Internationale währungspolitische Arrangements – Ökonomische und polit-ökonomische Aspekte*

Von Norbert Berthold, Freiburg

I. Einleitende Bemerkungen

Von der Euphorie, mit der man nach dem Zusammenbruch des Systems von Bretton-Woods weltweit auf flexible Wechselkurse setzte, ist nur noch wenig zu spüren. Die währungspolitische Diskussion, die lange Zeit einen Bias zugunsten flexibler Wechselkurse aufwies, wird heute eher von der Frage beherrscht, wie man am besten weltweit wieder zu nominell stabileren Währungsrelationen zurückkehren kann. Dabei wird unter anderem nicht nur vorgeschlagen, zu einem durch nationale und internationale Regeln gebändigten Verhalten der nationalen monetären und fiskalischen politischen Instanzen zu kommen oder aber auf geld- und fiskalpolitischem Gebiet international enger zusammen zu arbeiten, sondern auch die finanziellen Märkte durch interventionistische staatliche Eingriffe zu desintegrieren (*Dornbusch / Frankel,* 1988). Diese währungspolitische Kehrtwendung schlägt sich auch darin nieder, daß heute weniger als 20% aller Länder flexible Wechselkurse haben. Während sich vor allem größere Länder für flexible Währungsrelationen entscheiden, binden sich viele kleinere Volkswirtschaften währungspolitisch an größere oder schließen sich regionalen Währungszusammenschlüssen, wie beispielsweise dem Europäischen Währungssystem, an.

Die gegenwärtig zu beobachtende währungspolitische Umkehr ist nun aber weit weniger aufregend, wenn man sich einmal anschaut, wie sich internationale währungspolitische Arrangements historisch enwickelt haben. Die heutige Entwicklung fügt sich in ein allgemeines historisches Muster, bei dem vor allem zwei Dinge auffallen: 1. Die meisten Volkswirtschaften in der Welt waren zumeist über eine Form fester nomineller Wechselkurse miteinander verbunden. Dies war nicht nur beim Goldstandard

* Einem anonymen Gutachter, der sich sehr intensiv und konstruktiv kritisch mit diesem Beitrag auseinandergesetzt hat, möchte ich ganz herzlich für eine Vielzahl von Hinweisen und Anmerkungen danken.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

(1870 - 1914), beim Gold-Devisenstandard (1925 - 1931), dem System von Bretton-Woods (1945 - 1968) oder dem Dollarstandard (1968 - 1973) der Fall, sondern galt ab 1973 im Europäischen Währungsverbund und gilt seit 1979 regional begrenzt auch wieder im Europäischen Währungssystem. 2. Man entschied sich weltweit oder aber länderspezifisch zwar immer wieder einmal – allerdings nur temporär – für flexible Wechselkurse, wie während des 1. Weltkrieges und der Zeit danach (1914 - 1925) sowie vor dem 2. Weltkrieg (1931 - 1939) oder wie beispielsweise Kanada (1950 - 1962) und schließlich die meisten Länder in der OECD (1973 - 1985) und kehrte erstaunlicherweise immer wieder zu Währungssystemen mit nominell festeren Währungsrelationen zurück.

Wenn es richtig ist, daß wir uns gegenwärtig wieder in einer Phase des Übergangs von einem währungspolitischen Arrangement zu einem anderen befinden, bleibt die Frage, was eigentlich zum Wechsel von Währungssystemen führt. Obwohl die Ursachen sicherlich vielfältig sind, scheint doch eines nicht von der Hand zu weisen zu sein: Institutioneller währungspolitischer Wandel findet immer dann statt, wenn die Akteure auf den ökonomischen und politischen Märkten bisher nicht genutzte oder aber neu entstandene Gewinnmöglichkeiten ausbeuten. Es ist also grundsätzlich möglich, daß sich Währungssysteme aus ökonomischen und/oder politischen Gründen im Zeitablauf wandeln. Damit scheint es aber notwendig, Antworten auf zumindest drei Fragen zu finden: 1. Kann die ökonomische Theorie den Wandel von Währungssystemen erklären oder anders gefragt, welches internationale währungspolitische Arrangement ist unter ökonomischen Gesichtspunkten optimal? 2. Wenn es aber ein ökonomisch effizientes Währungssystem gibt, setzt es sich dann im nationalen und internationalen politischen Prozeß auch durch oder bestimmen ganz andere Faktoren darüber, welches währungspolitische Arrangement letztlich gewählt wird? 3. Was kann man aus den möglichen Antworten auf diese beiden Fragen lernen, wenn es darum geht, die Weltwährungsordnung neu zu gestalten?

II. Welches internationale währungspolitische Arrangement ist unter ökonomischen Gesichtspunkten optimal?

Wenn man eine Aussage darüber machen will, ob ein Währungssystem ökonomisch effizient ist, muß man sich zunächst darüber verständigen, an welchem wirtschaftspolitischen Ziel man es mißt. Obwohl währungspolitische Arrangements bisweilen auch danach beurteilt werden, ob sie bestimmten distributiven Anforderungen genügen (*Friedman,* 1953), dominieren im allgemeinen doch allokative und stabilitätsorientierte Kriterien.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Ob die Ressourcen allerdings effizient eingesetzt werden, hängt nicht nur von der „Anpassungskapazität" einer Volkswirtschaft, gemessen an der Flexibilität der relativen Preise und der Mobilität der Produktionsfaktoren, sondern auch davon ab, welcher „Anpassungsbedarf", gemessen am Ausmaß der nicht-staatlichen Datenänderungen und dem Umfang der wirtschaftspolitischen Störungen, in bestimmten Zeiträumen für eine Volkswirtschaft entsteht (*Berthold,* 1987). Es liegt deshalb nahe, die Effizienz von Währungssystemen daran zu messen, wie sie zum einen den Anpassungsbedarf und zum anderen die Anpassungskapazität beeinflussen.

1. Welches Währungssystem minimiert den Anpassungsbedarf von Volkswirtschaften?

Der Anpassungsbedarf einer Volkswirtschaft hängt nun aber nicht nur vom Umfang und der Qualität der nicht vom Staat ausgelösten originären Datenänderungen im Sinne von *W. Eucken* ab (*Eucken,* 1968), sondern wird auch vom Ausmaß und der Qualität der wirtschaftspolitisch verursachten Störungen bestimmt. Damit scheint aber auch klar, daß Währungssysteme im allgemeinen wohl nur in der Lage sind, politisch verursachte, nicht aber originäre Datenänderungen zu beeinflussen. Die Güte währungspolitischer Arrangements läßt sich somit auch daran messen, inwieweit es ihnen gelingt, die Unvollkommenheiten politischer Märkte zu verringern und damit die wirtschaftspolitischen Störungen weltweit zu reduzieren. Dies ist die Frage nach der Disziplinierungsfunktion von Währungssystemen. Die kontroverse internationale Diskussion zwischen den Überschuß- und Defizitländern um die „richtige" Weltwährungsordnung, die seit der Auseinandersetzung um den *Keynes*- bzw. *White*-Plan im Jahre 1943/44 anhält, kann ebenso wie die zwischen Monetaristen und Ökonomisten strittige Frage, welches Währungssystem in Europa „adäquat" ist, als ein Versuch angesehen werden, eine Antwort auf die Frage zu finden, welches währungspolitische Arrangement am besten in der Lage ist, die nationalen makro-politischen Aktivitäten zu disziplinieren.

Dieser Aspekt wird in der währungstheoretischen Diskussion um die Frage ergänzt, welches Währungssystem am besten in der Lage erscheint, einzelne Volkswirtschaften möglichst weitgehend vor negativen Störungen aus dem Ausland abzuschirmen. Die Frage nach der Abschirmwirkung von Währungssystemen ist zwar aus der Sicht einzelner Volkswirtschaften rational, für die Stabilität weltweiter währungspolitischer Arrangements aber möglicherweise gefährlich, wie wir an späterer Stelle noch sehen werden, wenn man sich auf Währungssysteme einigt, die zwar national vor

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

negativen Effekten gut abschirmen aber schlecht disziplinieren und damit die weltweiten Störungen vergrößern.

a) Welches Währungssystem scheint am ehesten in der Lage, nationale Makro-Politiken zu disziplinieren?

In dem Maße, in dem Volkswirtschaften immer stärker auch von politisch ausgelösten makroökonomischen geld- und fiskalpolitischen Schocks heimgesucht werden (*Frenkel,* 1989; *Fischer,* 1988), kann man die Effizienz währungspolitischer Arrangements auch daran festmachen, inwieweit es ihnen gelingt, stabilitätspolitisch ineffiziente monetäre und reale Makro-Politiken zu disziplinieren. Man fragt sich, ob makro-politisch induzierte Ungleichgewichte in der Zahlungsbilanz bei festen Wechselkursen – bzw. schwankenden Währungsrelationen bei flexiblen Wechselkursen – die nationalen geld- und fiskalpolitischen Instanzen zu einer Korrektur einmal eingeschlagener, wenig effizienter Makro-Politiken bewegen können.

(1) Die Protagonisten fester Wechselkurse verweisen seit langem darauf, daß ein wesentlicher Vorzug eines solchen Systems darin zu sehen sei, daß es ihm gelänge, stabilitätswidrige nationale monetäre Aktivitäten zu disziplinieren. Zinsinduzierte Kapitalabflüsse und ein Rückgang in der internationalen Wettbewerbsfähigkeit wegen einer realen Aufwertung des Wechselkurses führen zu einem Verlust an Währungsreserven und erzwingen über kurz oder lang eine Korrektur des stabilitätswidrigen geldpolitischen Kurses.

Es ist sicherlich richtig, daß nationale monetäre Abweichungen vom geldpolitischen Kurs des gesamten Systems bei international stark integrierten Finanzmärkten, rationalen Erwartungen der Wirtschaftssubjekte und glaubwürdig festen Wechselkursen vor allem für kleinere Volkswirtschaften nur sehr bedingt möglich sind. Dennoch ist es, wie die Erfahrung lehrt, eher unwahrscheinlich, daß die monetären Aktivitäten weltweit diszipliniert werden, da zum einen bei asymmetrischen Lösungen die Hegemonialmacht keinen glaubwürdigen externen Schranken unterliegt (*Frenkel / Goldstein,* 1988), zum anderen bei symmetrischen Lösungen kooperative Vereinbarungen über den Kurs der Geldpolitik erforderlich sind, solche „Mitbestimmungslösungen" aber bei divergierenden nationalen Präferenzen und Politikern, die für den privaten Sektor nicht glaubwürdig sind, eine inflationäre Schlagseite haben (*Rogoff,* 1985).

Diese These, wonach Systeme fester Wechselkurse grundsätzlich einen inflationären Bias aufweisen, ist nun aber nicht unwidersprochen geblieben: Es wird eingewandt, daß zum einen bei einer hegemonialen Lösung

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

auch ein Leitwährungsland nicht unbegrenzt ein Monopol auf eine „internationale Inflationssteuer" habe und zum anderen die Erfahrungen mit dem Europäischen Währungssystem zeigten, daß auch eine asymmetrisch empfundene Stabilitätspolitik des Quasi-Leitwährungslandes denkbar sei.

(a) Es ist sicherlich richtig, daß zu starke inflationäre Tendenzen im Leitwährungsland letztlich dazu führen, daß es seine hegemoniale Position und damit auch die Erträge aus der „seigniorage" verliert. Gerade die Erfahrungen mit dem System von Bretton-Woods haben aber auch gezeigt, daß für die Vereinigten Staaten als der hegemonialen Macht ganz offensichtlich starke Anreize bestanden, interne Finanzierungsprobleme des staatlichen Haushaltes mit Hilfe einer inflationären Geldpolitik zu lösen. Der Verlust an stabilitätspolitischer Reputation der hegemonialen Macht kann zwar den Prozeß der inflationären Schlagseite solcher währungspolitischer Arrangements verzögern, letztlich aber wohl kaum verhindern.

