

## Referat

**Hauptseminar von Prof. Dr. Gernot Gutmann  
an der Universität zu Köln im Sommersemester 1989  
„Aktuelle Probleme der Geld- und Währungspolitik“**

Thema:

**„Möglichkeiten und Grenzen einer Neuordnung des Weltwährungssystems“**

Thema Nr.: 8

Abgabetermin: 12.05.1989

Name des Autors: K O F N E R

Vorname: S T E F A N

Studiengang: Volkswirtschaftslehre

Matrikelnummer: 1675583

## **Gliederung**

1. Begriffliche Abgrenzungen .....	3
2. Anspruch an eine Neuordnung .....	3
3. Die Wettbewerbsordnung im neuen System.....	4
4. Der Grad an Anspruchserfüllung von Währungssystemen unterschiedlicher Wechselkurs- flexibilität.....	5
4.1 Feste Wechselkurse .....	5
4.1.1 Währungsunion.....	5
4.1.2 Rückkehr zum Goldstandard .....	5
4.2 Stufenfixe Wechselkurse .....	6
4.2.1 Rückkehr zu Bretton Woods.....	6
4.2.2 Das EWS als Modell für das Weltwährungssystem .....	7
4.2.3 Kritik der stufenfixen Währungssysteme .....	8
4.3 Kontinuierliche Wirtschaftskooperation bei verschiedenen Flexibilitätsgraden der Wechselkurse.....	9
4.3.1 Das derzeitige IWF-System.....	9
4.3.2 Koordinierung mit Indikatoren .....	10
4.3.3 Koordinierte Geldmengenpolitik .....	10
4.3.4 Zielzonensystem .....	11
4.3.5 Kritik des kooperativen Ansatzes .....	12
4.4 Kritik der gesteuerten Währungssysteme .....	13
4.5 Frei flexible Wechselkurse .....	14
5. Der Grad an Anspruchserfüllung bei Aufgabe der freien Konvertibilität .....	17
5.1 Devisenzwangswirtschaft .....	17
5.2 „Sand ins Getriebe“ des internationalen Kapitalverkehrs .....	17
6. Das Ausmaß an institutioneller Aufbauarbeit bei den verschiedenen Neuordnungs- möglichkeiten .....	18
7. Das Kriterium der langfristigen Stabilität des Weltpreisniveaus .....	19

## **1. Begriffliche Abgrenzungen**

Ein Weltwährungssystem umfaßt ein Wechselkurssystem, Anpassungsregeln zum Ausgleich von Zahlungsbilanzungleichgewichten und einen Mechanismus zur Versorgung mit internationaler Liquidität (Williamson 1985b, 74).

Die internationale Liquidität umfaßt alle Zahlungsmittel in der Hand von Zentralbanken, die zur Deckung von Zahlungsbilanzdefiziten dienen können, also Gold, Devisen der Leitwährungsländer und Forderungen an den IWF. Die Nachfrage nach internationaler Liquidität ist eine positive Funktion von Volumen, Dauerhaftigkeit und Einseitigkeit der Verteilung von Zahlungsbilanzdefiziten unter den Nationen. Das Goldangebot hängt von den Produktionsbedingungen und vom Preis für Gold ab, das Leitwährungsdevisenangebot von den Zahlungsbilanzsalden der Leitwährungsländer, das Angebot an Buchgeld auf IWF-Konten von den Regelungen des IWF-Abkommens (Külp 1978, 46-48).

## **2. Anspruch an eine Neuordnung**

Wegen Abweichungen bei der Definition des Gleichgewichtswechselkurses, der Beschreibung der Funktionen des Wechselkurses und der Funktionsweise des Devisenmarktes, der Beurteilung der Nützlichkeit von Interventionen unter den Ökonomen, sowie wegen je nach Land verschiedenartiger Schocks und Unterschieden in den Kosten und der Korrekturfähigkeit von wirtschaftspolitischen Fehlern, gehen, was die Wünschbarkeit und die Eigenschaften eines neuen Weltwährungssystems betrifft, viele und heterogene Ansichten um (Frenkel 1987, 206 f.).

Eine Reform sollte keinesfalls der kurzfristigen Krisenbewältigung dienen, sondern eine langfristige Perspektive haben. Ein Vorschlag sollte erst implementiert werden, wenn seine Funktionsweise so weit wie nur irgend möglich verstanden wird (Frenkel 1987, 209 f.).

Ein ideales Weltwährungssystem würde gleichzeitig stabile Wechselkurse, ausgeglichene Zahlungsbilanzen, freie Konvertibilität und Autonomie in den nationalen Konjunkturpolitiken garantieren. Weil diesen vier Zielen mit dem Wechselkurs, den stets gleichgerichtet variierenden Größen Zinssatz und Budgetsaldo und den devisenzwangswirtschaftlichen Maßnahmen nur drei voneinander unabhängige währungspolitische Aktionsparameter gegenüberstehen, muß jede Reformmöglichkeit bei einem währungspolitischen Ziel, das bei der Betrachtung jeweils zuerst festgemacht werden soll, versagen.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Külp 1978, 40 f. Für die Einordnung der unter 4.3 und 5.2 besprochenen Vorschläge reicht dieses einfache Betrachtungsschema nicht hin.

Darüber hinaus sollte das neugeordnete System die Effizienz der Ressourcenallokation und des Welthandelssystems, sowie die Wanderung von Real- und Finanzkapital zum besten Wirt befördern, die systemimmanenten Risiken zu niedrigen sozialen Kosten bewältigen und die Lasten ihrer Übernahme gleichmäßig verteilen, die Anpassung nach Gleichgewichtsstörungen zu niedrigen Kosten vollziehen und die Anpassungskosten gleichmäßig verteilen (Murphy 1985, 69).

Als entscheidendes Kriterium für die Beurteilung sollte die Antwort, die ein Reformvorschlag auf die Frage bereithält, wie es um seine Fähigkeit bestellt sei, die langfristige Stabilität des Weltpreisniveaus zu sichern, herangezogen werden (Friedman 1986).

### **3. Die Wettbewerbsordnung im neuen System**

Ein Kartellwährungssystem wird durch eine Vereinbarung unter mehreren Ländern, ein Ausbrechen der Austauschverhältnisse ihrer Währungen aus bestimmten Bandbreiten durch verbindlich festgelegte Stützungsmaßnahmen zu verhindern, begründet.<sup>2</sup>

In einem Monopolwährungssystem<sup>3</sup> wird eine vollkommene Arretierung der Wechselkurse in einem Währungsgebiet dadurch erreicht, daß nur eine Währung als Zahlungsmittel zugelassen ist, während in einem Konkurrenzwährungssystem bei flexiblen Wechselkursen die Wahl der Währung in jedem Teilnehmerland frei ist (Willms 1984, 248, 250 f.). Hayek hat vorgeschlagen, daß innerhalb dieses Systems private Banken mit den staatlichen Notenbanken bei der Geldemission konkurrieren sollten (Hayek 1976, 17). Das Gresham'sche Gesetz gelte nur bei gesetzlich fixierten Austauschverhältnissen zwischen den Währungen, während bei Wechselkursflexibilität das gute (wertstabile) Geld das schlechte verdränge.<sup>4</sup>

---

<sup>2</sup> Siehe Willms 1984, 248-250. Ausprägungen finden sich in den Abschnitten 4.2.1, 4.2.2, 4.3.3 und 4.3.4.

<sup>3</sup> Hierunter fallen alle betrachteten Reformmöglichkeiten. Bei einer Währungsunion (siehe unter 4.1.1) wird eine Ausdehnung des Monopolgebiets angestrebt.

<sup>4</sup> Die Fähigkeit einer Bank, einen bestimmten Preisindex, gemessen in der von ihr begebenen Währung, konstant zu halten, indem sie ihr Geldangebot anpaßt, sei der entscheidende Wettbewerbsparameter (Hayek 1976, 50-55).

## **4. Der Grad an Anspruchserfüllung von Währungssystemen unterschiedlicher Wechselkursflexibilität**

### **4.1 Feste Wechselkurse**

#### **4.1.1 Währungsunion**

Es wird eine gemeinsame Monopolwährung geschaffen oder die Paritäten zwischen den beteiligten Währungen werden unter Aufrechterhaltung der freien Konvertibilität für alle Ewigkeit unverrückbar festgelegt (Neldner 1988, 263). Jedes Mitgliedsland verzichtet auf seine wirtschafts- und währungspolitische Souveränität und wirkt dafür an der Willensbildung in einer Gemeinschaftsinstitution (z.B. einer gemeinsamen Notenbank) mit.

