwungen werden können und als Alternative zur Wechselkursanpassung nicht Arbeitslosigkeit, sondern (nur) eine Anpassungsinflation zu befürchten haben. Da die kurzfristigen Nachteile der Wechselkursanpassung bei der Aufwertung die Produzenten und bei der Abwertung die Konsumenten treffen, spiegelt die Asymmetrie eine Asymmetrie der Einflüsse im Prozeß der politischen Willensbildung wider.

9. Die Geschichte der Aufwertungen zeigt,
 - daß der Widerstand "der Wirtschaft" und auch der Gewerkschaften, oft bestimmt von merkantilistischen Vorstellungen, den Entscheidungsprozeß zumindest sehr verzögert und damit der Anpassungsinflation einen ungebührlichen Vorsprung verschafft;
 - daß der Widerstand gegen Aufwertungen insofern durch die verantwortlichen Instanzen genährt wird, als diese im Kampf gegen die internationale Spekulation die Existenz eines Ungleichgewichts und die Absicht zur Wechselkurskorrektur entschieden in Abrede stellen müssen;
 - daß die Unternehmer mithin dazu angeleitet werden, ihre Gewinnsituation vor der Aufwertung als "normal" und nicht als Konsequenz einer wechselkursbedingten Wettbewerbsverzerrung (Valutadumping) anzusehen, was sie dann später veranlaßt, sich hohe Aufwertungsverluste auszurechnen und Entschädigungsansprüche zu stellen;
 - daß das Denken in Aufwertungsverlusten (statt in Nichtaufwertungs-Gewinnen auf Kosten der Verbraucher) die verantwortlichen Instanzen dazu verleitet, die Aufwertungssätze zu niedrig zu wählen und damit gleichzeitig noch eine Anpassungsinflation in Kauf zu nehmen, was es dann den Kritikern der Aufwertung leicht macht, die paradoxe Behauptung aufzustellen, eine Aufwertung habe nicht einen preisdämpfenden, sondern einen preissteigernden Effekt.
10. Nach wie vor befürworte ich daher den Schlußsatz im Aufruf der 99 Professoren vom 11. Mai 1969: "Es erscheint uns dringend geboten, unverzüglich Schritte zur Schaffung eines Währungssystems zu unternehmen, in dem die Wechselkurse unabhängig von Gruppeninteressen und wahltaktischen Rücksichten gebildet werden."
11. Um das Versprechen der Geldwertstabilität einlösen zu können, muß die Währung eines Landes im Trend ungefähr um soviel aufgewertet werden, wie das Preisniveau in vergleichbaren Industrieländern, die dem Dollarstandard angehören, im Durchschnitt steigt, damit die inländischen Produzenten so gestellt werden, als ob im Dollarraum Geldwertstabilität herrschte. Nach den Erfahrungen der letzten Jahre bedeutet dies für die Bundesrepublik eine DM-Aufwertung von 3 vH je Jahr. Um diesen Satz müssen die Löhne weniger steigen und wird, wenn die Wechselkursänderung allseits erwartet wird, das Zinsniveau im Lande niedriger liegen (verglichen mit dem Zinsniveau, das ohne Aufwertung herrschen würde, oder im Raum des Dollarstandards unter den gleichen Bedingungen tatsächlich herrscht).
12. Damit das planvolle Wirtschaften in den Unternehmen möglichst nicht gestört wird, sollten die notwendigen Aufwertungen in möglichst kleinen Schritten und daher in möglichst kurzen Abständen vorgenommen werden; sie könnten sogar im voraus angekündigt werden, so daß sie unmittelbar auf die Lohnsteigerungsrate und das Zinsniveau wirkten.