(b) Die positiven stabilitätspolitischen Erfahrungen im Europäischen Währungssystem zeigen demgegenüber zumindest zweierlei: Zum einen ist es offensichtlich in einer kleinen Gruppe, stabilitätspolitisch gleichgesinnter Partner denkbar, daß man sich zumindest temporär dem „geldpolitischen Diktat" des Quasi-Leitwährungslandes unterwirft. Es ist aber unwahrscheinlich, daß es gelingt, weltweit zu einer solchen Übereinstimmung auf stabilitätspolitischem Gebiet zu kommen. Zum anderen zeigt aber die seit einiger Zeit kontroverse Diskussion über die „asymmetrischen Anpassungslasten" im Europäischen Währungssystem, daß die Mitgliedsländer mit den traditionell höheren Inflationsraten ihre wirtschaftspolitischen Prioritäten wohl nur temporär, aber nicht dauerhaft anders gesetzt haben. Sie scheinen im Zweifelsfalle, wenn das wirtschaftliche Wachstum gering und die Arbeitslosigkeit hoch ist, offensichtlich doch wieder bereit, das stabilitätspolitische Ziel hinten anzustellen.

Damit scheint aber ein währungspolitisches Paradoxon vorzuliegen: Obwohl bei glaubwürdigen Wechselkursen nationale monetäre Alleingänge kaum möglich sind, haben Systeme fester Wechselkurse einen inflationären Bias. Der eigentliche Grund für dieses Paradoxon liegt darin, daß bei nominell festen Währungsrelationen der Wettbewerb zwischen den unterschiedlichen nationalen geldpolitischen Vorstellungen unterbunden wird. Man einigt sich, wie bei monopolistischen bzw. kartellähnlichen Lösungen, im Zweifelsfalle immer zu Lasten der Konsumenten. Das allgemeine Preisniveau ist zu hoch, die reale Geldmenge ist zu gering.

Dieser inflationäre Bias wird möglicherweise noch verstärkt, wenn man nicht nur geld-, sondern auch fiskalpolitische Aktivitäten berücksichtigt

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

(*Frenkel / Goldstein,* 1988, 225 - 226). Verfolgen die staatlichen Instanzen eine expansive Fiskalpolitik, die zu Nachfrageüberhängen auf den Gütermärkten führt, verhindern feste Wechselkurse, daß solche ineffizienten fiskalpolitischen Aktivitäten diszipliniert werden. Da im Zuge einer solchen Makro-Politik auch die inländischen nominellen Zinsen steigen, wirkt der dadurch induzierte Import von Kapital dem geldpolitischen bedingten Verlust von Währungsreserven entgegen. Damit scheinen aber Systeme fester Wechselkurse eher zu helfen, ineffiziente Fiskalpolitiken zu finanzieren und weniger, sie zu disziplinieren. Erst wenn die Wirtschaftssubjekte der Meinung sind, daß die Kreditnahme des Staates nicht über Steuern, sondern über eine erhöhte Geldschöpfung finanziert wird, kehrt sich die Richtung der internationalen Kapitalströme um und verstärkt den Druck auf stabilitätsorientiertere monetäre und reale Makro-Politiken. Ob Systeme nominell fester Wechselkurse ineffiziente fiskalpolitische Aktivitäten disziplinieren, hängt damit offensichtlich ganz entscheidend davon ab, über welche Reputation die Notenbank verfügt, wenn es darum geht, inflationäre Entwicklungen zu bekämpfen.

(2) Die Verfechter flexibler Wechselkurse weisen darauf hin, daß stabilitätswidrige geldpolitische Aktivitäten bei stark integrierten internationalen Finanzmärkten, rationalen Erwartungen der Wirtschaftssubjekte und eher träge auf Datenänderungen reagierenden Güter- und Faktormärkten einen – kurzfristig überschießenden – Wertverlust der inländischen Währung (*Dornbusch,* 1976), temporär anomale Leistungsbilanzeffekte und einen „circulus vitiosus" von Inflation und Arbeitslosigkeit auslösen. Der politische Druck auf die geldpolitischen Instanzen, den monetären Kurs zu revidieren, steigt an.

Man könnte nun allerdings auch der Meinung sein, daß erst flexible Wechselkurse die Möglichkeit eröffnen, einen eigenständigen nationalen geldpolitischen Kurs zu verfolgen, vor allem dann, wenn der schwankende Wert der inländischen Währung auf unvollkommene Devisenmärkte zurückgeführt wird. Damit würden aber flexible Wechselkurse stabilitätswidrige geldpolitische Aktivitäten nicht disziplinieren, sondern sogar eher fördern.

Es ist nun allerdings eher unwahrscheinlich, daß Systeme flexibler Wechselkurse politisch ausgelöste monetäre Störungen weltweit begünstigen. Wenn die Wirtschaftssubjekte nämlich erkennen, daß ein ursächlicher Zusammenhang zwischen den nationalen geldpolitischen Aktivitäten, den inflationären Entwicklungen, den schwankenden Wechselkursen und den negativen Rückwirkungen auf die eigene Volkswirtschaft besteht, konkurrieren die unterschiedlichen nationalen Geldpolitiken gegeneinander (*Vaubel,* 1983; 1988). Die Widerstände gegen stabilitätswidrige nationale Makro-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Politiken können sich sowohl in „exit" – Abfluß von Kapital – als auch in „voice" – Widerstand der Wähler im politischen Prozeß – äußern (*Vaubel,* 1988). Je intensiver aber dieser Wettbewerb zwischen den nationalen Wirtschaftspolitiken ausfällt, um so eher ist damit zu rechnen, daß stabilitätswidrige nationale Makro-Politiken eliminiert werden. Die Intensität der politischen Forderung nach einer internationalen Kooperation in der Wirtschaftspolitik ist ein guter Indikator für den Grad der Intensität des Wettbewerbs. Damit scheint aber auch hier wiederum ein währungspolitisches Paradoxon vorzuliegen: Flexible Wechselkurse eröffnen zwar den einzelnen Ländern die Möglichkeit, eine eigenständige, auch expansive Geldpolitik zu verfolgen, begrenzen aber die inflationäre Komponente des gesamten Systems. Bei unvollkommenen politischen Märkten und wenig glaubwürdigen monetären und fiskalischen politischen Instanzen scheinen somit flexible Wechselkurse festen überlegen.

Da nun aber nicht nur monetäre, sondern auch reale makro-politische Aktivitäten inflationär wirken können, bleibt die Frage, inwieweit es Systemen flexibler Wechselkurse auch gelingt, stabilitätswidrige fiskalpolitische Aktivitäten zu disziplinieren (*Frenkel / Goldstein,* 1988, 226). Die Antwort hierauf ist nicht ganz einfach. Die mit zunehmender staatlicher Verschuldung steigenden inländischen nominellen Zinsen begünstigen bei stark integrierten Finanzmärkten den Import von Kapital, wenn die Wirtschaftssubjekte erwarten, daß die staatliche Kreditnahme nicht über Geldschöpfung finanziert und das Land weiterhin kreditwürdig bleibt. Unter diesen Voraussetzungen bewirkt eine staatliche Verschuldung damit tendenziell, daß sich die inländische Währung aufwertet. Eine fiskalpolitische Kehrtwendung ist allerdings nur dann zu erwarten, wenn sich die von einer Aufwertung negativ betroffenen Interessengruppen – Exporteure, Importkonkurrenzindustrien und Gewerkschaften – durchsetzen und verhindern, daß über eine expansive Geldpolitik versucht wird, den Wert der inländischen Währung wieder zu verringern. Es kann allerdings nicht ganz ausgeschlossen werden, daß die von einer Aufwertung der inländischen Währung negativ betroffenen Interessengruppen eher auf tarifäre und vor allem nichttarifäre protektionistische Aktivitäten auf handelspolitischem Gebiet drängen und weniger verlangen, die ursprünglichen fiskalpolitischen Aktivitäten zu korrigieren.

b) Welches Währungssystem schirmt am besten vor externen Störungen ab?

Die währungstheoretische Diskussion der letzten Jahre um das optimale Währungssystem hat gezeigt, daß einfache Aussagen darüber, welches wäh-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

rungspolitische Arrangement einzelne Länder am besten vor Störungen aus dem Ausland abschirmt, nicht möglich sind. Der Grund ist darin zu sehen, daß unter bestimmten Bedingungen eher feste, unter anderen Gegebenheiten aber flexible Wechselkurse vorteilhaft sind (*Aizenman / Frenkel,* 1982; 1985; *Boughton / Haas / Masson,* 1989, 182 - 190; *Klöckers,* 1990). Neben der relativen Größe eines Landes und des Sektors der handelbaren Güter, sowie der Anpassungskapazität von Volkswirtschaften, gemessen an der Flexibilität der relativen Preise und der Mobilität der Produktionsfaktoren, kommt vor allem auch der Art der Störung, ob sie also monetär oder real, temporär oder dauerhaft ist, entscheidende Bedeutung zu.

Obwohl damit grundsätzlich nur eine sehr differenzierte Antwort möglich ist, besteht unter Währungstheoretikern inzwischen doch allgemeiner Konsens darüber, daß feste Wechselkurse bei monetären, flexible Wechselkurse bei realen Störungen komparative Vorteile aufweisen, wenn es darum geht, den realen Output kurzfristig zu stabilisieren (*Marston,* 1988; *Fukuda / Hamada,* 1988). Die Erklärung für diese These ist sehr einfach:

(1) Da bei festen Wechselkursen die inländische Geldmenge eine endogene Größe ist, sorgt das Währungssystem bei monetären Datenänderungen dafür, daß diese Störungen kompensiert werden und nicht auf den realen Bereich übergreifen. Erhöhen beispielsweise ausländische Wirtschaftssubjekte die Nachfrage nach inländischem Geld, weil sie ihr internationales Portefeuille umschichten wollen, gerät die heimische Währung unter Aufwertungsdruck. Die inländische Notenbank ist gezwungen, die außenwirtschaftliche Komponente der inländischen Geldversorgung auszuweiten, weil sie verpflichtet ist, auf den Devisenmärkten zu intervenieren, wenn sich der nominelle Wechselkurs von einem festgelegten Niveau entfernt. Da sie die veränderte Geldnachfrage des Auslandes monetär alimentiert, greifen monetäre Störungen somit erst gar nicht auf den realen Sektor des Inlandes über.

(2) Demgegenüber dient die Veränderung der Wechselkurse in einem System flexibler Wechselkurse bei realen Störungen als Puffer, der einen Teil der Anpassungslasten auffängt und damit vom realen Sektor fernhält. Wenn beispielsweise eine restriktive ausländische Fiskalpolitik mit dem Sozialprodukt im Ausland auch die inländischen Exporte verringert und damit die Nachfrage nach Gütern, die im Inland hergestellt werden, negativ beeinflußt, muß bei einem nominell festen Wechselkurs die gesamte Anpassung im Inland über Mengenbewegungen erfolgen. Die Folge ist ein entsprechend großer Rückgang im realen inländischen Sozialprodukt und der Beschäftigung. Bei flexiblen Wechselkursen erfolgt demgegenüber ein Teil der unumgänglichen Anpassungen über veränderte nominelle Wechsel-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

kurse. Die rückläufige Nachfrage nach inländischen Produkten führt zu einem Abwertungsdruck auf die inländische Währung, verbessert die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Inlandes und verringert damit auch den inländischen Nachfrageausfall. Flexible Wechselkurse können somit helfen, einen Teil der realen Störungen aus dem Ausland vom inländischen realen Sektor fernzuhalten.