Die Bundesbank ist mit einem Ausbau des EWS zu einer Währungsunion prinzipiell einverstanden, verlangt aber, daß zuerst Konvergenz in der Finanz- und Einkommenspolitik und in den ordnungs- und wettbewerbspolitischen Grundvorstellungen der Mitgliedsländer hergestellt werde, die dann durch eine unabhängige europäische Zentralbank mit der Sicherung des Binnenwerts der Währung als einziger Aufgabe, einem ordnungspolitisch unbedenklichen Instrumentarium, einer föderalistischen Organisation und dem Verbot der Finanzierung von Budgetdefiziten durch Geldschöpfung „gekrönt“ werden könnte (Pöhl 1988).

Außenwirtschaftliche Ungleichgewichte werden durch eine Währungsunion zu regionalen Ungleichgewichten, zu deren Ausgleich die Mitglieder einander gegenseitig unterstützen müssen (Gleske 1988, 28 f.). Eine weltumspannende Währungsunion wäre eine Utopie, schon wegen des starken wirtschaftlichen Nord-Süd-Gefälles und den unterschiedlichen politischen Systemen.

#### **4.1.2 Rückkehr zum Goldstandard**

Die Kennzeichen dieses bis zum ersten Weltkrieg bestehenden Währungssystems waren Golddeckung, freie Konvertibilität und feste Goldparitäten mit der Verpflichtung der jeweiligen Zentralbank zum An- und Verkauf von Gold.

Wegen der stabilisierenden Wirkung der Goldarbitrage konnten sich die Wechselkurse nur innerhalb der durch den oberen und den unteren Goldpunkt bezeichneten Spanne bewegen. Eine autonome Zunahme der Importe in einem Land etwa zog dort Goldexporte, eine Geldmengenkontraktion und eine Preisniveausenkung nach sich, während im Ausland das Preisniveau wegen der Goldimporte und der Geldmengenexpansion zunahm, so daß im Inland der Importwert ab-, der Exportwert dagegen zunahm und dadurch ein Zahlungsbilanzausgleich sich ergab (Külpe 1978, 24 und Rose 1986, 117-121).

Eine Wiedereinführung des Goldstandards hieße das Ziel der Autonomie in den nationalen Konjunkturpolitiken aufgeben, was derzeit wegen der Haltung von Politikern, Beamten und Bevölkerung kaum durchsetzbar wäre.<sup>5</sup>

Wegen der Golddeckung hängen die weltwirtschaftliche Geldmenge von den Weltgoldvorräten und das Weltpreisniveau von dem Verhältnis zwischen Weltgoldvorrat und Weltsozialprodukt ab. Die Einführung einer Warenwährung als einer Variante des Goldstandards, wobei der Kurs einer jeden Währung und die Geldmenge in der betreffenden Volkswirtschaft im Verhältnis zu einem sich parallel zum Sozialprodukt entwickelnden Warenbündel definiert wären, würde diese Abhängigkeit, von der ein deflationistischer Einschlag angenommen wird, aufheben.<sup>6</sup>

## **4.2 Stufenfixe Wechselkurse**

### **4.2.1 Rückkehr zu Bretton Woods**

Auf der Genuakonferenz im Jahre 1922 war vorgeschlagen worden, die Leitwährungsländer sollten sich verpflichten, ihre Währung jederzeit in Gold umzutauschen, damit in der Leitwährung gehaltene Devisen den anderen Ländern neben dem Gold als Währungsreserven dienen könnten (Külp 1978, 25). Mit dem Bretton-Woods-Abkommen ist ein solcher Golddevisenstandard verwirklicht worden.

Das Abkommen ist ein Amalgam dem Whiteplan (USA) und dem Keynes-Plan (Großbritannien), der den aktuellen Forderungen der USA nach einem Beitrag der Überschußländer zu ausgeglicheneren Welthandelsströmen gerecht werden würde, indem er diese durch Abforderung von Zinszahlungen für ihre Überschüsse bestrafen und so auch auf ihrer Seite einen Anreiz zur Beseitigung von Ungleichgewichten schaffen würde.<sup>7</sup>

Freie Konvertibilität, Stabilisierung der Wechselkurse durch Interventionsverpflichtung, sobald der Kurs einer Währung den Korridor von +/- 1 % um seine Dollarparität zu sprengen drohte<sup>8</sup>, Kreditgewährung mit Auflagen an die Defizitländer durch den IWF, Paritätsänderungen bei „fundamentalen Zahlungsbilanzungleichgewichten“<sup>9</sup>, Möglichkeit einer zeitlich begrenzten Devisen-

---

<sup>5</sup> Bei einer festen Golddeckungsquote steht der Parameter Zinssatz für die Konjunkturpolitik nicht mehr zur Verfügung. Für einen Überblick über die gesamte Kritik des Goldstandards Külp 1978, 41-43.

<sup>6</sup> Der ehemalige US-Finanzminister Baker hat 1987 die Bindung der Wechselkurse an einen Rohstoffpreisindex vorgeschlagen (Willms 1988, 237). Siehe den Abschnitt 7 zur Beurteilung unter dem Aspekt der Preisniveaustabilität.

<sup>7</sup> Külp 1978, 25 f. Michel Camdessus, der Geschäftsführende Direktor des IWF will die Überschußländer durch Gruppendruck zu richtigem Handeln veranlassen (F.A.Z. 1988, 9 B).

<sup>8</sup> Durch die festen Kurse sollte eine Wiederholung des Abwertungswettlaufs der Zwischenkriegszeit ausgeschlossen werden (The Economist 1985, 6).

<sup>9</sup> Das betreffende Land hatte das Recht, eine Paritätsänderung vorzunehmen. Eine Anpassungspflicht hätte das Festhalten an ungleichgewichtigen Wechselkursen vermeiden können (Williamson 1985b, 75).

zwangswirtschaft einzelner Staaten, Leitwährungsfunktion des Dollar durch Goldeinlöseverpflichtung der US-Zentralbank<sup>10</sup> waren die Bestimmungen des Abkommens (Külp 1978, 26 f.).

Das System war wegen der Größe der Volkswirtschaft der USA und der in ihr herrschenden Preisstabilität de facto ein Dollarstandard und hat 20 Jahre lang zufriedenstellend funktioniert. Vor der Herausforderung durch hohe Zahlungsbilanzdefizite und Inflationsraten in den USA, die zu einer erheblichen Abweichung des realen Dollarkurses von seinem nach der Kaufkraftparitätentheorie bestimmten Gleichgewicht führten, mußte es kapitulieren (Gleske 1988, 30 f.).

Die simultane Verwirklichung aller vier währungspolitischen Ziele konnte auch unter Bretton Woods nicht gelingen. Vielmehr handelte es sich, insoweit die Regierungen eine autonome Konjunkturpolitik verfolgten, um ein System mit eingebauten Zahlungsbilanzungleichgewichten, die immer wieder durch abrupte Paritätsänderungen oder zwangswirtschaftliche Maßnahmen zu korrigieren versucht wurden.<sup>11</sup>

Da Bretton Woods beim Ausgleichsziel am schlechtesten abschneidet, besteht in ihm die größte Nachfrage nach internationaler Liquidität und wird es von Versorgungsengpässen am heftigsten getroffen. Der ständig wachsende Liquiditätsbedarf hätte durch eine Erhöhung des Goldpreises, wodurch Länder mit hohem Goldanteil an den Währungsreserven begünstigt worden wären, das Hinzutreten zusätzlicher Leitwährungsländer, durch Kreditgewährung seitens der Überschußländer oder, unter Inkaufnahme einer erheblichen Gefährdung der weltweiten Geldwertstabilität, durch internationale Buchgeldschöpfung gedeckt werden können (Külp 1978, 45-50).