13. Eine Reform des internationalen Währungssystems, die sich darauf beschränkt, die gegenwärtige "Stufenflexibilität" zu limitieren, wäre kein Fortschritt, sondern ein Rückschritt, sofern nicht gleichzeitig festgelegt wird, daß Wechselkurskorrekturen unbedingt vorgenommen werden müssen, sobald bestimmte Frühindikatoren das Entstehen eines Ungleichgewichts signalisieren. An zuverlässigen Frühindikatoren dieser Art fehlt es.
14. Obwohl sich die Bestimmungen des IWF-Vertrages unterschiedlich auslegen lassen, verdient die Ansicht von Frederick Deming, früherer Unterstaatssekretär im US-Schatzamt, festgehalten zu werden: "... a crawling peg ... would seem to be within the present rules as long as it was announced and made specific with respect to amount and timing" (Euromoney, Januar 1970). Der Vorzug eines fest angekündigten Paritätsanstiegs, wie ihn der Sachverständigenrat im Sommer 1966 erstmalig - in Gesprächen mit dem Bundeswirtschaftsminister - zur Diskussion gestellt hat, fällt übrigens vor allem dann ins Gewicht, wenn es gilt, in der Spätphase eines Booms das sonst kaum lösbare Problem einer Stabilisierung ohne Stagnation zu bewältigen; denn mit der festen Vorankündigung werden
- die Erwartungen hinsichtlich der Importpreise stabilisiert,
 - die Lohnerhöhungsspielräume im Urteil der Tarifparteien unmittelbar begrenzt,
 - die Zinssätze für Kredite in DM unverzögert gesenkt,
 - die Kosten- und Preissteigerungserwartungen allgemein unmittelbar gedämpft, also ohne daß zuvor die Kapazitätsauslastung sinken muß.
15. Abgesehen von dem Bedarf an Wechselkursänderungen zum Ausgleich divergierender mittelfristiger Preistrends besteht ein Bedarf zur Abwehr außenwirtschaftlicher Störungen des binnenwirtschaftlichen Wachstumsgleichgewichts (exportinduzierter Boom, importierte Rezession). Dies ist ein Bedarf an marktabhängiger Flexibilität des Wechselkurses (wenn man will, innerhalb einer gewissen Bandbreite).
16. Bewegliche Wechselkurse können, entgegen einer weitverbreiteten Meinung, sehr wohl dazu beitragen, das Unternehmerrisiko zu verringern:
- In dem Maße, in dem sie außenwirtschaftliche Störungen elastisch abfangen, ver-
stetigen sie die Inanspruchnahme des heimischen Produktionspotentials durch das
Ausland.
 - Binnenwirtschaftlich bedingte Schwankungen im Auslastungsgrad des Produktions-
potentials lassen sich leichter glätten, weil bewegliche Wechselkurse den interna-
tionalen Zinsverbund lösen und der Notenbank damit die Kontrolle über das inlän-
dische Geldangebot und das nationale Zinsniveau zurückgeben.
 - Wechselkursänderungen, die durch eine stabilisierende Geld- und Zinspolitik aus-
gelöst werden, verringern den für Stabilisierungszwecke erforderlichen Bedarf
an Zins- (und Börsenkurs-) änderungen und an steuerpolitischen Stabilisierungs-
hilfen (§ 26 Stabilitäts- und Wachstumsgesetz).
 - Die Verlagerung der konjunkturpolitischen Aufgabe zur Notenbank, die bei beweg-
lichem Wechselkurs möglich wird, läßt erwarten, daß weniger konjunkturpoliti-
sche Fehler gemacht werden, sei es weil die Notenbank ohne politische Rück-
sichten handeln und daher leichter ein trendorientiertes Konzept durchhalten kann,
sei es weil sie im Rahmen eines antizyklischen Konzepts schneller reagieren,
feiner dosieren und etwaige Fehler leichter korrigieren kann.

Können auf diese Weise die Konjunkturschwankungen geglättet werden, so kommt dies in erster Linie den Unternehmen zugute, die sich dann besser auf den möglichen Produktivitätsfortschritt und die Risiken und Chancen des wachstumsbedingten Strukturwandels konzentrieren können.