Will man neben dem realen Output aber auch das inländische Preisniveau stabilisieren, dann haben flexible Wechselkurse gegenüber festen offensichtlich komparative Vorteile, vor monetären Störungen aus dem Ausland abzuschirmen. Bei dieser eher langfristigen Betrachtungsweise, die reale Outputwirkungen vernachlässigt, kann es gelingen, die externen monetären Impulse so zu kanalisieren, daß sie die inländischen monetären Aggregate erst gar nicht erreichen.

Da die Volkswirtschaften permanent von monetären und realen Störungen heimgesucht werden, scheinen weder absolut feste noch vollständig flexible Wechselkurse, sondern begrenzt flexible Wechselkurse optimal. Dies hilft nun aber dem Währungspolitiker solange nicht weiter, wie er nicht genau weiß, ob die Störungen von den Güter- oder den Finanzmärkten stammen oder aber ob es sich um kombinierte Störungen handelt. Aber selbst wenn er es wüßte und bei bestimmten Störungen fixe Wechselkurse optimal wären, macht es wenig Sinn, einmal feste und in einer anderen Situation wieder flexiblere Wechselkurse anzustreben. Die Effizienz fester Wechselkurse hängt nämlich ganz entscheidend davon ab, wie glaubwürdig sie sind. Dies wiederum wird davon bestimmt, ob sie dauerhaft fest sind.

Vor allem *Frenkel* und auch *Henderson* haben deshalb eine andere währungspolitische Lösung vorgeschlagen (*Frenkel,* 1989; *Henderson,* 1988). Man sollte grundsätzlich flexible Wechselkurse einführen, um mit den monetären und realen Störungen optimal fertig zu werden und auf Veränderungen in der Geldnachfrage mit einer entsprechenden Geldpolitik reagieren. Dazu ist zum einen allerdings eine Geldmengenregel erforderlich, die einerseits relativ flexibel an neue wirtschaftliche Umstände angepaßt wird, andererseits aber den politischen Instanzen unter den gegebenen Umständen keinen diskretionären Handlungsspielraum einräumt. Daneben muß man aber zum anderen auch erkennen können, wann welche monetären Störungen vorliegen. Dabei kann die Entwicklung der Wechselkurse als Indikator für die geldpolitischen Aktivitäten dienen: Während steigende nominelle Zinsen und eine Aufwertung des nominellen Wechselkurses anzeigen, daß die Geldnachfrage steigt, deuten steigende Zinsen und eine Abwertung eher darauf hin, daß die inflationären Erwartungen zunehmen. In dem einen

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Falle wäre eine akkommodierende, im anderen eine restriktivere Geldpolitik erforderlich.

Fassen wir zusammen: Es scheint damit so, als ob Systeme flexibler Wechselkurse eher als nominell feste in der Lage seien, den Anpassungsbedarf von Volkswirtschaften zu minimieren, weil sie zum einen die nationalen Makro-Politiken besser disziplinieren und die weltweiten Störungen verringern und zum anderen nationale Volkswirtschaften vor verbleibenden Störungen besser schützen und damit helfen, die negativen externen Effekte externer Störungen zu internalisieren.

2. *Welches Währungssystem ist am besten geeignet, die Anpassungskapazität zu stärken?*

Es scheint klar, daß unabhängig davon, welches Währungssystem man wählt, die Volkswirtschaften immer mit Datenänderungen konfrontiert werden. Die Qualität währungspolitischer Arrangements läßt sich somit auch daran messen, inwieweit es nach solchen Störungen den Prozeß der Anpassung hin zu einem neuen Gleichgewicht fördert oder aber behindert. Dies ist die Frage nach der Koordinationsfunktion währungspolitischer Arrangements.

Die Frage, welches Währungssystem unter allokativen Gesichtspunkten optimal ist, scheint allerdings so lange bedeutungslos, wie die Güter- und Faktormärkte vollkommen sind. Bei flexiblen relativen Preisen und mobilen Produktionsfaktoren tendieren die Volkswirtschaften unabhängig vom Wechselkurssystem nach Datenänderungen zu einem umfassenden Gleichgewicht auf allen Märkten (*Helpman / Razin,* 1979; 1982; *Baxter / Stockman,* 1988). Da es in einer solchen Welt keine Probleme gibt, braucht man sich auch keine Gedanken darüber machen, wie man sie mit Hilfe währungspolitischer Arrangements löst.

Tatsächlich kann man aber nicht davon ausgehen, daß weder die relativen Preise entsprechend flexibel noch die Produktionsfaktoren ausreichend mobil sind. In einer solchen höchst unvollkommenen Welt können flexible Wechselkurse nicht nur helfen, die Auswirkungen externer realer Störungen zu verringern, sie sind auch notwendig, die relativen Preise über veränderte nominelle Wechselkurse zumindest solange flexibel zu gestalten, wie die absoluten Preise auf Güter- und Faktormärkten wegen träger Anpassungsreaktionen, diese Aufgabe noch nicht zufriedenstellend erfüllen können. Damit leisten sie einen entscheidenden Beitrag zum Abbau der nach Datenänderungen entstandenen Ungleichgewichte auf den Güter- und Faktormärkten. Dieser Effekt basiert im übrigen nicht auf einer „Wechselkursillu-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sion", wenn man der Argumentation von *Keynes* folgt, daß die Arbeitnehmer grundsätzlich bereit sind, niedrigere Reallöhne hinzunehmen, wenn nur die Lohnstruktur weitgehend unverändert bleibt (*Cooper,* 1986, 103 - 104; *Berthold,* 1987).

Es ist nun allerdings grundsätzlich denkbar, daß Volkswirtschaften nach Datenänderungen trotz inflexibler relativer Preise auch bei nominell festen Wechselkursen zu einem pareto-optimalen Gleichgewicht zurückfinden, wenn bestimmte, allerdings restriktive Bedingungen erfüllt sind. Eine solche Lösung wäre insofern superior, weil bei gleichem allokativen Ergebnis, mögliche wechselkursbedingte Transaktionskosten eingespart werden, die bei flexiblen Wechselkursen entstehen können.

(1) Eine solche Lösung ist zum einen immer dann grundsätzlich denkbar, wenn die realen und finanziellen Transaktionen eines Landes so stark diversifiziert sind, daß sich die Störungen in den einzelnen Bereichen einer Volkswirtschaft gerade gegenseitig neutralisieren (*Kenen,* 1969). Da der Anpassungsbedarf für eine Volkswirtschaft damit minimal bleibt, werden auch die notwendigen Anpassungen gering ausfallen müssen. Dies scheint zwar ein grundsätzlich denkbarer, aber kein sehr realistischer Fall zu sein (*Vaubel,* 1988, 235), wenn man bedenkt, daß nicht nur die Ex- *und* Importstruktur, sondern auch die internationalen finanziellen Transaktionen eines Landes stark diversifiziert sein müssen und die konjunkturellen Entwicklungen in den einzelnen Volkswirtschaften nicht synchron verlaufen dürfen, wenn der Anpassungsbedarf einer Volkswirtschaft minimal bleiben soll.

(2) Effiziente Lösungen sind auch immer dann möglich, wenn die Produktionsfaktoren so mobil sind, daß sie die gesamten Lasten der Anpassung nach Datenänderungen tragen (*Mundell,* 1961). a) Die Theorie der Mengenrationierung zeigt uns nun aber, daß solche Lösungen immer dann nicht pareto-optimal sind, wenn wir normal verlaufende Angebots- und Nachfragekurven haben. In einem solchen realistischen – nicht-keynesianischen – Fall, in dem angebots- und nachfrageseitige Störungen eintreten können, sind optimale allokative Ergebnisse aber nur möglich, wenn sich auch die relativen Preise ändern. b) Viel wichtiger scheint mir aber, daß die Mobilität der Produktionsfaktoren vom gewählten Währungssystem nicht unabhängig ist (*Bertola,* 1988). In einer Welt inflexibler relativer Preise, in der die nominellen Wechselkurse durch geldpolitische Aktivitäten fixiert werden, können reale Strömungen nur noch über veränderte Mengen verarbeitet werden. Die Folge ist, daß die Einkommen stark schwanken. Wenn es aber richtig ist, daß die Mobilität der Faktoren abnimmt, wenn die Einkommen variabler und die Erträge aus der Wanderung der Produktionsfaktoren somit unsicherer sind, dann verringern feste Wechselkurse die Bereitschaft

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

der Faktoren zu wandern und verstärken selbst wiederum die Schwankungen der Einkommen. Diese Überlegungen werden durch empirische Untersuchungen gestützt, die darauf hindeuten, daß flexible Wechselkurse die ökonomische Umwelt eher stabilisieren (*Meltzer,* 1986; *Loef,* 1988). Damit deutet eigentlich vieles darauf hin, daß Systeme fester Wechselkurse nicht nur die Faktormobilität, sondern auch die Anpassungskapazität von Volkswirtschaften verringern.

Fassen wir zusammen: Es scheint damit so, als ob flexible Wechselkurse bei unvollkommenen Güter- und Faktormärkten komparative Vorteile gegenüber nominell fixen Währungsrelationen aufweisen. Sie helfen nämlich, die Anpassungskapazitäten einer Volkswirtschaft zu stärken, indem sie den nach Datenänderungen unausweichlichen Prozeß der Anpassung der Güter- und Faktormärkte tatkräftig unterstützen, wenn die absoluten Preise relativ inflexibel reagieren.

3. *Sind flexible Wechselkurse auch dann optimal, wenn die Devisenmärkte unvollkommen sind?*

Die naheliegende These, wonach die marktliche Lösung flexibler Wechselkurse, dem staatlichen Arrangement fester Währungsrelationen im allgemeinen in allokativer Hinsicht überlegen ist, könnte allerdings ins Wanken geraten, wenn die Devisenmärkte ineffizient und damit die marktliche Lösung flexibler Wechselkurse suboptimal wäre. Die anhaltende Diskussion um eine Reform des Weltwährungssystems beruht in der Tat zu einem großen Teil auf der Vorstellung, daß die Devisenmärkte versagen und deshalb staatliche Interventionen auf diesen Märkten angezeigt sind.

Die seit Freigabe der Wechselkurse stark schwankenden nominellen und realen Wechselkurse legen die Vermutung nahe, daß sich die Preise auf den Devisenmärkten nicht an den fundamentalen makroökonomischen Daten orientieren, sondern scheinbar erratisch schwanken und Veränderungen kurzfristig nicht oder nur sehr schlecht prognostizierbar sind. Die Diagnose lautet deshalb: Marktversagen auf den Devisenmärkten (*Dornbusch / Frankel,* 1988). Begründet wird dies unter anderem damit, daß die Akteure auf diesen Märkten zum einen nur unzureichend informiert sind, nur asymmetrischen Zugang zu den Informationen haben und eher auf „noise" als auf „news" reagieren, zum anderen ihre Erwartungen nicht rational bilden, sondern sich, wie das Phänomen „irrationaler spekulativer Seifenblasen" zeigt, scheinbar irrational verhalten und destabilisierende spekulative Aktivitäten, wie die Erscheinung „rationaler spekulativer Seifenblasen" nahe-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

legt, ganz im Gegensatz zu den lange Zeiten weitgehend akzeptierten Vorstellungen von *M. Friedman* (*Friedman,* 1953) gewinnbringend sein können.