#### **4.2.2 Das EWS als Modell für das Weltwährungssystem**

Im EWS wurden Belastungsproben, wie die, die zum Zusammenbruch von Bretton Woods geführt haben, durch die einheitliche Stabilitätsausrichtung der nationalen Wirtschaftspolitiken und die Rolle der Mark als Stabilitätsanker vermieden, so daß sich bemerkenswerte Erfolge bei der inneren und der innereuropäischen Geldwertstabilität einstellen konnten (Gleske 1988, 31 f. sowie Decken 1988, 244 f.). Ein Weltwährungssystem zusammengesetzt aus mehreren solchen „Stabilitätsinseln“, gebildet von Staaten, die auch in anderen Bereichen eine enge institutionalisierte Zusammenarbeit anstreben, wäre vorstellbar (Decken 1988, 246).

---

<sup>10</sup> Und damit die Möglichkeit der USA, Zahlungsbilanzdefizite über die Dollarpresse zu finanzieren. Die Menge an internationaler Liquidität hing vom Saldo der US-Zahlungsbilanz ab.

<sup>11</sup> Wer das Ziel der autonomen Konjunkturpolitik zugunsten einer Politik des Gleichschritts in Inflationsrate und Zinsen mit den USA aufgab, konnte für sein Land eine Art Goldstandard ohne Goldanker herbeiführen (Kenen 1987, 194).

### **4.2.3 Kritik der stufenfixen Währungssysteme**

Da den Politikern gewöhnlich weder an fortdauernden Interventionen zugunsten der stärker inflationierenden Währungen, noch an einer Neufestsetzung der Paritäten gelegen ist, wohnt den stufenfixen Systemen eine Tendenz zu einem langfristigen Gleichschritt in den Geldpolitiken der beteiligten Länder inne, womit über die Qualität des Ergebnisses jedoch nichts gesagt ist<sup>12</sup>.

Die Stabilitätsausrichtung hängt von der Ausgestaltung der Interventionsregeln ab. Wenn ein Land mit einer hohen Inflationsrate die Hauptlast selbst tragen muß, wird es auf den Pfad der stabilitätspolitischen Tugend zurückkehren. Wenn aber die Partnerländer erheblich zugunsten der schwachen Währung zu intervenieren gehalten sind, wird bei ihnen durch die Erhöhung der Devisenbestände der Zentralbank aus der Intervention oder durch eine expansive, von dem Bestreben, die Interventionsverpflichtung hinfällig zu machen, geleitete Geldpolitik gleichfalls Inflation ausgelöst.

Außer auf die Geldpolitik sollen stufenfixe Systeme, dadurch daß sie tendenziell zu realen Aufwertungen und damit zu einer Konjunkturdämpfung in den stärker inflationierenden Ländern führen, auch einen disziplinierenden Einfluß auf die Höhe der Lohnvereinbarungen haben. Dagegen werde fiskalpolitische Verantwortungslosigkeit über eine Erhöhung des heimischen Zinsniveaus und einen dadurch verursachten Zufluß von ausländischem Anlagekapital, das zur Defizitfinanzierung genutzt werden kann, gefördert (Frenkel / Goldstein 1988, 225-227).

Die Fähigkeit stufenfixer Systeme, vom öffentlichen Sektor ausgehende schwere Schocks zu absorbieren, hält keinem Vergleich mit einem frei flexiblen System stand. Eine dauerhafte Zunahme der deutschen Kapitalexporte in die USA wegen einer auf die Angebotsbedingungen vorteilhaft wirkenden Steuerreform dort würde unter dem frei flexiblen System über einen schwereren Dollar einen gleichgerichteten Realtransfer und damit einen Zahlungsbilanzausgleich nach sich ziehen. Unter Bretton Woods hätte man möglicherweise die Kapitalexporte für temporär gehalten, weil man sie nicht ihrer Ursache hätte zuschreiben können, und die Dollarkäufe der Kapitalexporteur lange Zeit durch einen Transfer von internationaler Liquidität neutralisiert, bis schließlich eine neue Währungskrise mit Devisenzwangswirtschaft oder abrupter Paritätsanpassung eingetreten wäre.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> Sachs 1986, 336. Wenn die Wechselkurse aller Währungen im Verhältnis zu einer Leitwährung festgelegt sind, folgt eine Tendenz zur Angleichung an das Leitwährungsland.

<sup>13</sup> Murphy 1985, 71 f. Fraglich bleibt, ob ein stufenfixes System die schweren Schocks der 70er Jahre (erhebliche Inflationsdifferenzen und Verschiebungen in den Leistungsbilanzsalden hin zu den ölexportierenden Ländern) hätte absorbieren können. Siehe dazu *The Economist* 1985, 17.

Die Einwegspekulation mit einseitig destabilisierender Wirkung tritt nur unter stufenfixen Systemen auf. Wenn etwa eine Währung ihrer oberen Bandbreite sehr nahe kommt, wird auf Aufwertungsgewinne hoffendes Kapital in das Heimatland dieser Währung importiert, was zusätzliche Nachfrage nach der Währung auslöst und ein Aufgehen der Rechnung der Spekulanten wahrscheinlicher macht. Mit Interventionen kann dem Volumen solcher Kapitalimporte in der Regel nicht standgehalten werden. Bei frei flexiblen Wechselkursen können spekulative Kapitalbewegungen dagegen sowohl stabilisierend als auch destabilisierend sein können.

### **4.3 Kontinuierliche Wirtschaftskooperation bei verschiedenen Flexibilitätsgraden der Wechselkurse**

#### **4.3.1 Das derzeitige IWF-System**

Der 1978 neugefaßte Artikel IV des IWF-Abkommens stellt den Mitgliedern die Wahl des Wechselkurssystems frei. Das gegenwärtige Weltwährungssystem stellt eine Mischung aus Subsystemen mit und ohne Wechselkursbindung dar. Weil die Zentralbanken häufig auf den Devisenmärkten intervenieren, kann man von einem „verunreinigten“ System der Kursflexibilität sprechen. Die Situation ist insofern historisch einmalig, als keine der bedeutenden Währungen in irgendeiner Weise an eine Ware gebunden ist.<sup>14</sup>

Mit der Ankündigung einer geordneten Rückführung des Dollarkurses im Plaza-Abkommen der G 5 vom September 1985 wurde eine neue Ära der internationalen Währungskooperation auf den Foren von G 7 (dem erweiterten Nachfolger der G 5) und IWF eingeleitet.<sup>15</sup>

Die Finanzminister und Notenbankgouverneure der G 7 treffen sich regelmäßig, um ihre Ziele zu diskutieren und auf ihre Vereinbarkeit zu prüfen und ihre Prognosen zu harmonisieren. Sogenannte „objektive Indikatoren“ dienen zur Messung des wirtschaftspolitischen Erfolgs einer Regierung (Gleske 1988, 37 f.). Sollte eine Regierung auf dem G 7-Forum getroffene Absprachen nicht einhalten, ergeben sich für sie keine Rechtsfolgen.<sup>16</sup>

---

<sup>14</sup> Friedman 1986, 643. Siehe auch die Abschnitte 4.1.2 und 7.

<sup>15</sup> Sachs 1986, 336. Kenen hält das Plaza-Abkommen für eine Episode ohne Nachfolger, eine Ad-Hoc-Kooperation zur Rettung des GATT vor dem um sich greifenden Protektionismus (Kenen 1987, 194 f.).

<sup>16</sup> Im nachfolgenden Abschnitt wird ein Plan für den Ausbau des Indikatorsystems dargestellt, der ein Sanktionssystem vorsieht.

### **4.3.2 Koordinierung mit Indikatoren**

Dem IWF ist vom Wirtschaftsgipfel 1987 in Venedig der Auftrag erteilt worden, die Intensivierung der wechselseitigen Überwachung („Increased Surveillance“, siehe dazu Willms 1988, 246-248) zu unterstützen, indem er das System objektiver Indikatoren der G 7 so weiterentwickelt, daß es mit einer verbindlicheren Rolle versehen werden kann (F.A.Z. 1988, 9 B).

Wenn bestimmte makroökonomische Indikatoren (z.B. Wechselkurs<sup>17</sup>, Leistungsbilanzsaldo, Währungsreserven) von ihren Gleichgewichtswerten abweichen, sollen in internationalen Gremien abgestimmte Korrekturmaßnahmen beschlossen werden, die ein binnen- und außenwirtschaftliches Gleichgewicht wiederherstellen. Die Korrekturmaßnahmen sind zum Teil im vorhinein formuliert. Entweder muß dann nur noch über das „ob“ entschieden werden oder die Teilnehmerstaaten sind sogar zu ihrer Durchführung verpflichtet. Bei Untätigkeit einer Regierung sind Sanktionen vorgesehen (Williamson 1986a, 20 f. sowie Willms 1988, 244-246).