17. Wechselkursflexibilität verspricht mehr Wettbewerbsneutralität im Außenhandel, wenn es staatlichen Stellen versagt ist, längere Zeit in ein und derselben Richtung zu intervenieren. In diesem Falle wird der Wechselkurs häufiger als gegenwärtig in der Nähe jenes Punktes liegen, bei dem weder die Ausfuhr noch die Auslandskonkurrenz künstlich gefördert wird. Die Wettbewerbsneutralität des freien Wechselkurses garantiert den außenhandelsintensiven Unternehmen, daß ihr Gewinn mehr als jetzt von ihrer Leistung bestimmt wird und weniger von währungspolitischen Bedingungen, die außerhalb ihrer Kontrolle liegen.
18. Die Gefahr, daß die permanente Möglichkeit von Wechselkursänderungen das Risiko im Außenhandel erhöht, wird sehr überschätzt:
 - bei freiem Kurs besteht zwar immer das Risiko einer Wechselkursänderung, aber im Gegensatz zum gegenwärtigen System handelt es sich nicht um administrierte Änderungen, deren Ausmaß und Zeitpunkt unvorhersehbar sind, sondern um eng begrenzte Anpassungen an veränderte Marktbedingungen.
 - Marktbedingte Wechselkursänderungen können zwar über das hinausschießen, was zur Konjunkturstabilisierung und zum Ausgleich für unterschiedliche Kostentrends erforderlich ist, aber es gibt in diesen Fällen - bei Wettbewerb am Devisenmarkt - stets Marktteilnehmer, die einen überhöhten oder gedrückten Kurs als vorübergehende Gewinnchance erkennen und nutzen. Diese stabilisierende Spekulation wird die Kursschwankungen um so enger begrenzen, je konsequenter die Notenbank ein antizyklisches oder trendorientiertes Konzept der Geldpolitik verfolgt und damit auch für die Zukunft glaubhaft macht.
 - Zwar wird der freie Kurs auch auf politische Pannen reagieren, aber die Erfahrungen auf den Aktienmärkten lehrt, daß in solchen Fällen die private Gegenpekulation sehr schnell reagiert; wenn sich jedoch langfristig die politischen Bedingungen im Inlande nachhaltig verschlechtern, ergibt sich ein Kursverfall, der den inländischen Unternehmen, ob sie exportieren oder mit Importen konkurrieren, automatisch einen Ausgleich bringt, der dafür aber die Kapitalausfuhr nicht ungeschoren läßt.
 - Der Einwand, ein beweglicher Wechselkurs beeinträchtige den Export von Anlagegütern mit langen Liefer- und Zahlungsfristen wäre gerechtfertigt, wenn man nicht annehmen dürfte, daß bei einem Bedarf an langfristiger Kurssicherung ein entsprechendes Angebot entsteht (langfristige Terminmärkte und langfristige Fremdwährungskredite). Sollte sich der Export von Anlagegütern dadurch verteuern, so wäre dies ein Zeichen dafür, daß der Anlagenexport gegenwärtig begünstigt wird in dem Sinne, daß er der Volkswirtschaft real weniger einbringt, als er sie kostet. Dies deckt sich mit der Erfahrung, daß manche Branchen bei Aufwertungen, die zum außenwirtschaftlichen Gleichgewicht führen, auf einen Verlustausgleich aus öffentlichen Mitteln angewiesen sind.
19. Größere Bandbreiten - als Schritt zu größerer Wechselkursflexibilität - sollen nicht dazu dienen, der Notenbank mehr Macht im Kampf gegen die internationale Devisenspekulation zu geben. Im heutigen Währungssystem haben die Notenbanken gelegentlich ihre "Wechselkurspolitik" dazu verwendet, die Spekulation, die sich

gegen falsch gewordene Paritäten richtete, zu irritieren; sie haben auf diese Weise den internationalen Kreditmarkt bewußt "fragmentiert". Aber bei ausreichender Wechselkursbeweglichkeit gibt es keine Notwendigkeit, falsch gewordene Wechselkurse zu verteidigen. Gleichwohl erscheint es bei Wechselkursbeweglichkeit notwendig, die Zentralbanken daran zu hindern, am Devisenmarkt zwecks Erreichung oder Verteidigung bestimmter Kurse zu intervenieren, also "Wechselkurspolitik" zu treiben.

20. Wenn der Notenbank bei größerer Wechselkursbeweglichkeit ein Recht zur Intervention am Devisenmarkt eingeräumt werden soll, müssen dafür eindeutige Regeln festgelegt werden, damit das Spannungsverhältnis in einem Weltwährungssystem mit wenigen Währungsräumen (Oligopolstruktur) nicht in eine Art "Wechselkurskrieg" umschlägt. Grundsätzlich sollte nur an bestimmten Punkten interveniert werden. Diese Punkte können zum Beispiel bestimmt werden
- (a) durch das Ziel, den Anstieg des Binnenpreisniveaus um einen bestimmten Prozentsatz unter dem Anstieg im Dollarraum zu halten;
 - (b) durch das Ziel, den Anstieg des Preisniveaus im Dollarraum für das Inland zu neutralisieren;
 - (c) nach der Formel, daß sich die zentralen Devisenreserven nur innerhalb bestimmter Grenzen verändern dürfen;
 - (d) nach der Formel, daß der Kassakurs vom freien Terminkurs nicht um mehr als einen bestimmten Prozentsatz abweichen darf;
 - (e) nach der Formel, daß sich der Kassakurs pro Periode höchstens um einen bestimmten Prozentsatz ändern darf (movable band);
 - (f) nach der Formel, daß sich die Bandmitte jeweils aus dem Durchschnitt der Tageskassakurse während einer bestimmten Referenzperiode bestimmt.

Jede dieser Interventionsregeln hat spezifische Vor- und Nachteile, die vor allem während der Einführungsperiode, in der sich erst stabile Wechselkurserwartungen herausbilden und längerfristige Terminmärkte aufbauen müssen, zum Tragen kommen.