Die Kritiker dieser These des „originären" Marktversagens auf Devisenmärkten (*Frenkel,* 1989) weisen zunächst einmal darauf hin, daß die stark schwankenden nominellen und realen Wechselkurse weniger auf ein Versagen der Devisenmärkte, sondern vielmehr zum einen auf reale, für die einzelne Volkswirtschaft exogene Schocks, wie die Androhung von Ölembargos und steigende Preise für natürliche Rohstoffe, Angebotsschocks und finanzielle Innovation (*Fischer,* 1988), oder auch auf interne monetäre und reale Politikschocks zurückzuführen sind. Daneben wird zum anderen auch darauf hingewiesen, daß „sklerotisierte" Güter- und Faktormärkte, bestimmte Marktstrukturen und ökonomische Institutionen (*Grilli / Kaminsky,* 1989), aber auch staatliche Eingriffe in die Devisenmärkte die Schwankungen der Wechselkurse verstärken. Die stark schwankenden Wechselkurse sind deshalb nicht nur Ursache für gesamtwirtschaftliche Fehlentwicklungen, sondern auch das Ergebnis wirtschaftspolitischer Aktivitäten und Fehler (*Frenkel,* 1985, 62). Es muß deshalb zunächst einmal darum gehen, das wirtschaftspolitische „stop and go" auf nationaler Ebene zu beenden und zu einer Form stetigerer makropolitischer Aktivitäten zu kommen.

Aber auch dann, wenn man zu dem Ergebnis kommen sollte, daß ein Rest der stark schwankenden Preise auf den Devisenmärkten auf „originäres" Marktversagen zurückzuführen ist, sind staatliche Eingriffe erst dann angezeigt, wenn eine realistische Chance besteht, daß sie zu besseren Ergebnissen führen. Damit bleiben aber zumindest zwei Fragen zu klären: 1. Welches ist der Wechselkurs, den die währungspolitischen Instanzen stabilisieren sollen? Sollen sie sich an der Kaufkraftparität, der Zinsparität, einem – wie auch immer definierten – „fundamentalen" Wechselkurs (*Williamson,* 1985) oder anderen Indikatoren orientieren? Damit kommen wir aber zu der eigentlich spannenden Frage: Ist es ökonomisch sinnvoll, daß die währungspolitischen Instanzen die Informationsfunktion der relativen Preise auf den Devisenmärkten, den Wechselkursen, beschränken (*Willms,* 1988); verfügen sie also über superiore Informationen hinsichtlich zukünftiger Ereignisse oder aber liegt hier eine Anmaßung von Wissen vor? 2. Welche Möglichkeiten existieren, die Wechselkurse zu stabilisieren und wie effizient sind diese Lösungen? Die bisher vorliegenden empirischen Untersuchungen, wie beispielsweise der *Jürgensen*-Report oder die neuesten Arbeiten von *M. Obstfeld,* legen nahe, daß sterilisierte Devisenmarktinterventionen bei international stark integrierten finanziellen Märkten die Wechselkurse über den Portfolio-Kanal nicht beeinflussen können. Was bleibt sind mögliche „signalling"-Effekte, die den Marktteilnehmer vor allem einen Hinweis auf

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

die zukünftige nationale Geldpolitik geben und auf diese Weise die Wechselkurse beeinflussen können (*Obstfeld,* 1988; *Marston,* 1988).

Damit gerät aber die Wahl zwischen flexiblen und festen Wechselkursen zu einer Entscheidung zwischen dem unvollkommenen Entscheidungsprozeß des Marktes und der wenig effizienten Entscheidungsfindung des Staates (*Kenen,* 1988). Da es allerdings keine sehr überzeugenden Argumente dafür gibt, daß der staatliche Entscheidungsprozeß dem marktlichen überlegen ist, sondern eher damit zu rechnen ist, daß das politische Versagen das marktliche übertrifft, spricht in einer solchen „second-best"-Welt vieles für flexible Wechselkurse. *G. Haberler* hat dies auf den Punkt gebracht, als er darauf hinwies, daß „... Ökonomen und Offizielle einfach nicht genug wissen, um zu sagen, was der gleichgewichtige oder angemessene Wechselkurs ist. Der Devisenmarkt ist wie die Effektenbörse ein sehr feiner und sensitiver Mechanismus, der sich für eine fortgesetzte Manipulation ... nicht eignet". (*Haberler,* 1987, 381.)

III. Für welches internationale währungspolitische Arrangement entscheidet man sich im politischen Prozeß?

Nach der ökonomischen Analyse scheint ein Währungssystem optimal, das grundsätzlich auf flexiblen Wechselkursen beruht. Tatsächlich dominierten aber nicht nur in der Vergangenheit unterschiedliche Formen fester Wechselkurse, die nur temporär durch flexible Währungsrelationen ersetzt wurden, auch in der Gegenwart besteht wieder eine Tendenz nicht nur zu regionalen, sondern auch weltweit festeren nominellen Währungsrelationen. Damit stellt sich aber die Frage, wie kann man diese Entwicklung erklären, wenn die ökonomische Erklärung offensichtlich zu kurz greift? Eine mögliche Antwort kann vielleicht die ökonomische Theorie der Politik liefern. Wenn nämlich die politischen Märkte unvollkommen sind, muß damit gerechnet werden, daß die Politiker über diskretionäre Handlungsspielräume verfügen, die sie auch für währungspolitische Lösungen nutzen können, die ökonomisch nicht oder wenig effizient sind.

1. Weshalb lassen sich flexible Wechselkurse in Demokratien nur schwer aufrechterhalten?

Die demokratischen Gesellschaften westlicher Prägung lassen sich vereinfacht ausgedrückt durch zwei wesentliche Charakteristika kennzeichnen: 1. Sie sind durch eine Vielzahl von kleineren, effizient organisierten Interessengruppen geprägt, die aktiv versuchen, einen möglichst großen Teil

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

des gesamtwirtschaftlichen Kuchens zu erhalten. 2. Die politischen Parteien, die um die Wählerstimmen konkurrieren, verfügen wegen informatorischer Defizite und rationalem Unwissen der Wähler, unvollkommener maßnahmen- und personenbezogener Kontrolle politischer Entscheidungen aber auch wegen einer hohen „Vergessensrate" der Wähler über diskretionäre Handlungsspielräume. Die Kunst der Politik besteht deshalb darin, möglichst viele verschiedene Interessengruppen zu gewinnen, sie beieinander zu halten und sich einzelne Gruppen nicht abspenstig machen zu lassen (*Blankart,* 1983, 157 - 158). Eine erfolgreiche Politik wird deshalb viele kleine Interessengruppen in der Gesellschaft begünstigen bzw. sie so wenig wie möglich belasten und die finanziellen Lasten möglichst unfühlbar auf die breite Masse der Bevölkerung verteilen oder aber, wenn dies möglich ist, auf das Ausland verlagern. Die Regierung darf allerdings diese Art der Politik nur so weit treiben, daß die gesamtwirtschaftlichen negativen Auswirkungen nicht so stark werden, daß es sich für eine Mehrheit der Wähler oder das Ausland lohnt, sie zu beachten.

Wenn diese Überlegungen richtig sind, dann kann ganz entgegen den Aussagen der ökonomischen Theorie auch nicht mehr davon ausgegangen werden, daß die währungspolitischen Arrangements so gewählt werden, daß sie die nationalen monetären und realen Makro-Politiken möglichst effizient disziplinieren und die Anpassungskapazität der Volkswirtschaft stärken. Es ist viel eher davon auszugehen, daß vor allem auch wahltaktische Überlegungen den Kurs der nationalen Wirtschaftspolitik mitbestimmen und die politischen Instanzen dann sinnvollerweise ein Währungssystem präferieren, das nicht nur den einmal eingeschlagenen wirtschaftspolitischen Kurs unterstützt, sondern auch die Anpassungslasten für die eigene politische Klientel minimiert (*Frenkel,* 1985, 126 - 127).

Damit stellt sich aber die Frage, ob flexible Wechselkurse die Interessen gut organisierter gesellschaftlicher Gruppen negativ tangieren, so daß solche Währungssysteme am Widerstand dieser Gruppen scheitern. Es ist unbestritten, daß sowohl die nominellen als auch realen Wechselkurse unter einem Regime flexibler Währungsrelationen starken Schwankungen unterworfen sind. Während sich temporäre Veränderungen noch relativ einfach auf den Devisenterminmärkten oder unternehmensintern (*Berthold,* 1981) absichern lassen, ist dies bei fundamentaleren Fehlentwicklungen im allgemeinen nur noch sehr bedingt möglich. Die negativen Folgen können sich nicht nur in nominellen Wertverlusten international tätiger Unternehmungen, sondern auch im Verlust von Real- und Humankapital ganzer Industriezweige, struktureller und friktioneller Arbeitslosigkeit sowie darin zeigen, daß schwankende Wechselkurse faktisch Marktzutrittschranken (*Bald-*

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

win / Krugman, 1986) errichten können (*Marston,* 1988; *De Grauwe,* 1989). Ist schließlich eine Währung abwechselnd länger über- und unterbewertet, kann es zu dem allokativ suboptimalen Phänomen kommen, daß die Märkte wechselkursbedingt geöffnet und geschlossen werden und sich ganze Branchen einer Volkswirtschaft abwechselnd de- und reindustrialisieren (*Goldberg,* 1990).

Es liegt deshalb nahe zu vermuten, daß sich die negativ von schwankenden nominellen Wechselkursen betroffenen Gruppen in der Gesellschaft verstärkt im politischen Prozeß zu Wort melden. Dies sind bei einer überbewerteten inländischen Währung vor allem die Unternehmer und Arbeitnehmer in den Sektoren, die dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt sind. Wenn es aber richtig ist, daß sich Bevölkerungsgruppen, die ein gemeinsames Interesse haben, um so eher zu politisch aktiven Interessengruppen zusammenschließen, je kleiner die Gruppe ist und je stärker das einzelne Mitglied betroffen ist (*Olson,* 1968), dann werden sich die Exporteure und die Produzenten, die nun der stärkeren Konkurrenz durch billigere Importe ausgesetzt sind, zusammen mit den Gewerkschaften, die Arbeitsplätze in Gefahr sehen, im politischen Prozeß bemerkbar machen (*Gärtner,* 1987; *Gärtner / Ursprung,* 1989). Sie werden letztlich protektionistische Hilfen durch den Staat fordern und sie auch erhalten.

Demgegenüber sind die positiv betroffenen Gruppen in der Gesellschaft, wie beispielsweise die Konsumenten und Importeure, die über niedrige Güterpreise und steigende Absatzmöglichkeiten profitieren, so schwach organisiert, daß sie sich im politischen Prozeß gegen die gut organisierten Interessen von Exporteuren und den Unternehmungen der Importkonkurrenz ausgesetzten Produzenten im Verein mit den Gewerkschaften nicht durchsetzen können. Damit ist aber auch klar, daß man im Falle einer unterbewerteten inländischen Währung auch nicht erwarten kann, daß sich die dann negativ betroffenen Konsumenten und Importeure im politischen Prozeß ausreichend Gehör verschaffen können, verteilen sich doch die ökonomischen Nachteile auf relativ viele schwach organisierte Schultern (*Gärtner,* 1987). Ein wirtschaftspolitischer Handlungsbedarf für die Regierung entsteht nicht. Die protektionistischen Aktivitäten schaukeln sich wegen dieser asymmetrischer Wirkungen schwankender Wechselkurse immer mehr auf.