### **4.3.3 Koordinierte Geldmengenpolitik**

Es handelt sich um einen Reformvorschlag mit monetaristischen Elementen (McKinnon 1984; Williamson 1988, 216 f. sowie Willms 1988, 237-241). Um Konsensfindungskosten zu sparen, sollen nur drei Länder, die USA, Japan und die Bundesrepublik, sich auf feste nominale Wechselkurse mit Bandbreiten von 2 % einigen. Der Gleichgewichtskurs im Ausgangszustand wird mit Hilfe von Indizes der Lohnstückkostenentwicklung als ein um die Effekte von Schwankungen der Arbeitsproduktivität und der Beschäftigung bereinigter realer Kaufkraftparitätenkurs berechnet.

Durch eine Verstetigung der Wachstumsrate der Weltgeldmenge<sup>18</sup> in der Form der Stabilisierung eines gemeinsamen Preisindex für handelbare Güter soll eine Stabilisierung von Weltpreisniveau und Weltkonjunktur bewirkt werden. Die nationalen Geldmengenwachstumsraten sollen sich am Wachstum des Sozialprodukts, der Trendentwicklung der Geldumlaufgeschwindigkeit und dem Preisniveau für nicht-handelbare Güter orientieren. Die Wirkungen der indirekten Währungssubstitution auf Geldnachfrage und Wechselkurs<sup>19</sup> sollen neutralisiert und stabile Wechselkurse

---

<sup>17</sup> Im vorhinein sollen keine angemessenen Wechselkurse beschlossen werden.

<sup>18</sup> Genaugenommen der zusammengefaßten Geldmenge der drei Teilnehmerländer.

<sup>19</sup> Bei einseitigen Wechselkurerwartungen kommt es zu Portfolioumschichtungen von in der Währung des Abwertungskandidaten denominierten Obligationen (mit dort zinssteigernder und geldnachfragesenkender Wirkung) hin zu Obligationen in der aufwertungsverdächtigen Währung (mit zinssenkender und geldnachfrageerhöhender Wirkung). Die Kapitalbewegungen wirken auf den Wechselkurs in der Richtung der Erwartungen.

herbeigeführt werden, indem Aufwertungskandidaten ihre Geldmenge ausdehnen, während Abwertungskandidaten ihre um den gleichen Satz<sup>20</sup> zurückführen.

Die Grenzbereiche der Bandbreiten werden durch „weltgeldmengenwachstumsneutrale“ Interventionen gesichert. Wenn etwa der Dollar seine untere Bandbreite gegenüber der Mark „testet“, soll die Bundesbank in nicht-sterilisierter Form intervenieren und mit dem Dollarguthaben eine Obligation der US-Zentralbank (nicht etwa der US-Regierung!) erwerben. Die US-Geldmenge nimmt dann um genau den Betrag ab, um den die deutsche zunimmt.

#### **4.3.4 Zielzonensystem**

Dieser Vorschlag<sup>21</sup> anerkennt die Notwendigkeit von Wechselkursanpassungen bei Zahlungsbilanzungleichgewichten und Inflationsdifferenzen, will aber erratische Überzeichnungen der Devisenkurse verhindern.

Die Politiker sollen auf dem G 7-Forum in Abhängigkeit von Kapazitätsauslastung, Beschäftigungsstand und Leistungsbilanzsaldo der Volkswirtschaften Vorgaben für die Wachstumsraten der nominalen Binnennachfragen festlegen, damit alle Wachstumsreserven der Weltwirtschaft genutzt und gleichzeitig die Weltinflation im Zaum gehalten werde. Außerdem sollen sie Zielzonen, im Sinne von öffentlich gemachten, weit gefaßten Bandbreiten<sup>22</sup> um einen real fixierten fundamentalen Gleichgewichtskurs<sup>23</sup> vereinbaren. Ein Ausbrechen aus den Zielzonen, daß auf eine erratische Überzeichnung zurückzuführen ist, löst einen wirtschaftspolitischen Gipfel aus, auf dem ein gemeinsames, alle makroökonomischen Politikbereiche umgreifendes Vorgehen vereinbart wird, die Kurse in den Korridor zurückzuführen.

Das Weltzinsniveau soll so eingestellt werden, daß die angepeilte Wachstumsrate für die nominale Weltnachfrage erreicht wird, Zinsdifferenzen und Devisenmarktinterventionen sind für die Verteidigung der Zielkorridore reserviert, während keynesianische nationale Fiskalpolitiken<sup>24</sup> die Einhaltung der Wachstumsziele für die nationa-

---

<sup>20</sup> So erreicht man, daß die Wachstumsrate der Weltgeldmenge unberührt bleibt.

<sup>21</sup> Williamson 1986b; Williamson 1987; Williamson 1988, 217-220 sowie Willms 1988, 241-244.

<sup>22</sup> Anfangs ist an +/-10 % gedacht. Diese breite Marge wird benötigt, um gegenläufigen antizyklischen Geldpolitiken und spekulativen Kapitalbewegungen Raum zu geben (Williamson 1988, 219 sowie Williamson 1987, 201 f).

<sup>23</sup> Ein Kurs, der sowohl für ein internes – höchste Beschäftigung des Faktors Arbeit, die noch mit einer Kontrolle über die Inflation vereinbar ist als auch für ein externes Gleichgewicht – ein der Kapitalbildung und dem Produktivitätswachstum angemessener Leistungsbilanzsaldo – garantiert. Die nominalen Wechselkursvorgaben werden der unterschiedlichen Preisniveauentwicklung in den beteiligten Volkswirtschaften angepaßt, so daß die Anpassung der nominalen an die realen Kurse nicht behindert und ein Inflationsimport in stabilitätsorientierte Volkswirtschaften verhindert wird (Williamson 1988, 218 f. sowie Williamson 1987, 201 f).

<sup>24</sup> Wie im deutschen Stabilitätsgesetz niedergelegt.

len Binnennachfragen sichern sollen (Williamson 1987, 203 f.). Wenn sich die fundamentalen Daten ändern, ist eine Anpassung der fundamentalen Gleichgewichtskurse vorzunehmen.<sup>25</sup> Wenn Unklarheit über das Ausmaß und die Dauerhaftigkeit einer Datenänderung herrscht, soll vorübergehend ein Verlassen des Zielkorridors<sup>26</sup> toleriert werden, um Zeit zur Einschätzung zu gewinnen.

Der IWF soll bei der Festlegung der Zielzonen mitwirken, die Gleichgewichtskurse berechnen und die nationalen Politiken überwachen. Das Zielzonensystem soll disziplinierend<sup>27</sup> auf die nationalen makroökonomischen Politiken wirken und durch die Unmöglichkeit, die wirtschaftspolitischen Maßnahmen vorherzusagen, die Spekulation entmutigen.

Der Zielzonenvorschlag beachtet nicht, daß der Einsatz der Zins- und Fiskalpolitik seinerseits eine Änderung der Gleichgewichtswerte der Wechselkurse nach sich zieht, das Ziel des Instrumenteneinsatzes somit verschoben wird. Außerdem könnte eine durch die fundamentalen Daten gegebene Anpassung der Zielzonen einer Währung nach unten (Aufwertung der Inlandswährung) durch Einflußnahme des in den internationalen Handel eingebundenen Teils der Volkswirtschaft auf die Regierung verhindert werden (Dornbusch 1986, 221).

#### **4.3.5 Kritik des kooperativen Ansatzes**

Bei der Definition von Zielzonen oder Bandbreiten müssen die Politiker berücksichtigen, daß eine Bestimmung von Gleichgewichtswerten allein nach den Kaufkraftparitäten ignorieren würde, daß auch Erwartungen über den zukünftigen Wechselkurs im aktuellen Wechselkurs enthalten sind.

Unter allen kooperativen Systemen müssen die Koordinationsgremien Erwartungen über die zukünftigen Kassakurse bei Stilllegung des Eingriffsinstrumentariums bilden, um Richtung und Ausmaß des Instrumenteneinsatzes festlegen zu können. Warum sollte von den politischen Beratern mehr Weisheit zu erwarten sein, als von den

---

<sup>25</sup> Wenn etwa in einem Land im Verhältnis zu den anderen sechs Ländern die Arbeitsproduktivität im Außenhandelssektor zunimmt, so daß die Lohnstückkosten relativ sinken und sich ein dauerhafter realer Aufwertungsdruck ergibt, sollen die fundamentalen Gleichgewichtskurse so angepaßt werden, daß sie die Kostenparität zwischen den Ländern wieder herstellen. Angepaßt werden soll auch bei realen Schocks und neuen Informationen (Williamson 1987, 202). Spekulative Attacken auf ungleichgewichtige Kurse wie unter Bretton Woods sollen so vermieden werden (Williamson 1986b, 171).

<sup>26</sup> "Soft Buffers" (Williamson 1987, 202).

<sup>27</sup> Zum Gefangenendilemma bei frei flexiblen Kursen Abschnitt 4.4. Wenn ein Land Budgetdefizite aufweist, besteht ein Anreiz auch in der Geldpolitik den Maschinentelegraph auf Expansion zu stellen, um den Wechselkurs in seinem Zielkorridor festzuhalten. Dagegen sollen institutionelle Vorkehrungen getroffen werden (Frenkel / Goldstein 1988, 226 sowie Williamson / Miller 1987).

Devisenmarktteilnehmern, die bei der Vorhersage des zukünftigen Kassakurses mit dem Terminkurs regelmäßig versagen (Murphy 1985, 69 f.)?

Vertreter einer koordinierten Geldmengenpolitik oder eines Zielzonensystems müßten konsequenterweise auch Bandbreiten oder Zielzonen für die bei den Kursauschlägen mindestens ebenbürtigen Wertpapiermärkte fordern (Dornbusch 1986, 219 f.).

Weil den Gipfelbeschlüssen nur ein wirtschaftstheoretisches Modell zugrunde liegen kann, nähme unser Wissen über die Wirkung wirtschaftspolitischer Maßnahmen langsamer zu, als in einer Welt ohne Koordination, wo mit vielen konkurrierenden Modellen Erfahrungen gemacht werden.<sup>28</sup>

#### **4.4 Kritik der gesteuerten Währungssysteme**

Stufenfixe Währungssysteme und Systeme mit gemeinsamer internationaler Steuerung lassen sich unter dem Begriff „Gesteuerte Systeme“ („managed exchange rate systems“) zusammenfassen. Gegenüber dem frei flexiblen System sei es vorteilhaft, daß unter ihnen die Fähigkeit der Regierungen, sich selbst und anderen Ländern zu schaden, durch Spielregeln begrenzt werde. Wie im Beispiel des Gefangenendilemmas bestehe für jedes Land, unabhängig davon welches Verhalten es von den anderen „Gefangenen“ erwarte, ein Anreiz, sich durch eine Auf-<sup>29</sup> oder Abwertung<sup>30</sup> Vorteile auf deren Kosten zu verschaffen, so daß die Situation, die die weltwirtschaftliche Wohlfahrt maximieren würde, niemals erreicht werden könne. Allerdings könnte sich beim Übergang zu festeren Wechselkursen das gemeinschaftsschädigende Verhalten auf andere Aktionsvariable, vielleicht die Währungsreserven, verlagern. Außerdem mögen inflationärer Politik zuneigende Politiker, die unter einem frei flexiblen System aus Furcht vor den Folgen einer Abwertung Disziplin geübt haben, unter einem kooperativen System versucht sein, eine Weltinflation im Gleichschritt zu beschließen.<sup>31</sup>

Unter allen gesteuerten Systemen werden Interventionen getätigt. Nicht-sterilisierte Interventionen, die sowohl unmittelbar als auch mittelbar – über die Geldmenge und den Anlagezins – auf Angebot und Nachfrage am Devisenmarkt einwirken, können in ihrer Wirksamkeit durch begleitende Absichtserklärungen internationaler Kooperationsforen, wie dem Plaza-Abkommen der G 5, gesteigert werden. Sterilisierte In-

---

<sup>28</sup> Scheide / Sinn 1988. Weitere Kritik im Abschnitt 4.4.

<sup>29</sup> Bei einem externen Preisschock. Im Endzustand hat keine Währung aufgewertet, aber die Geldpolitik ist überall restriktiver.

<sup>30</sup> Bei einem Zahlungsbilanzdefizit.

<sup>31</sup> Zu den gesteuerten Systemen Sachs 1986, 337 f. und zur gleichschrittigen Weltinflation Rogoff 1985.

terventionen haben entsprechend weniger „Durchschlagskraft“. Interventionen können nützlich dabei sein, bei heterogenen Erwartungen das Vertrauensniveau des Devisenmarktes in seine eigenen Voraussagen zu ändern.<sup>32</sup>

Stabilität in den nominalen Wechselkursen kann kein sinnvolles Ziel der internationalen Währungspolitik sein, sondern nur die Förderung der Anpassung der Wechselkurse an ihre Gleichgewichtswerte, für deren Berechnung es aber an einer einheitlichen, theoretisch befriedigenden Formel mangelt.<sup>33</sup> Vor diesem Hintergrund ist es fragwürdig, ein Versagen des Systems frei flexibler Kurse bei der Anpassung zum Gleichgewicht zu diagnostizieren<sup>34</sup> oder gar ein solches korrigieren zu wollen.

Devisenmarktinterventionen zur Stützung des Außenwertes einer Währung sind wohlfahrts- und ordnungspolitisch bedenklich, weil sie private Kapitalexporte verdrängen und, ohne höherrangige Werte ins Feld zu führen, die individuelle Freiheit der Wirtschaftssubjekte einschränken (Willms 1988, 254).

#### **4.5 Frei flexible Wechselkurse**

In einem System mit frei flexiblen Wechselkursen wird das Wechselkursstabilisierungsziel völlig aufgegeben.<sup>35</sup> Das Ausmaß der Kursschwankungen hängt zu einem großen Teil von den Werten der Elastizitäten der ausländischen Export- und der inländischen Importnachfrage ab. Hohe Elastizitätswerte im Verein mit einem Devisenausgleichsfonds für die kurzfristige Kursstabilisierung unter Wahrung der Neutralität hinsichtlich der unterliegenden langfristigen Kursänderungen könnten für eine relativ stabile Entwicklung sorgen.

Die akademischen Vorkämpfer<sup>36</sup> frei flexibler Kurse versprachen, daß die realen Wechselkurse in der langen Sicht keinen großen Schwankungen ausgesetzt sein würden. Die Inflationsdifferenzen überragten alle anderen Faktoren an Einfluß auf die Wechselkursbildung und eine funktionierende internationale Güterarbitrage sorgte für

---

<sup>32</sup> Kenen 1987, 196-198. Zu beachten ist, daß der Versuch der Sterilisierung etwa einer dollarstützenden Intervention, also eines Dollarzugangs, durch einen kompensierenden Offenmarktverkauf von Wertpapieren eine Zinsniveausteigerung, einen Kapitalimport und einen erneuten Abwertungsdruck auf den Dollar nach sich zieht, woraus sich weiterer Interventions- und Stabilisierungsbedarf ergibt.

<sup>33</sup> Siehe den Abschnitt 2.

<sup>34</sup> So etwa Williamson 1987, 200.

<sup>35</sup> In Reinform ist das jedoch kaum vorstellbar. Nahezu jede Zentralbank interveniert, um kurzfristige Wechselkurschwankungen abzufedern, damit die Unternehmen des Sektors der handelbaren Güter an kurzfristiger Kalkulationsicherheit gewinnen.

<sup>36</sup> Vor allem Friedman 1953.

eine Anpassung der nominalen Kurse an ihre Kaufkraftparität.<sup>37</sup> Die marktlichen realen Wechselkurse verbesserten die Ressourcenallokation. Die Versprechungen haben sich in den letzten 15 Jahren nicht erfüllt (Gleske 1988, 32-34). Niemand bestreitet, daß die realen Wechselkurse seit dem Ende von Bretton Woods erheblich geschwankt haben (Dunn 1983, 8 f.).