Diese These, wonach es bei einer Aufwertung der inländischen Währung einer Koalition von Produzenten- und Arbeitnehmerinteressen in exportorientierten und importsubstituierenden Branchen gelingt, die währungspolitischen Entscheidungen zu beeinflussen, die Möglichkeiten der politischen Einflußnahme von Konsumenten und Importeuren aber eher bescheiden

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ausfallen, wenn die inländische Währung abgewertet wird, muß möglicherweise modifiziert werden, wenn man neben den Nachfrage- auch die Angebotseffekte schwankender Wechselkurse berücksichtigt. Eine Aufwertung der inländischen Währung verschlechtert die Wettbewerbsfähigkeit exportorientierter und importsubstituierender inländischer Unternehmungen nur dann, wenn sie vorwiegend auf inländische Inputs setzen. Sind diese Unternehmungen demgegenüber in starkem Maße von ausländischen Inputs abhängig, werden sie bei einer Aufwertung der inländischen Währung auf der Kostenseite entlastet. Ihre Absatzmöglichkeiten verschlechtern sich entweder weniger, wenn die Ertragseinbußen die Entlastungen von der Kostenseite her überwiegen, werden überhaupt nicht tangiert, wenn sich Ertrags- und Kosteneffekte gerade entsprechen, oder aber verbessern sich trotz rückläufiger Erträge sogar, wenn die Einsparungen auf der Kostenseite die Einbußen an Erträgen übersteigen.

Es ist nun allerdings eher unwahrscheinlich, daß längerfristig die positiven Kosteneffekte einer Aufwertung die negativen Ertragseffekte aufwiegen. Wenn nämlich der internationale Handel eine beachtliche inter-industrielle Komponente enthält, werden die Volkswirtschaften komparative Kostenvorteile nutzen, die auch auf nationalen Inputs beruhen. In diesem Falle ist es aber eher unwahrscheinlich, daß eine Aufwertung der inländischen Währung die Wettbewerbsfähigkeit exportorientierter und importsubstituierender Branchen längerfristig verbessert. Der politische Widerstand der Produzenten- und Arbeitnehmerinteressen gegen eine Aufwertung der inländischen Währung ist zwar geringer, wenn man auch die Angebotseffekte schwankender Wechselkurse berücksichtigt; er bleibt aber erhalten.

Es ist nun allerdings interessant festzustellen, daß diese Angebotseffekte offensichtlich zu bestimmten Zeiten eine nicht zu vernachlässigende Rolle spielen und sich möglicherweise auch im Zeitablauf ändern. Dies kann man zum einen am Interventionsverhalten von Notenbanken auf den Devisenmärkten und zum anderen an der Reaktion der Investitionen auf veränderte Wechselkurse erkennen. So versuchte beispielsweise die japanische Notenbank im Zeitraum zwischen 1974 und 1985 die Kursverluste des Yen bei einer Überbewertung insbesondere dann zu bremsen, wenn sie mit einer Erhöhung der Preise für Rohöl zusammenfielen (*Honegger,* 1989, 141). Damit wollte man die Wettbewerbschancen der rohstofforientierten japanischen Industrie erhalten. Daneben veränderte sich das Investitionsverhalten der amerikanischen Industrie nach einer Abwertung des Dollars von den 70er zu den 80er Jahren grundlegend. Während in den 70er Jahren die Investitionen in den USA nach einem Wertverlust des Dollars noch anstiegen, gingen sie in den 80er Jahren zurück (*Goldberg,* 1990). Ein wesentlicher

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Grund für dieses veränderte Investitionsverhalten scheint darin zu liegen, daß in den 70er Jahren eine Abwertung des Dollars die Güternachfrage und die Gewinne der amerikanischen Unternehmungen erhöhte, in den 80er Jahren aber ganz offensichtlich die Inputkosten der Produktion stiegen, wenn sich die amerikanische Währung abwertete.

Wenn aber der politische Widerstand gegen schwankende Wechselkurse latent vorhanden ist, dann stellt sich die Frage, welche protektionistischen Maßnahmen die Regierung ergreift, um die negativ von zu hohen Wechselkursen betroffenen Gruppen spürbar zu begünstigen und die Kosten einer solchen Politik, die eher diffus sind, möglichst zu verschleiern. Es liegt nahe, die protektionistischen Aktivitäten zunächst auf handelspolitischem Gebiet zu forcieren, glaubt man doch auf diese Weise, die lästige ausländische Konkurrenz direkt zu treffen. Da nun aber tarifäre Handelshemmnisse wegen internationaler Vereinbarungen politisch nur schwer möglich sind, verlegt man sich vor allem auf nicht-tarifäre. Aber auch hier stößt man bald an Grenzen, weil man letztlich immer mit der Möglichkeit von Gegenmaßnahmen des betroffenen Auslandes rechnen muß. Dies gilt vor allem dann, wenn das Niveau der nicht-tarifären Protektion schon relativ hoch ist. Schließlich hat die Gruppe der Exporteure von tarifären oder nicht-tarifären Handelshemmnissen direkt keine Vorteile.

Was bleibt, sind somit währungspolitische Maßnahmen, die ähnlich protektionistische Wirkungen haben. Solche Aktivitäten sind vor allem auch im Interesse der Exportwirtschaft, die von nicht-tarifären Handelshemmnissen keine Vorteile hat. Eine Möglichkeit besteht darin, auf den Devisenmärkten zu intervenieren, um die Wechselkurse auf ein den Interessen der negativ betroffenen Gruppen adäquates Niveau zu bringen. Meist sind diese Aktivitäten mit weiteren Eingriffen in finanzielle Märkte, wie Kapitalverkehrskontrollen oder auch gespaltene Devisenkurse verbunden. Bisweilen setzt man aber auch darauf, bestimmte Wechselkursziele oder Bandbreiten bekannt zu geben, innerhalb derer die Wechselkurse schwanken dürfen (*Williamson,* 1985). Eine andere Alternative wurde demgegenüber in Europa gewählt. Man entschied sich, zu einem regional begrenzten System fester Wechselkurse zurückzukehren.

Die interessante Frage ist nun aber, inwieweit es gelingt, die nationalen Interessen auch auf internationaler Ebene durchzusetzen. Der Versuch einer nationalen Notenbank, die Aufwertung der eigenen Währung zu bremsen, verringert die Abwertung einer ausländischen Währung. Das Inland kann sich der Nachteile einer überbewerteten Währung sicherlich entziehen, wenn es über entsprechende Marktmacht verfügt und die Preise auf den Devisenmärkten setzen kann. Wenn man allerdings bedenkt, daß auf den

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Devisenmärkten weniger monopolistische als vielmehr oligopolistische Verhältnisse herrschen, sind währungspolitische Vereinbarungen zwischen den Notenbanken notwendig. Die Frage ist deshalb, weshalb die ausländische Notenbank, deren Währung weniger abgewertet wird, offensichtlich bereit ist, solche währungsprotektionistischen Aktivitäten des Inlandes zu akzeptieren. Die ausländischen Konsumenten und Importeure werden sich wegen der organisatorischen Schwächen dieser Gruppen im politischen Prozeß des Auslandes nur schwer Gehör verschaffen können, wenn sie sich gegen die geringere Abwertung der ausländischen Währung wenden. Da der politische Widerstand bei eingetretenen wirtschaftlichen Verlusten aber im allgemeinen eher geringer ist als bei entgangenen Gewinnen, wird auch die Gegenwehr der exportorientierten und importsubstituierenden Branchen des Auslandes eher gemäßigt ausfallen. Wenn schließlich das allgemeine politische Klima gegen flexible Wechselkurse ist, weil sie die hochgesteckten Erwartungen nicht erfüllen können, wird es den Notenbanken nicht schwerfallen, sich auf währungspolitische Interventionen zu verständigen.

Diese Überlegungen legen somit den Schluß nahe, daß in Demokratien flexible Wechselkurse offensichtlich kein sehr langes Leben haben. Sie scheitern letztlich daran, daß sich Gruppen in der Bevölkerung aus ökonomischen Gründen unterschiedlich gut organisieren können und ein nur unvollkommen funktionierender demokratischer Wahlmechanismus gut organisierten Interessengruppen in einem Maße Einfluß auf die politische Entscheidungen einräumt, der das eigentliche Gewicht ihrer Mitglieder als Wähler bei weitem übersteigt.

2. *Warum gibt es immer wieder Phasen, in denen feste Wechselkurse temporär durch flexible ersetzt werden?*

Wenn nun aber flexible Wechselkurse in Demokratien wenig Aussicht auf einen dauerhaften Erfolg haben und über kurz oder lang durch Systeme fester Wechselkurse ersetzt werden, wie kann man sich dann erklären, daß sie doch immer wieder eingeführt werden? Es sind im wesentlichen zwei Gründe, die diese Entwicklung begünstigen: 1. Die Unvollkommenheiten politischer Märkte sind neben außergewöhnlichen Belastungen, wie sie beispielsweise in Zeiten militärischer Auseinandersetzungen oder Phasen hoher Arbeitslosigkeit entstehen, der eigentliche Grund, weshalb sich vor allem die sozial- und verteilungspolitisch motivierten staatlichen Ausgaben in bestimmten Perioden erhöhen und damit den finanziellen Bedarf von Staaten beträchtlich steigern. 2. Da aber internationale währungspolitische Arrangements, die auf festen Wechselkursen beruhen, zum einen wegen des

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Problems des „Trittbrettfahrerverhaltens" divergierende nationale wirtschaftspolitische Aktivitäten begünstigen, daneben zum anderen aber in Zeiten eines hohen staatlichen Finanzbedarfs die Möglichkeiten beschränken, die finanziellen Mittel über die Notenpresse zu besorgen und sich schließlich in bestimmten Perioden stabilitätsbewußtere Länder von den inflationären Tendenzen aus dem Ausland abkoppeln wollen, um politisch zu überleben, sind solche Währungssysteme inhärent instabil.

Wenden wir uns zunächst der ersten These zu, wonach unvollkommene politische Märkte und außergewöhnliche Belastungen wesentliche Faktoren sind, die dazu beitragen, daß feste durch flexible Wechselkurse ersetzt werden. Wenn es richtig ist, daß unvollkommene politische Märkte das politische Gewicht von Interessengruppen unangemessen erhöhen, die Zahl solcher Gruppen aber mit wachsendem Wohlstand einer Gesellschaft steigt (*Olson,* 1982), dann bilden sich mit zunehmendem und andauernd hohem Lebensstandard vermehrt solche lobbyistisch tätigen Interessengruppen, die einen immer größeren Teil am gesamtwirtschaftlichen Kuchen fordern und ihn innerhalb gewisser Grenzen auch erhalten. Der anhaltende Anstieg der sozial- und verteilungspolitisch motivierten staatlichen Ausgaben in den hochentwickelten demokratischen Staaten des Westens scheint diese These zu belegen. Die staatlichen Ausgaben können sich temporär aber auch exogen in Zeiten hoher Arbeitslosigkeit oder kriegerischer Auseinandersetzungen erhöhen. Aus allen diesen Gründen steigt auch der finanzielle Bedarf des Staates.

Es wird nun bisweilen behauptet, daß der Umfang des finanziellen Bedarfs des Staates die Entscheidung über währungspolitische Arrangements stark beeinflußt (*Aliber,* 1986; *Grilli,* 1989; *de Kock / Grilli,* 1989). Die Idee, die hinter dieser These steckt, kann man am besten erkennen, wenn man sich die Frage stellt, wie man ein gegebenes Ausgabenvolumen des Staates so finanziert, daß die allokativen Störungen, die durch die Art der Finanzierung entstehen, minimal sind (*Phelps,* 1973; *Mankiw,* 1988; *Grilli,* 1988; 1989; *de Kock / Grilli,* 1989). Dem Staat stehen mit der Steuer- und Kreditfinanzierung zwei Instrumente zur Verfügung. Die Höhe der Einnahmen aus der Erhebung von Steuern hängt natürlich nicht nur von der Höhe des Steuersatzes, sondern auch von der nominellen Bemessungsgrundlage und damit auch davon ab, wie stark eine Volkswirtschaft inflationiert. Ein optimaler Mix der Finanzierungsinstrumente ist immer dann erreicht, wenn sich die Verhältnisse der Grenzkosten zu den Grenzerträgen für beide Instrumente entsprechen.