Im frei flexiblen Währungssystem ist der Wechselkursmechanismus des Zahlungsbilanzausgleichs aktiviert. Beispielsweise würde ein Konjunkturabschwung in den USA einen Importüberschuß in Deutschland, eine Abwertung der Mark gegenüber dem Dollar und schließlich einen automatischen Wiederausgleich der deutschen Handelsbilanz ohne bedeutende Auswirkungen auf den Konjunkturverlauf zur Folge haben. In der Welt von Bretton Woods dagegen hätte die Pflicht zu Dollarverkäufen in Richtung auf eine kontraktive Geldpolitik der Bundesbank und, um der Zunahme der Nettoimporte und der Geldmengenkontraktion zu begegnen, eine expansive Fiskalpolitik der Regierung gewirkt (Dunn 1983, 2 f.). Die nationalen Wirtschaftspolitiken könnten sich bei Kursflexibilität also mehr binnenwirtschaftlichen Zielen widmen<sup>38</sup> und würden tendenziell weniger häufig auf die Instrumente des Protektionismus und der Devisenbewirtschaftung zurückgreifen.

Gegenüber einem Währungssystem mit festen oder stufenfixen Wechselkursen werde durch eine Flexibilisierung der Wechselkurse ein weiterer Unsicherheitsparameter für die Entscheidungen der Wirtschaftssubjekte in den Bereichen Außenhandelsbeziehungen, Direktinvestitionen und internationaler Kapitalverkehr errichtet, was zu einer Abnahme der Aktivität in diesen Bereichen führe.<sup>39</sup> Das Wechselkursrisiko läßt sich aber durch eine Vielzahl von Absicherungsinstrumenten begrenzen<sup>40</sup>, wobei die Kosten der Kurssicherung auf den Welthandel wie eine Erhöhung der Transportkosten wirken.<sup>41</sup> Gerade durch die erheblichen Wechselkursschwankungen seit dem Zusammenbruch von Bretton Woods ist eine Welle von Finanzinnovationen losgetreten worden, die die Unsicherheit erheblich einschränken halfen (Decken 1988, 239 f.).

---

<sup>37</sup> Die Kaufkraftparitätentheorie kann auf das Jevons'sche Gesetz der Preisunterschiedslosigkeit zurückgeführt werden. Man beachte, daß seine Gültigkeit vollständige Konkurrenz auf allen Märkten für handelbare Güter voraussetzt. In der Realität herrschen dort aber meist oligopolistische Marktformen vor (Dunn 1983, 17).

<sup>38</sup> Wenn die Wechselkursstabilisierung als Ziel aufgegeben wird (Dunn 1983, 11).

<sup>39</sup> Dieser Vorwurf dient auch als Argument für die kooperativen Reformansätze. Bei langfristigen Entscheidungen käme es auf eine Konstanz der realen Wechselkurse an, die in der Theorie durch freie Wechselkursbildung gefördert werden soll. Siehe dazu Dunn 1983, 9-11.

<sup>40</sup> Friedman 1953, 425. Der Aufwand, den multinationale Unternehmen betreiben, um sich an eine Welt mit schwankenden Wechselkursen anzupassen, ist nicht gerade vernachlässigenswert (Whitman 1984, 301 f.).

<sup>41</sup> Volkswirtschaftliche Kosten sind nur die Vermittlungskosten. Bei Absicherung durch ein Termingeschäft gleichen sich die Gewinne und Verluste der beiden Partner aus.

Indem man die Unsicherheit auf dem Gebiet der Wechselkurse beseitigt, wird der totale Grad an Unsicherheit in der Volkswirtschaft nicht niedriger<sup>42</sup>, sondern die Risiken werden teils unter den Kaufleuten und internationalen Kapitalanlegern<sup>43</sup>, teils von ihnen auf bloße „Amateure“ umverteilt, die weniger gut für die mit Änderungen von Preisniveau, Lohnsatz und Beschäftigung<sup>44</sup> einhergehenden Risiken ausgestattet sind, als die „Profis“ mit ihrer Professionalität, ihrem hohen Grad an Informiertheit und ihrer weniger aversen Risikohaltung für die Übernahme von Wechselkursrisiken (Murphy 1985, 71). Aus ordnungspolitischer Sicht sollten Marktrisiken im Regelfall nicht sozialisiert werden.

Die „Teufelskreistheorie“ (Friedman 1953, 431 f.) greift das System frei flexibler Wechselkurse mit der Behauptung an, die Erhöhung der Importgüterpreise, die durch die Anpassung zu einem neuen Zahlungsbilanzgleichgewicht aus einer Defizitsituation heraus sich ergäbe und besonders bei wenig elastischer Importgüternachfrage des Inlands aufträte, setze eine Inflationsspirale in Gang von der schließlich auch die Exportgüterpreise ergriffen würden. Der zurückgehende Exportwert<sup>45</sup> setze eine neue Abwertung in Gang. Inflationsschub und Abwertung setzten sich bis ans Ende aller Tage fort. Einzuwenden wäre, daß eine bremsende Geldpolitik oder das Fehlen von Inflationserwartungen die Diffusion der Importpreiserhöhungen durch die Volkswirtschaft verhindern könnte (Friedman 1953, 432 sowie Kenen 1987, 194).

Es wird behauptet, frei flexible Kurse beeinträchtigten wegen des Versagens der „hochspekulativen und nicht unbedingt rationalen“ (Dornbusch 1986, 210) Devisenmärkte, die unter anderem sogenannte „spekulative Seifenblasen“ hervorbrächten<sup>46</sup>, die Effizienz der Ressourcenallokation. Wegen dem Vorsprung des Devisenmarktes in der Anpassungsgeschwindigkeit gegenüber anderen Bereichen des Weltwirtschaftssystems ist ein „Überschießen“ der Kurse jedoch ganz natürlich und kann durchaus effizient sein, indem es die langfristige Anpassung beschleunigt. In der Realität findet die Anpassung zu einem Gleichgewicht wohl nie auf dem optimalen Pfad statt (Murphy 1985, 70).

---

<sup>42</sup> Siehe dazu Friedman 1953, 425-431.

<sup>43</sup> Die Risikoumverteilung folgt aus der Unsicherheit über die Maßnahmen (vielleicht eine Devisenbewirtschaftung), die in dem Fall ergriffen werden könnten, daß die Interventionen nicht mehr durchzuhalten wären.

<sup>44</sup> Wenn etwa die Arbeitsproduktivität in Deutschland bei nach unten starren Nominallöhnen relativ gegenüber den USA zurückgeht, führt dies zu einem Nettodirektinvestitionsstrom in Richtung USA, und, bei festen Kursen, unweigerlich zu Arbeitslosigkeit in Deutschland (Meltzer 1989, 45). Ein System frei flexibler Kurse bietet wirksamen Schutz gegen einen Inflationsimport (Willms 1984, 256).

<sup>45</sup> Ob dieser wirklich zurückgeht hängt vom Wert der Elastizität der ausländischen Exportnachfrage ab.

<sup>46</sup> Langfristige Abweichungen einer Währung von ihrer Kaufkraftparität können so aber nicht erklärt werden (Sachs 1986, 336-338).

Außerdem wird der Vorwurf erhoben, frei flexible Wechselkurse würden im Gegensatz zu stufenfixen keinen Anreiz zu einer Politik der Geldwertstabilität bieten.<sup>47</sup>

Fiskalpolitische Disziplinlosigkeit führt unter diesem System über höhere Zinsen, einen Zufluß von ausländischem Anlagekapital und damit einer erhöhten Nachfrage nach der heimischen Währung zu einer realen Aufwertung. Das Wehklagen der der Auslandskonkurrenz ausgesetzten Sektoren kann dann eine Rückkehr zur Stabilitätspolitik, aber auch eine Flankierung der Budgetdefizite mit protektionistischen Maßnahmen bewirken (Frenkel / Goldstein 1988, 226).

## **5. Der Grad an Anspruchserfüllung bei Aufgabe der freien Konvertibilität**

### **5.1 Devisenzwangswirtschaft**

Unter diesem System wird das Ziel der freien Austauschbarkeit der Währungen geopfert. Der Staat läßt eine Gütereinfuhr nur insoweit zu, als die Importeure über staatliche Devisenzuteilungen aus den bei den Exporteuren beschlagnahmten Deviseneinnahmen verfügen, so daß die Zahlungsbilanz gerade ausgeglichen ist und stabile Kurse herrschen. Das Verfahren führt entweder zur Entstehung eines schwarzen Devisenmarkts oder in den Überwachungsstaat. Abgesehen von dem groben Eingriff in die Wirtschaftsfreiheit werden für die Kontrollmaßnahmen knappe Ressourcen verbraucht, wird in statischer Sicht die Güterallokation beeinträchtigt und in dynamischer Sicht der Wettbewerb (Külpe 1978, 43-45).

### **5.2 „Sand ins Getriebe“ des internationalen Kapitalverkehrs**

Durch Kapitalverkehrskontrollen<sup>48</sup>, eine internationale Steuer auf alle spekulativen Kapitalbewegungen, oder einen gespaltenen Wechselkurs mit einem Festkurs für Handelsbilanz- und einem flexiblen Kurs für Kapitalbilanztransaktionen soll der internationale Zinszusammenhang durchbrochen und damit die Geldpolitik für die nationale Stabilisierung befreit werden. Die realen Außenhandelstransaktionen sollen gegenüber den Einflüssen aus den Finanztransaktionen abgeschottet werden.

---

<sup>47</sup> Dazu kritisch Abschnitt 4.2.3. Die institutionellen Vorkehrungen des Bretton-Woods-Systems haben jedenfalls keine Stabilitätsorientierung bewirkt. Mit diesem Argument wird auch für mehr internationale Wirtschaftskooperation (Abschnitt 4.3) eingetreten.

<sup>48</sup> Aufwertungskandidaten verbieten die Kreditaufnahme im und die Rückführung von Forderungen aus dem Ausland.

Dornbusch<sup>49</sup> ist jedes der drei Mittel recht, um den „Steuerflüchtlingen“ und der politisch motivierten Kapitalflucht das Handwerk zu legen. Das legitime Bestreben eines Kapitalanlegers, sein Kapital auf legale Weise dem Zugriff eines quasienteignenden Steuersystems zu entziehen, es dem „besten Wirt“ anzuvertrauen, oder es aus einer „Bananenrepublik“ fortzuschaffen, löst nach Dornbusch einen „gesellschaftlich unproduktiven Ressourcentransfer“ aus. Dornbusch hofft, eine Senkung des Weltzinsniveaus zur Erleichterung einer Lösung der Schuldenkrise zu erreichen und einen „Ausverkauf Amerikas“ zu verhindern.<sup>50</sup>

Eine einheitliche, volumenabhängige sogenannte „Tobin-Steuer“<sup>51</sup> auf alle Transaktionen am Devisenkassamarkt zur Erschwerung des kurzfristigen, nicht aber des langfristigen Kapitalverkehrs<sup>52</sup>, sei zwar nicht kostenlos<sup>53</sup>, aber doch für die Realwirtschaft mit weniger Kosten verbunden als andere Konstruktionen.

Die erheblichen Opportunitätskosten aus der Opferung des freien Kapitalverkehrs, die von der ineffizienten Allokation des Weltkapitalstocks herrühren, die Unmöglichkeit der Trennung von Kapitalbewegungen in spekulative und nicht-spekulative (als Argument gegen gespaltene Wechselkurse und Kapitalverkehrskontrollen) und der starke Anreiz für ein einzelnes Land, durch die Aufhebung einer Tobin-Steuer seinem Finanzdienstleistungssektor einen Vorteil zu verschaffen sind Einwände gegen derartige Vorschläge.<sup>54</sup>

## **6. Das Ausmaß an institutioneller Aufbauarbeit bei den verschiedenen Neuordnungsmöglichkeiten**

Viele der behandelten Reformvorschläge würden eine neue Weltwährungskonferenz<sup>55</sup> verlangen, für deren Erfolg eine Übereinstimmung in der Theorie und in den

---

<sup>49</sup> Dornbusch 1986, 223-225. In einem Aufsatz aus dem Jahre 1987 präferiert er ein Festkurssystem kombiniert mit gespaltenen Wechselkursen (Dornbusch 1987, 17).

<sup>50</sup> “If we do not like Japanese net foreign lending and feel that we suffer because of it, we should tax it, if necessary at exorbitant rates”, so Dornbusch 1986, 226.

<sup>51</sup> Siehe dazu Tobin 1978, 490, 493 f.

<sup>52</sup> Nach der Einführung einer Tobin-Steuer in Höhe von 1 % lohnt sich der Kauf einer U.S.-Obligation mit einjähriger Fälligkeit erst bei einer um zwei Punkte höheren Zinsdifferenz zwischen Deutschland und den USA als zuvor. Wer ein zehnjähriges Engagement plant, muß nur 0,2 Zinspunkte aus der Tobin-Steuer in seine Vergleichsrechnung einsetzen. Je kürzer der Anlagezeitraum, desto mehr Kapitalbewegungen werden mit der Tobin-Steuer unterdrückt.

<sup>53</sup> Tatsächlich würde sie eine erhebliche Handelsbarriere aufrichten und insbesondere den Einsatz vieler Kurssicherungsinstrumente (Finanzhedging zur Sicherung einer Exportforderung mit Fälligkeit nach drei Monaten würde mit einem Strafzins in Höhe von 4 % belastet) prohibitiv besteuern.

<sup>54</sup> Frenkel / Goldstein 1988, 228 f. Zur ineffizienten Allokation und zu der Unterspülung der Rechtsordnung, die sich bei Kapitalverkehrskontrollen oder gespaltenen Kursen aus dem den Finanzbehörden überlegenen Einfallsreichtum der Investoren ergibt Dunn 1983, 24. Nicht gerade vernachlässigbar gering wären auch die Verwaltungskosten.

<sup>55</sup> Nämlich die in den Abschnitten 4.1.1, 4.1.2, 4.2.1 und 4.2.2.

Zielen der Währungspolitik unabdingbar wäre.<sup>56</sup> Eine solche Konferenz hätte doppelt so viele Teilnehmer, darunter mehr ökonomische „Schwergewichte“, und mehr Möglichkeiten zur Bildung von Sperrminoritäten wie Bretton Woods (Branson 1986, 187 f.). Die Verhandlungen könnten in so schwere Zerwürfnisse unter den Partnern münden, daß die Intensität der internationalen Wirtschaftskooperation hinter das erreichte Niveau zurückfiele (Frenkel 1987, 209).

Deshalb beziehen sich die kooperativen Reformansätze alle auf zahlenmäßig kleine Foren von „Schwergewichten“. Eine Reform wie das Zielzonensystem würde aber immer noch eine erhebliche institutionelle Aufbauarbeit zum schnellen Verlassen der „institutionellen Steinzeit“ voraussetzen, da es eine Aufgabe der nationalen wirtschaftspolitischen Souveränität zugunsten von Wechselkurszielen erforderte.<sup>57</sup> Auch der Ausbau der objektiven Indikatoren der G 7 zu einem regelgebundenen System indikatorgesteuerter Politiküberwachung wäre, abgesehen von den theoretischen Schwierigkeiten bei der Konstruktion der „richtigen“ Formel, vor allem wegen der vorgesehenen Automatismen und Sanktionen langwierig und beschwerlich.

## **7. Das Kriterium der langfristigen Stabilität des Weltpreisniveaus**

Die Ansicht, eine Papierwährung verursache weniger volkswirtschaftlichen Aufwand als eine Warenwährung, nämlich nur den für Papier und Druck, ist angesichts der Kosten, die sich aus der Instabilität<sup>58</sup> und der Unvorhersagbarkeit des langfristigen Weltpreisniveaus ergeben, nicht haltbar. Man denke nur an den Ressourcenverzehr durch die Dienstleistungsbranchen, die den Wirtschaftssubjekten Beratung und finanztechnische Instrumente für den Schutz ihrer Vermögen vor der Inflation bieten.

Wenn aber die Weltgeldmenge in einem festen Verhältnis zu einem natürlichen Rohwarenvorrat stünde, könnten die Altersersparnisse unbesorgt in langfristigen Rentenpapieren angelegt werden. Man bräuchte den Unterschied zwischen realen und nominalen Zinssätzen nicht zu kennen. Die Wirtschaftssubjekte würden von der Notwendigkeit, Erwartungen über das langfristige Preisniveau zu bilden, befreit. Aus diesem Gewinn an Planungssicherheit ergäbe sich ein Wohlfahrtsgewinn, weil individuelle und kollektive Wirtschaftspläne ex ante den optimalen Plänen für die Ex-Post-Werte der Daten näher kämen. Ein neues Weltwährungssystem sollte daher ei-

---

<sup>56</sup> Das frei flexible Währungssystem kann naturgemäß auf eine solche Harmonie verzichten.