Wenn die Theorie der „seigniorage" richtig ist, dann kann es in Zeiten eines hohen staatlichen Finanzbedarfs für die Politiker sinnvoll sein, die

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Volkswirtschaft in Grenzen zu inflationieren, um sowohl die Einnahmen aus Steuern zu steigern, den steuerlichen Abgabenwiderständen zu begegnen, indem man beispielsweise wie in Italien die Steuersätze verringert (*Spaventa,* 1989), als auch die reale staatliche Verschuldung zu verringern. Auf diese Weise kann es gelingen, die finanziellen Lasten der gestiegenen staatlichen Ausgaben möglichst unfühlbar auf weite Teile der Bevölkerung – vor allem die Konsumenten – abzuwälzen.

Das Währungssystem kann nun aber möglicherweise verhindern, daß der „optimale Mix" der staatlichen Finanzierungsinstrumente realisiert wird. Dieser Fall tritt immer dann ein, wenn die „optimale" Inflationssteuer über der liegt, die in einem System glaubwürdig fester Wechselkurse vor allem für kleinere Mitgliedsländer faktisch realisierbar ist, weil sie eine nur in Grenzen eigenständige Geldpolitik betreiben können, diese Einnahmeverluste aber wegen struktureller Defizite in den nationalen Steuersystemen oder des Verdachts der zeitverzögerten monetären Finanzierung staatlicher Kreditnahme nicht durch steigende Steuersätze oder staatliche Verschuldung ausgeglichen werden können. In einer solchen Situation scheinen aber flexible Wechselkurse die sinnvollste Lösung.

Eine solche Lösung gerät auch nicht in Konflikt mit den Vorstellungen der eigenen politischen Klientel. Die einflußreichen Interessengruppen der Exporteure und der Importkonkurrenzindustrien widersetzen sich dieser Lösung nicht, weil der inflationsbedingte Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit durch eine Abwertung der inländischen Währung wiederum vermindert wird. Demgegenüber setzen sich die von dem Prozeß von Inflation und Abwertung negativ betroffenen Gruppen, allen voran die Konsumenten, im politischen Prozeß nicht adäquat durch. Da nun aber die inflationäre Neigung von den Präferenzen eines Landes für das Ziel der Preisniveaustabilität abhängt, dürfte die „optimale" Inflationsrate von Land zu Land ganz unterschiedlich ausfallen (*Dornbusch,* 1988).

Damit werden aber vor allem die kleineren Mitgliedsländer bei plötzlich stark steigendem Finanzbedarf zuerst zu flexiblen Wechselkursen übergehen, während größere Länder bei symmetrischen Lösungen oder das Leitwährungsland bei einer hegemonialen Lösung erst bei stark steigendem finanziellen Bedarf den impliziten Vertrag fester Wechselkurse brechen. Schließlich werden vor allem die Länder mit einer größeren Präferenz für das Ziel der Preisniveaustabilität später, Länder mit einer geringeren Präferenz früher das Währungssystem wechseln und zu flexiblen Wechselkursen übergehen.

Dann müssen wir uns noch mit der eingangs postulierten zweiten These beschäftigen, wonach der Kollaps von Systemen fester Wechselkurse auch

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

durch die inhärente Instabilität von kartellähnlichen Vereinbarungen begünstigt wird. Dies kann man sich am besten klar machen, wenn man sich einmal überlegt, welche Schwierigkeiten zwischen ökonomisch und politisch gleich starken Volkswirtschaften entstehen, sich auf gemeinsame währungspolitische Spielregeln zu einigen. a) Eine erste Schwierigkeit besteht darin, daß die Regierungen der einzelnen Länder an Regeln interessiert sind, die nicht nur die eigene Volkswirtschaft, sondern vor allem die eigene politische Klientel begünstigen. Man muß deshalb davon ausgehen, daß die nationalen Interessen divergieren. b) Daneben steht aber zu befürchten, daß die Länder ganz unterschiedliche Vorstellungen darüber haben, wie feste Wechselkurse wirken. Die kontroverse Diskussion um die Frage, welches Währungssystem ökonomisch optimal ist, beleuchtet dies eindrucksvoll. c) Internationale Verhandlungen über währungspolitische Fragen können nicht isoliert betrachtet werden. Sie sind eng mit anderen ökonomischen und politischen Problemen verbunden. Damit ist aber ein „Deal" zwischen unterschiedlichen ökonomischen und politischen Aspekten eher die Regel als die Ausnahme. Eine ökonomisch effiziente Lösung ist damit eher unwahrscheinlich. Wegen dieser „Verhandlungsperversitäten" (*Keohane,* 1988) ist mit einer Kompromißlösung zu rechnen, die im allgemeinen unter ökonomischen Gesichtspunkten nicht befriedigt.

Weil währungspolitische Vereinbarungen immer nur einen Kompromiß zwischen divergierenden nationalen Interessen darstellen (*Keynes,* 1948), wird man sich auf Spielregeln einigen, die eher unbestimmt sind, einen großen Spielraum für Interpretationen eröffnen und Möglichkeiten schaffen, die währungspolitischen Vereinbarungen zumindest temporär ungestraft zu verletzen. Es verwundert deshalb auch nicht, daß alle Systeme fester Wechselkurse – auch der klassische Goldstandard – die Möglichkeit von Eingriffen in die Devisen- bzw. Goldmärkte entweder vorsahen oder zumindest nicht explizit ausschlossen (*Giovannini,* 1988; *Eichengreen,* 1990) und im Falle beträchtlicher internationaler Ungleichgewichte auch nicht an festen Wechselkursen festhalten wollten, sondern Anpassungen der Währungsrelationen explizit vorsahen. Damit werden aber die immanenten Anreize der Mitgliedsländer, sich wie „Trittbrettfahrer" zu verhalten, nicht eingedämmt. Es ist deshalb auch nicht damit zu rechnen, daß die nationalen Makro-Politiken, die von den Politikern auch im Interesse ihrer nationalen Interessengruppen eingesetzt werden, tatsächlich beschränkt werden. Solche kartellähnlichen währungspolitischen Lösungen sind somit inhärent instabil. Sie sind „Schönwetterinstitutionen" (*Aliber,* 1986), die nur solange Bestand haben, wie der internationale Koordinationsbedarf der nationalen Makro-Politiken relativ gering ist (Eichengreen, 1990).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Diese Schwierigkeiten könnten möglicherweise vermieden werden, wenn die ökonomische und politische Macht nicht symmetrisch, sondern asymmetrisch verteilt ist (*Kindleberger,* 1986). Die hegemoniale Macht garantiert dann die Existenz einer weltweiten oder auch nur regionalen Währungsordnung. Sie stellt dieses „öffentliche Gut" bereit, weil sie als Leitwährungsland die Erträge aus der „seigniorage" einstreicht (*Hamada,* 1985). Dies waren Großbritannien und die Vereinigten Staaten während der Zeiten des klassischen Goldstandards, die Vereinigten Staaten in der Ära von Bretton-Woods und ist heute faktisch die Bundesrepublik im Europäischen Währungssystem. Es besteht ein impliziter Kontrakt, der vorsieht, daß die hegemoniale Macht eine vorsichtige und stabile Makro-Politik betreibt und die anderen Länder vor allem auf eine autonome Geldpolitik verzichten.

Tatsächlich dürfte aber auch eine hegemoniale Lösung nicht wirklich stabil sein, weil es einerseits der Hegemonialmacht nicht gelingt, die Welt ausreichend mit Liquidität zu versorgen und längerfristig kreditwürdig zu bleiben (*Triffin,* 1947; *Padoan,* 1986, 21ff.) und andererseits die hegemoniale Lösung das wirtschaftliche Wachstum des hegemonialen Landes negativ beeinflußt, dessen wirtschaftliche Macht verringert und damit das System destabilisiert (*Eichengreen,* 1990, 305ff.).

(1) Bei unvollkommenen politischen Märkten besteht immer die Gefahr, daß die Makro-Politiken der hegemonialen Macht längerfristig die politische Kräftekonstellation der Interessengruppen und die Verteilungskämpfe innerhalb der Hegemonialmacht widerspiegeln (*Berthold,* 1990). Die Versuchung liegt nahe, diese Konfliktsituation mit Hilfe inflationärer Prozesse zu lösen. Damit spricht aber vieles dafür, daß auch hegemoniale Lösungen nicht zu effizienten währungspolitischen Arrangements führen, weil die Versuchung für die hegemoniale Macht, die staatlichen Ausgaben über eine inflationäre Geldpolitik zu finanzieren, zu groß und die Angst vor Sanktionen zu gering ist.

Weil aber Systeme fester Wechselkurse einen inflationären Bias haben, ist es unausweichlich, daß die nationalen geld- aber auch fiskalpolitischen Aktivitäten irgendwann in Konflikt mit dem Ziel fester nomineller Wechselkurse geraten. Die noch junge Theorie „kollabierender" Währungssysteme (*Krugman,* 1979; *Flood / Garber,* 1984; *Buiter,* 1986; *Obstfeld,* 1984; 1988; *Driffill,* 1988) hat nun zweierlei gezeigt: (a) Die Wirtschaftssubjekte antizipieren, daß der Wechselkurs nicht mehr glaubwürdig ist. Es kommt zu einem Spiel zwischen der Notenbank und der Öffentlichkeit, das die Notenbank nie gewinnen und die Öffentlichkeit nie verlieren kann. Auftretende „Peso-Probleme", die sich in einem steigenden nominellen Zinssatz und einem Wertverlust des Terminkurses äußern (*Penati / Pennachini,* 1989),

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sind schließlich ein Indiz für den bevorstehenden Zusammenbruch des Systems. (b) Man versucht noch eine ganze Weile, die entstandenen Spannungen im Währungsgefüge durch handels- und währungsprotektionistische Maßnahmen zu vermindern. Da sich aber an der eigentlichen Ursache der Misere nichts ändert, bringen spekulative Attacken das System letztlich zum Einsturz. Dies war beispielsweise beim Zusammenbruch des Systems von Bretton-Woods im Jahre 1973 der Fall, aber auch bei länderspezifischen Währungskrisen, wie beispielsweise in Italien im Jahre 1976, in Frankreich 1983 sowie in Mexiko und Chile 1982 der Fall.

Wer nun aber zuerst den impliziten währungspolitischen Kontrakt bricht und zu flexiblen Wechselkursen übergeht, hängt von mehreren Faktoren ab. Es ist einmal denkbar, daß es die Länder sind, die dringend finanzielle Mittel benötigen, um zum einen die Liquidität des nationalen Bankensystems zu garantieren, wie beispielsweise in Phasen hoher Arbeitslosigkeit vor allem im Sektor handelbarer Güter in Großbritannien während der Zeit des Goldstandards (*Aliber,* 1986) oder aber der Bankenkrise in Chile im Jahre 1982, oder um zum anderen auftretende Beschränkungen in den externen Verschuldungsmöglichkeiten zu verringern, wie dies beispielsweise in Mexiko oder Argentinien in den 80er Jahren der Fall war (*Goldberg,* 1988). Es ist daneben aber auch möglich, daß vor allem die Regierungen der Länder, die politisch nicht überleben, wenn sie die importierte Inflation nicht unter Kontrolle bekommen, den ersten Schritt tun. Die Beispiele Canadas zwischen 1950 - 1962 und der Bundesrepublik im Jahre 1973 deuten zumindest darauf hin.