<sup>57</sup> Dornbusch 1986, 222 f. Williamson hofft, je mehr die neuen Regeln im Lauf der Zeit internalisiert würden, desto weniger könne sich eine Regierung Übertretungen leisten (Williamson 1986, 169 f.).

<sup>58</sup> Das Preisniveau in Großbritannien war 1930 noch auf dem Stand von 1740, während es sich 1985 auf das zwanzigfache des Standes von 1939 belief.

nen Anker, oder irgendeine andere Vorkehrung zur Stabilisierung des langfristigen Weltpreisniveaus beinhalten (Friedman 1986).

Eine solche Vorkehrung müsste die diskretionären stabilisierungspolitischen Entscheidungen der Wirtschaftspolitiker durch eine Regelbindung ersetzen. Von den von mir einbezogenen Reformmöglichkeiten leisten das nur der Goldstandard und die Geldmengenregel im McKinnon-Ansatz.

## **Literaturverzeichnis**

Allsopp, C. (1987): The Rise and Fall of the Dollar: A Comment, S.44-48, in: Economic Journal Band 97 (1987).

Branson, W. H. (1986): The Limits of Monetary Coordination as Exchange Rate Policy, S.175-194, in: Brookings Papers on Economic Activity 1986.

Cooper, R. N. (1986): Dealing with the Trade Deficit in a Floating Rate System, S.195-207, in: Brookings Papers on Economic Activity 1986.

Decken, C. (1988): Trotz allem für ein System flexibler Wechselkurse, S.239-246, in: Dräger / Späth 1988.

Deutsche Bundesbank (1986): Internationale Organisationen und Abkommen im Bereich von Währung und Wirtschaft, Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank Nr.3., 3.Auflage (Mai 1986).

Dornbusch, R. (1986): Flexible Exchange Rate and Excess Capital Mobility, S.209-226, in: Brookings Papers on Economic Activity 1986.

Dornbusch, R. (1987): Exchange Rate Economics 1986, S.1-18, in Economic Journal, Band 97.

Dräger, C. / Späth, L. (Hrsg., 1988): Internationales Währungssystem und weltwirtschaftliche Entwicklung: Eine Herausforderung an die internationale Wirtschaftskooperation, Baden-Baden: Nomos.

Dunn, R. M. (1983): The Many Disappointments of Flexible Exchange Rates, Essays in International Finance Nr.154, Princeton University 1983.

Edison, H. / Miller, M. / Williamson, J. (1987): On Evaluating and Extending the Target Zone Proposal, S.199-224, in: Journal of Policy Modeling 1987.

F.A.Z. (1988): Weltwährungsfonds 1988: Banken international, Redaktionsbeilage der Frankfurter Allgemeinen Zeitung vom 20. September 1988, Nummer 219.

Feldstein, M. (1986): U.S. Budget Deficits and the European Economies: Resolving the Political Economy Puzzle, S.342-346, in: American Economic Review (Papers and Proceedings), Band 76.

- Frenkel, J. A. (1987): The International Monetary System: Should it be Reformed?, S.205-210, in: American Economic Review (Papers and Proceedings).
- Frenkel, J. A. / Goldstein, M. (1988): Fundamental Issues in the Functioning of the International Monetary System, S.223-238, in: Dräger / Späth 1988.
- Friedman, M. (1953): The Case for Flexible Exchange Rates, S.413-440, in: Richard Earl Caves und Harry G. Johnson (Hrsg.): Readings in International Economics, London: Allen and Unwin 1968.
- Friedman, M. (1986): The Resource Cost of Irredeemable Paper Money, S.642-647, in: Journal of Political Economy Band 94.
- Gleske, L. (1988): Das Weltwährungssystem heute - zwischen Anspruch und Wirklichkeit, S.25-39, in: Dräger / Späth 1988.
- Goodhart, C. (1987): Exchange Rate Economics 1986: A Comment, S.18-22, in Economic Journal, Band 97.
- Hayek, F. A. (1976): Denationalisation of Money, London: Institute of Economic Affairs.
- Issing, O. (Hrsg., 1988): Wechselkursstabilisierung, EWS und Weltwährungssystem, Hamburg: Verlag Weltarchiv.
- Kenen, P. B. (1987): Exchange Rate Management: What Role for Intervention?, S.194-199, in: American Economic Review (Papers and Proceedings).
- Koromzay, V. / Llewellyn, J. / Potter, S. (1987): The Rise and Fall of the Dollar: Some Explanations, Consequences and Lessons, S.23-43, in: Economic Journal Band 97.
- Külp, B. (1978): Außenwirtschaftspolitik, Düsseldorf: Werner.
- McKinnon, R. I. (1982): Currency Substitution and Instability in the World Dollar Standard, S.320-333, in: American Economic Review, Band 72.
- McKinnon, R. I. (1984): An International Standard for Monetary Stabilization, Policy Analyses in International Economics, Nr.8, Washington 1984.
- McKinnon, R. I. (1988): Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability: A Proposal, S.83-103, in: Journal of Economic Perspectives.
- Meltzer, A. H. (1989): Some Lessons of Monetary Management, S.43-65, in: Kredit und Kapital, 22.Jahrgang, Heft 1.
- Murphy, C. J. (1985): Reflections on the Exchange Rate System, S.68-73, in: American Economic Review (Papers and Proceedings), Band 75, Nr.2.
- Neldner, M. (1988): Wege zur Währungsintegration, S.261-283, in: Issing 1988.
- Pöhl, K. O. (1988): Anforderungen an eine europäische Währungs- und Wirtschaftsunion, S.455-459, in: Außenwirtschaft, 43. Jahrgang, Heft IV.

- Rogoff, K. (1985): Can International Monetary Policy Cooperation be Counterproductive?, S.199-217, in: Journal of International Economics, Band 18.
- Rose K. (1986): Theorie der Außenwirtschaft, München: Vahlen.
- Sachs, J. (1986): The Uneasy Case for Greater Exchange Rate Coordination, S.336-341, in: American Economic Review (Papers and Proceedings), Band 76.
- Scheide, J. / Sinn, S. (1988): Das Pokerspiel der großen Chefs: Was leisten Gipfelkonferenzen für die Qualität der Wirtschaftspolitik?, S.13, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 11.Juni 1988, Nummer 134.
- Streit, M. E. (1988): Zusammenfassung der Ergebnisse, S.247-251, in: Dräger / Späth 1988.
- The Economist (1985): Survey on Monetary Reform, Beilage zu The Economist vom 5.Oktober 1985.
- Tobin, J. (1978): A Proposal for International Monetary Reform, S.488-494, in: Essays in Economics: Theory and Policy (Kapitel 20), MIT Press 1982.
- Whitman, M. (1984): Assessing Greater Variability of Exchange Rates: A Private Sector Perspective, S.298-304, in: American Economic Review (Papers and Proceedings), Band 74, Mai 1984.
- Williamson, J. (1985a): The Exchange Rate System, Policy Analyses in International Economics, Nr.5, 2. Auflage, Washington: Institute for International Economics.
- Williamson, J. (1985b): On the System of Bretton Woods, S.74-79, in: American Economic Review (Papers and Proceedings) Band 75, Nr.2.
- Williamson, J. (1986a): Target Zones and Indicators as Instruments for International Economic Policy Coordination: A Report to the Group of 24, Washington, September 1986.
- Williamson, J. (1986b): Target Zones and the Management of the Dollar, S.165-174, in: Brookings Papers on Economic Activity.
- Williamson, J. (1987): Exchange Rate Management: The Role of Target Zones, S.200-204, in: American Economic Review (Papers and Proceedings) 1987.
- Williamson, J. (1988): The Case for International Monetary Reform, S.213-222, in: Dräger / Späth 1988.
- Williamson, J. / Miller, M. (1987): Targets and Indicators: A Blueprint for the International Coordination of Economic Policy, Washington: Institute for International Economics.
- Willms, M. (1984): Zahlungsbilanz, Wechselkurs und Währungssysteme, S.215-253, in: Vahlens Kompendium der Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, Band 1, München: Vahlen.
- Willms, M. (1988): Wechselkursstabilisierung durch währungspolitische Kooperation, S.229-260, in: Issing 1988.