(2) Hegemoniale währungspolitische Lösungen haben aber auch eine immanente Tendenz, sich selbst zu destabilisieren (*Eichengreen,* 1990, 305 ff.). Da man bei dieser Art von währungspolitischen Arrangements an nominell festen Wechselkursen festhält, trägt der inflationäre Bias des hegemonialen Landes dazu bei, daß die Währung der Hegemonialmacht nach einiger Zeit überbewertet ist, die Währungen der nicht-hegemonialen Länder aber unterbewertet sind. Eine andauernd überbewertete Währung verringert aber die Wachstumsmöglichkeiten der hegemonialen Macht über verschiedene Kanäle (*Eichengreen,* 1990, 305 - 306) und stärkt die wirtschaftliche Macht der anderen nicht-hegemonialen Länder. Damit tritt aber das Problem, daß das hegemoniale Land wegen der expansiven Geldpolitik weltweit an Vertrauen verliert, wesentlich deutlicher zutage und beschleunigt ab einem gewissen Punkt den Verfall des Währungssystems. Diese Entwicklung kann man nicht nur für das System von Bretton-Woods, sondern auch für den Gold-Devisenstandard der Zwischenkriegszeit und den Goldstandard beobachten (*Eichengreen,* 1990).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

IV. Welche Schlußfolgerungen kann man für eine Reform der Weltwährungsordnung ziehen?

Wenn es richtig ist, daß flexible Wechselkurse in einer unvollkommenen Welt die beste Lösung sind, sich aber offensichtlich in Demokratien längerfristig nicht durchsetzen lassen, dann stellt sich die wirtschaftspolitisch interessante Frage, wie man dieses Dilemma am besten auflösen kann.

(1) Eine erste Möglichkeit liegt auf der Hand, wenn man weiß, daß es bei vollkommenen ökonomischen Märkten, symmetrisch verteilten Informationen, rationalen Erwartungen der Wirtschaftssubjekte und neutralem Geld aus allokativen Gründen gleichgültig ist, für welches Währungssystem man sich entscheidet (*Helpman / Razin,* 1982). Will man die Weltwährungsordnung ernsthaft reformieren, dann muß man deshalb zunächst versuchen, die bestehenden Unvollkommenheiten auf den nationalen Güter- und Faktormärkten zu verringern und die Märkte international stärker zu integrieren. Damit kann es aber nicht nur darum gehen, dafür Sorge zu tragen, daß nationale Märkte stärker dereguliert werden, sondern auch international die bestehenden protektionistischen Schranken abzubauen. Ein intensiverer Wettbewerb auf den ökonomischen Märkten begrenzt den diskretionären Handlungsspielraum der Politiker.

(2) Da wir aber spätestens seit *W. Eucken* wissen, daß ökonomisch effiziente Lösungen nur dann möglich sind, wenn bestimmte ordnungspolitische Rahmenbedingungen erfüllt sind, die garantieren, daß Eigentumsrechte effizient zugeordnet und wettbewerbliche Prozesse auf den ökonomischen Märkten tatsächlich stattfinden können (*Eucken,* 1968), läßt sich das währungspolitische Dilemma offensichtlich nur dann wirklich lösen, wenn die bestehenden Unvollkommenheiten auf den politischen Märkten vermindert werden. Bei einem intensiveren Wettbewerb auf den politischen Märkten, der die diskretionären Handlungsspielräume der politischen Entscheidungsträger begrenzt, werden nicht nur die ökonomischen Märkte stärker integriert und die wirtschaftspolitischen Störungen verringert; es wird auch wahrscheinlicher, daß sich bei unvollkommenen ökonomischen Märkten eine politische Mehrheit für die dann beste Lösung flexibler Wechselkurse findet und die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte auf den Devisenmärkten stabilisiert werden. Der Schlüssel für ökonomisch effiziente währungspolitische Lösungen scheint somit auf den nationalen politischen Märkten zu liegen.

Die eigentlich spannende Frage aber, wie man zu effizienteren Lösungen auf den politischen Märkten kommen kann, läßt sich nicht so ohne weiteres beantworten. Eine erste Möglichkeit, die bestehenden diskretionären Hand-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

lungsspielräume politischer Instanzen sowie monetärer und fiskalischer Bürokratien zu begrenzen, besteht allgemein darin, zum einen den Einfluß der Wähler im politischen Prozeß zu stärken, zum anderen die Macht organisierter Interessengruppen einzuschränken und schließlich die Anforderungen an demokratische Mehrheiten zu erhöhen (*Berthold,* 1990). Damit kommt aber dem Problem, wie man die bestehenden informatorischen Defizite der Wähler verringert, wohl ganz entscheidende Bedeutung zu. Den Ökonomen bleibt deshalb noch viel Arbeit, die Wähler allgemein über ökonomische und speziell über währungspolitische Sachzusammenhänge aufzuklären.

Wenn man allerdings der Meinung ist, daß dieser Weg nur sehr bedingt gangbar ist, besteht eine zweite Möglichkeit darin, die diskretionären Handlungsspielräume politischer Instanzen einzuschränken, indem man ihr wirtschaftspolitisches Verhalten durch Regeln begrenzt. Berücksichtigt man allerdings die Schwierigkeiten, die aus Wissens-, Willens- und Organisationsgründen (*Streit,* 1989) vor allem bei international vereinbarten Regeln auftreten, scheinen nationale Regeln internationalen grundsätzlich überlegen. Welche monetären und fiskalischen Regeln aber letztlich ökonomisch effizient sind (*Barro,* 1986; 1988; *Fischer,* 1988), wie man die Regeln ausgestalten muß, damit sie glaubwürdig sind und die verfolgte Makro-Politik zeitkonsistent ist (*Alesina,* 1988) und wie man schließlich die politischen Akteure dazu bringt, sich durch ein regelgebundenes Verhalten selbst zu entmachten, sind Fragen, die weiterhin offen sind.

Trotz dieser offenen Fragen kann man eines festhalten: Eine Reform der Weltwährungsordnung kann wohl überhaupt nur dann zu ökonomisch effizienten Lösungen führen, wenn es gelingt, die diskretionären Handlungsspielräume nationaler politischer Instanzen zu begrenzen. Dies ist aber nur denkbar, wenn die Unvollkommenheiten auf den nationalen politischen Märkten abgebaut und damit die ökonomischen Märkte stärker integriert werden. Die gegenwärtigen währungspolitischen Schwierigkeiten scheinen somit wohl überhaupt nur dann lösbar, wenn man zunächst die nationalen wirtschaftspolitischen Probleme in den Griff bekommt (*Frenkel / Goldstein,* 1988).

Literatur

Aizenman, J. und *Frenkel,* J. (1982), Aspects of the Optimal Management of Exchange Rates, in: Journal of International Economics, 13 (1982), S. 231 - 256. – *Aizenman,* J. und *Frenkel,* J. (1985), Optimal Wage Indexation, Foreign Exchange Intervention, and Monetary Policy, in: American Economic Review, 75 (1985), S. 402 - 423. – *Alesina,* A. (1988), Alternative Monetary Regimes, in: Journal of Monetary

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Economics, 21 (1988), S. 175 - 183. – *Aliber,* R. (1986), Fixed Exchange Rates and the Rate of Inflation, in: *Campbell,* C. u.a. (Hrsg.), Alternative Monetary Regimes. Baltimore u.a. 1986, S. 116 - 121. – *Baldwin,* R. und *Krugman,* P. (1986), Persistent Effects of Large Exchange Rate Shocks. NBER Working Paper 2017, Cambridge, MA 1986. – *Barro,* R. (1986), Rules versus Discretion, in: *Campbell,* C. u.a. (Hrsg.), Alternative Monetary Regimes. Baltimore u.a. 1986, S. 16 - 30. – *Barro,* R. (1988), Monetary Policy under Interest-Rate Targeting and Other Arrangements, in: *Suzuki,* Y. u.a. (Hrsg.), Toward a World of Economic Stability: Optimal Monetary Framework and Policy. Tokyo 1988, S. 287 - 311. – *Baxter,* M. und *Stockman,* A. (1988), Business Cycles and the Exchange-Rate System: Some International Evidence. NBER-Working Paper 2689. Cambridge, MA 1988. – *Berthold,* N. (1981), Multinationale Unternehmungen und nationale Währungspolitik. Freiburg 1981. – *Berthold,* N. (1987), Lohnstarrheiten und Arbeitslosigkeit. Freiburg 1987. – *Berthold,* N. (1990), Internationale Koordination der Ordnungspolitik – Eine effiziente institutionelle Innovation?, erscheint in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 9 (1990). – *Bertola,* G. (1988), Factor Flexibility, Uncertainty and Exchange Rate Regimes, in: *De Cecco,* M. u.a. (Hrsg.), A European Central Bank? Cambridge u.a. 1988, S. 95 - 119. – *Blankart,* Ch. (1983), Warum wächst der Sozialstaat? Eine institutionelle Erklärung, in: *Koslowski,* P. u.a. (Hrsg.), Chancen und Grenzen des Sozialstaats. Tübingen 1983, S. 154 - 160. – *Boughton,* J., *Haas,* R. und *Masson,* P. (1989), The Role of Exchange Rate Movements in Transmitting International Disturbances, in: *Hodgman,* D. u.a. (Hrsg.), Macroeconomic Policy and Economic Interdependence. London 1989, S. 180 - 213. – *Buiter,* W. (1986), Borrowing to Defend the Exchange Rate and the Timing and Magnitude of Speculative Attacks. NBER Working Paper 1844, Cambridge, MA 1986. – *Cooper,* R. (1986), A Monetary System Based on Fixed Exchange Rates, in: *Campbell,* C. u.a. (Hrsg.), Alternative Monetary Regimes. Baltimore u.a. 1986, S. 85 - 109. – *De Grauwe,* P. (1989), International Money. Post-War Trends and Theories. Oxford 1989. – *De Kock,* G. und *Grilli,* V. (1989), Endogenous Exchange Rate Regime Switches. NBER Working Paper 3066, Cambridge, MA 1989. – *Dornbusch,* R. (1976), Expectations and Exchange Rate Dynamics, in: Journal of Political Economy, 84 (1976), S. 1161 - 1174. – *Dornbusch,* R. (1988), The European Monetary System, the Dollar and the Yen, in: *Giavazzi,* F. u.a. (Hrsg.), The European Monetary System. Cambridge u.a. 1988, S. 23 - 41. – *Dornbusch,* R. und *Frankel,* J. (1988), The Flexible Exchange Rate System: Experience and Alternatives, in: *Borner,* S. (Hrsg.), International Finance and Trade in a Polycentric World. Houndsmills u.a. 1988, S. 151 - 197. – *Driffill,* J. (1988), The Stability and Sustainability of the European Monetary System with Perfect Capital Markets, in: *Giavazzi,* F. u.a. (Hrsg.), The European Monetary System. Cambridge u.a. 1988, S. 211 - 228. – *Eichengreen,* B. (1990), Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System, in: *Eichengreen,* B., Elusive Stability. Essays in the History of International Finance, 1919 - 1939. Cambridge u.a. 1990, S. 271 - 311. – *Eucken,* W. (1968), Grundsätze der Wirtschaftspolitik. 4. Aufl., Tübingen 1968. – *Fischer,* S. (1988), Monetary Policy and Performance in the U.S., Japan, and Europe, 1973 - 1986, in: *Suzuki,* Y. u.a. (Hrsg.), Toward a World of Economic Stability: Optimal Monetary Framework and Policy. Tokyo 1988, S. 121 - 154. – *Flood,* R. und *Garber,* P. (1984), Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples, in: Journal of International Economics, 17 (1984), S. 1 - 13. – *Frenkel,* J. (1985), Commentary on „Causes of Appreciation and Volatility of the Dollar", in: The U.S. Dollar – Recent Developments, Outlook, and Policy Options. A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. Jackson Hole, Wyoming, August 21 - 23, 1985,

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

S. 53 - 63. – *Frenkel,* J. (1989), Turbulence in the Foreign Exchange Markets and Macroeconomic Policies, in: *Capie,* F. und *Wood,* G. E. (Hrsg.), Monetary Economics in the 1980s. London 1989, S. 57 - 79. – *Frenkel,* J. und *Goldstein,* M. (1988), Fundamental Issues in the Functioning of the International Monetary System, in: *Dräger,* Ch. u.a. (Hrsg.), The International Monetary System and Economic Development. Baden-Baden 1988, S. 223 - 238. – *Friedman,* M. (1953), The Case for Flexible Exchange Rates, in: *Friedman,* M., Essays in Positive Economics. Chicago 1953, S. 157 - 203. – *Fukuda,* S. und *Hamada,* K. (1988), Towards the Implementation of Desirable Rules of Monetary Coordination and Intervention, in: *Suzuki,* Y. u.a. (Hrsg.), Toward a World of Economic Stability: Optimal Monetary Framework and Policy. Tokyo 1988, S. 313 - 338. – *Gärtner,* M. (1987), Normative und Politische Ökonomie flexibler Wechselkurse, in: Außenwirtschaft, 42 (1987), S. 471 - 489. – *Gärtner,* M. und *Ursprung,* H. (1989), Politische und ökonomische Gesetze für flexible Wechselkurse, in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 8 (1989), S. 109 - 125. – *Giovanni,* A. (1988), How do Fixed-Exchange-Rates Regimes work: The Evidence from the Gold Standard, Bretton Woods and the EMS. NBER Working Paper 2766, Cambridge, MA 1988. – *Goldberg,* L. (1988), Collapsing Exchange Rate Regimes: Shocks and Biases. NBER Working Paper 2702, Cambridge, MA 1988. – *Goldberg,* L. (1990), Nominal Exchange Rate Patterns: Correlations with Entry, Exit and Investment in U.S. Industry. NBER Working Paper 3249, Cambridge, MA 1990. – *Grilli,* V. (1988), Seigniorage in Europe, in: M. *De Cecco* u.a. (Hrsg.), A European Central Bank? Cambridge u.a. 1988, S. 53 - 79. – *Grilli,* V. (1989), Exchange Rates and Seigniorage, in: European Economic Review, 33 (1989), S. 580 - 587. – *Grilli,* V. und G. *Kaminsky* (1989), Nominal Exchange Rate Regimes and the Real Exchange Rate Evidene from the U.S. and Britain, 1885 - 1986. NBER Working Paper 3067. Cambridge, MA 1989. – *Haberler,* G. (1987), The International Monetary System: Recent Developments in Historic Perspective, in: Außenwirtschaft, 42 (1987), S. 373 - 385. – *Hamada,* K. (1985), On the Political Economy of Monetary Integration: A Public Economic Approach, in: K. Hamada, The Political Economy of International Monetary Interdependence. Cambridge, MA u.a. 1985, S. 27 - 44. – *Helpman,* E. und A. *Razin* (1979), Toward a Consistent Comparison of Alternative Exchange-Rate Regimes, in: Canadian Journal of Economics, 12 (1979), S. 394 - 409. – *Helpman,* E. und A. *Razin* (1982), A Comparison of Exchange-Rate Regimes in the Presence of Imperfect Capital Markets, in: International Economic Review, 23 (1982), S. 365 - 388. – *Henderson,* D. (1988), Remarks, in: R. *Marston* (Hrsg.), Misalignment of Exchange Rates: Effects on Trade and Industry. Chicago u.a. 1988, S. 156 - 162. – *Honegger,* R. (1989), Währungspolitik bei flexiblen Wechselkursen. Grüsch 1989. – *Kenen,* P. (1969), The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectiv View, in: R. *Mundell* u.a. (Hrsg.), Monetary Problems of the International Economy. Chicago 1969, S. 41 - 60. – *Kenen,* P. (1988), Managing Exchange Rates. London u.a. 1988. – *Keohane,* R. (1988), Bargaining Perversities, Institutions, and International Economic Relations, in: P. *Guerrieri* u.a. (Hrsg.), The Political Economy of International Cooperation. London u.a. 1988, S. 28 - 50. – *Kindleberger,* Ch. (1986), The International Economic Order. London 1988. – *Klöckers,* H.-J. (1990), Devisenmarktinterventionen zur Konjunkturstabilisierung. Freiburg 1990. – *Krugman,* P. (1979), A Model of Balance-of-Payments Crises, in: Journal of Money, Credit and Banking, 11 (1979), S. 311 - 325. – *Loef,* H.-E. (1988), Variabilität der Wechselkurse als Problem der Währungspolitik, in: O. *Issing* (Hrsg.), Wechselkursstabilisierung, EWS und Weltwährungssystem. Hamburg 1988, S. 123 - 159. – *Mankiw,* N. (1987), The Optimal Collection of Seigniorage: Theory and Evidence, in: Journal of

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Monetary Economics, 20 (1987), S. 327 - 341. – *Marston,* R. (1988), Exchange Rate Policy Reconsidered, in: M. *Feldstein* (Hrsg.), International Economic Cooperation. Chicago u.a. 1988, S. 79 - 136. – *Meltzer,* A. (1986), Some Evidence on the Comparative Uncertainty Experienced under Different Monetary Regimes, in: C. *Campbell* u.a. (Hrsg.), Alternative Monetary Regimes. Baltimore u.a. 1986, S. 122 - 153. – *Mundell,* R. (1961), A Theory of Optimum Currency Areas, in: American Economic Review, 51 (1961), S. 657 - 665. – *Obstfeld,* M. (1984), Balance-of-Payments Crises and Devaluation, in: Journal of Money, Credit and Banking, 16 (1984), S. 208 - 217. – *Obstfeld,* M. (1988), Competitiveness, Realignment, and Speculation: The Role of Financial Markets, in: F. *Giavazzi* u.a. (Hrsg.), The European Monetary System. Cambridge u.a. 1988, S. 232 - 247. – *Obstfeld,* M. (1988), The Effectiveness of Foreign-Exchange Interventions: Recent Experience. NBER Working Paper 2796, Cambridge, MA 1988. – *Olson,* M. (1968), Die Logik kollektiven Handelns. Tübingen 1968. – *Olson,* M. (1982), The Rise and Decline of Nations. New Haven 1982. – *Padoan,* P. C. (1986), The Political Economy of International Financial Instability. London u.a. 1986. – *Penati,* A. und G. *Pennacchi* (1989), Optimal Portfolio Choice and the Collaps of a Fixed-Exchange Rate Regime, in: Journal of International Economics, 27 (1989), S. 1 - 24. – *Phelps,* E. (1973), Inflation in the Theory of Public Finance, in: Swedish Journal of Economics, 75 (1973), S. 67 - 82. – *Rogoff,* K. (1985), Can International Monetary Cooperation be Counterproductive?, in: Journal of International Economics, 18 (1985), S. 199 - 217. – *Spaventa,* L. (1989), Seigniorage: Old and New Policy Issues, in: European Economic Review, 33 (1989), S. 557 - 563. – *Streit,* M. (1989), Internationale Koordination der Wirtschaftspolitik – Das Beispiel des Zielzonenkonzepts. Referat auf der Tagung des wirtschaftspolitischen Ausschusses in Tübingen im Frühjahr 1989. – *Triffin,* R. (1960), Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility. New Haven 1960. – *Vaubel,* R. (1983), Coordination or Competition among National Macro-economic Policies?, in: F. *Machlup* u.a. (Hrsg.), Reflections on a Troubled World Economy. London 1983, S. 3 - 28. – *Vaubel,* R. (1988), Monetary integration theory, in: G. Zis u.a., International economics. London u.a. 1988, S. 223 - 262. – *Williamson,* J. (1985), The Exchange Rate System. Policy Analyses in International Economics No. 5. Washington, D.C. 1985. – *Willms,* M. (1988), Wechselkursstabilisierung durch währungspolitische Kooperation?, in: O. *Issing* (Hrsg.), Wechselkursstabilisierung, EWS und Weltwährungssystem. Hamburg 1988, S. 229 - 260.

Zusammenfassung

Internationale währungspolitische Arrangements – Ökonomische und polit-ökonomische Aspekte

Die gegenwärtig zu beobachtende währungspolitische Umkehr hin zu nominell stabileren Wechselkursen fügt sich in ein allgemeines historisches Muster, bei dem zwei Dinge auffallen: (1) Die meisten Volkswirtschaften waren zumeist über eine Form fester Wechselkurse miteinander verbunden. (2) Nur temporär wählte man flexible Wechselkurse, kehrte aber immer wieder zu Währungssystemen mit nominell festeren Währungsrelationen zurück. Wenn institutioneller währungspolitischer Wandel aber immer dann eintritt, wenn die Akteure auf den ökonomischen und politischen Märkten ungenutzte Gewinnmöglichkeiten ausbeuten, ist es denkbar, daß sich währungspolitische Arrangements aus ökonomischen und/oder politischen Gründen wandeln.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Damit sind aber Antworten auf zwei Fragen notwendig: (1) Kann die ökonomische Theorie den zu beobachtenden Wandel von Währungssystemen erklären oder anders gefragt, welches Währungssystem ist unter ökonomischen Gesichtspunkten optimal? (2) Wenn es ein ökonomisch effizientes währungspolitisches Arrangement gibt, setzt es sich im nationalen und internationalen politischen Prozeß auch durch oder bestimmen ganz andere Faktoren darüber, welche Währungsordnung gewählt wird?

Summary

International Monetary Policy Arrangements – Economic and Politico-Economic Aspects

The turnaround toward nominally more stable exchange rates to be observed in monetary policy at present fits into a general historical pattern with two striking phenomenons: (1) Most national economies used to be linked together through some pattern of fixed rates of exchange. (2) Flexible exchange rates were only temporary phenomenons, and the general trend was towards returning to monetary systems with nominally firmer exchange rate relations. If, on the other hand, institutionalized monetary policy change invariably occurs at such moments when participants in economic and political markets exploit unutilized scope for profitmaking, it is conceivable that monetary policy arrangements change for economic and/or political reasons. But this presupposes answer to two questions: (1) Can economic theory explain the change to be observed in monetary systems or, to put it in different words, which monetary system would be optimal under economic aspects? (2) Provided there is an economically efficient monetary policy arrangement, will such arrangement be politically accepted in full, nationally and internationally, or are totally different factors responsible for determining the character of the monetary system?

Résumé

Accords internationaux de politique monétaire – Aspects économiques et politico-économiques

Le revirement de la politique monétaire que l'on observe à l'heure actuelle en direction de cours de change nominaux plus stables s'insère dans un modèle historique général, où deux points attirent l'attention: (1) La majorité des économies nationales étaient le plus souvent reliées les unes aux autres par une forme de cours de change fixes. (2) On ne choisissait des taux de change flottants que temporairement pour toujours en revenir à des systèmes monétaires avec des relations de change nominelles plus fixes. Si un changement institutionnel de la politique monétaire se produit à chaque fois que les acteurs sur les marchés économiques et politiques exploitent les possibilités de bénéfices non-utilisées, il est pensable que les accords de la politique monétaire se modifient pour des raisons économiques et/ou politiques. Il faut pourtant répondre à deux questions: (1) La théorie économique peut-elle expliquer le changement des systèmes de change que l'on observe? En d'autres mots: quel est le

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

système monétaire optimal d'un point de vue économique? (2) S'il existe un accord de politique monétaire qui est efficace du point de vue économique, s'impose-t-il aussi dans le processus politique national et international ou d'autres facteurs complètement différents décident-ils quel système monétaire sera choisi?

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.23.4.437 | Generated on 2025-07-24 02:59:19
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/