Stabilitätsgerechte Festkurssysteme*

Von Peter Bofinger, Saarbrücken

Die Diskussion über „feste versus flexible Wechselkurse" hat mittlerweile eine etwas unglückliche Schlagseite bekommen. Wenn man liest, was dazu in den letzten Jahren veröffentlicht wurde[1], dann findet man meist eine sehr ausführliche Analyse der jüngeren Erfahrungen mit weltweitem Floating. Demgegenüber kommt in den neueren währungstheoretischen Arbeiten ein zweiter Aspekt jedoch viel zu kurz: Kaum einer der Autoren unterzieht sich der Mühe, beim Vergleich „feste versus flexible Kurse" einmal genauer herauszuarbeiten, was man dabei eigentlich unter „festen Wechselkursen" verstehen soll. Eine sorgfältigere Lektüre zeigt dann, daß die meisten Autoren bei „festen Wechselkursen" stillschweigend von einem Festkurssystem ausgehen, das im wesentlichen dem System von Bretton Woods entspricht. Und damit ist schon vorprogrammiert, welche wirtschaftspolitischen Folgerungen die „herrschende Meinung" der Währungstheoretiker aus ihren Analysen zieht. Man ist sich darin einig, daß derzeit keine gangbare Alternative zu flexiblen Wechselkursen existiert.

In dieser Studie soll ein der gängigen Diskussion genau entgegengesetztes Vorgehen gewählt werden. Es soll hier völlig offen bleiben, ob nun die flexiblen Wechselkurse die Hoffnungen erfüllt haben, die ihre Anhänger anfänglich in sie gesetzt hatten. Stattdessen werde ich mich darauf konzentrieren, verschiedene Formen der institutionellen Ausgestaltung von Festkurssystemen zu präsentieren[2]. Diese sollen unter dem Gesichtspunkt über-

---

* Überarbeitete Fassung eines Vortrages, gehalten anläßlich der 3. Tagung Geld, Banken und Versicherungen, 12. - 14. Dezember 1984 in Karlsruhe. Der Verfasser widmet diesen Beitrag Professor Dr. *Wolfgang Stützel* zu dessen 60. Geburtstag.

[1] So beispielsweise *Rudiger Dornbusch,* Flexible Exchange Rates and Interdependence, IMF Staff Papers, Vol. 30 (1983), No. 1, S. 3 - 30. *Alexander K. Swoboda,* Exchange Rate Regimes and U.S.-European Policy Interdependence, IMF Staff Papers, Vol. 30 (1983), S. 75 - 102. International Monetary Fund, The Exchange Rate System, Occasional Paper No. 30, Washington 1984. *Karl Otto Pöhl,* Die Politik der Bundesbank im Spannungsfeld der nationalen und internationalen Währungspolitik, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 30 vom 12. April 1984, S. 1 - 5.

[2] Auf die Frage, ob solche institutionelle Gegebenheiten wirklich von zentraler Bedeutung sind, möchte ich an dieser Stelle nicht näher eingehen. Skeptisch äußert

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.173 | Generated on 2025-07-14 11:01:02
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

prüft werden, ob allein schon durch das jeweils gewählte institutionelle Arrangement jene Systemdefekte vermieden werden können, die schließlich zum Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods geführt haben. Damit wird es möglich, jene Typen von Festkurssystemen zu ermitteln, die auf jeden Fall stabilitätsgerechter konstruiert sind als das von Bretton Woods. Für den Vergleich „feste versus flexible Kurse" wird damit ein neues Referenzsystem geschaffen. Ob eines dieser stabilitätsgerechten Festkurssysteme eine überlegene Alternative zum gegenwärtigen weltweiten Floating darstellt, das kann im Rahmen dieser Arbeit nicht erörtert werden.

I. Die Systemdefekte von Bretton Woods

1. Das System in seiner Urform

Wenn man institutionelle Regeln für ein Festkurssystem ermitteln will, das bessere Stabilitätseigenschaften aufweist als das von Bretton Woods, dann liegt es nahe, zunächst einen Blick auf die Konstruktionsmerkmale dieses Systems zu werfen. Dabei kommt man zu einem überraschenden Ergebnis: Die Statuten des Systems von Bretton Woods, so wie sie im Jahre 1944 verabschiedet worden sind, erscheinen aus heutiger Sicht als durchaus stabilitätsgerecht. Dies zeigt schon ein Bild auf die damals vereinbarten Interventionsverpflichtungen dieses Systems: Die Mitgliedsländer hatten die Wahl zwischen zwei alternativen Interventionsregeln:

a) Ein Teilnehmerland konnte sich dazu verpflichten, durch Ankauf und Verkauf von Gold gegen seine eigene Währung die mit dem IWF vereinbarte Goldparität seiner Währung konstant zu halten. Diese Interventionsverpflichtung sei als „Gold-Interventionsregel" bezeichnet. Für diese Regel haben sich damals lediglich die Vereinigten Staaten entschieden. Aufgrund der IWF-Statuten[3] waren sie damit von der alternativen Interventionsverpflichtung des Systems befreit.

b) Diese bestand darin, daß sich ein Teilnehmerland, das sich nicht für die Gold-Interventionsregel entschied, zu unbeschränkten Interventionen am

---

sich dazu BHF-Bank, Nostalgie im internationalen Währungssystem nicht angebracht, Wirtschaftsdienst Nr. 1361 vom 29. Oktober 1983, S. 1: „Im Grunde genommen kommt es nämlich nicht so sehr auf ein – noch so ausgeklügeltes – perfektes Währungssystem an, sondern entscheidend darauf, daß sich alle Beteiligten an die geschriebenen und ungeschriebenen Spielregeln halten." Ebenso *Wolfgang Rieke*, Die Verschuldungsprobleme und das internationale Währungssystem, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 111 vom 14. November 1983, S. 6.

[3] Artikel IV, Abschnitt 2 und 4 (b) des Abkommens über den Internationalen Währungsfonds vom 22. 7. 1944. (BGBl II 1952, S. 638 ff.).

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.173 | Generated on 2025-07-14 11:01:02
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Devisenmarkt verpflichten mußte. Diese Interventionsverpflichtung war symmetrisch gebaut:

- Ein Land mußte zum einen dann intervenieren, wenn seine eigene Währung z.B. gegenüber dem Dollar „schwach" war. Das war also eine Verpflichtung zum unbegrenzten Dollar-Verkauf aus eigenen Devisenreserven.
- Ein Land mußte zum anderen aber auch dann am Devisenmarkt intervenieren, wenn seine eigene Währung gegenüber dem Dollar „stark" war. Das war also eine Verpflichtung zum unbegrenzten Dollar-Ankauf durch die Schaffung von eigenem Zentralbankgeld.

Beide Regeln, die Gold-Interventionsregel und die symmetrische Devisen-interventionsregel, ergänzten sich in einer stabilitätsfördernden Weise. Zwar waren die Mitgliedsländer außerhalb der Vereinigten Staaten verpflichtet, in Phasen einer möglichen Dollarschwäche unbegrenzt Dollar-Guthaben anzukaufen. Sie hatten jedoch aufgrund der Goldinterventionsregel, der sich die Vereinigten Staaten unterworfen hatten, jederzeit einen Anspruch auf Goldeinlösung der so erworbenen Dollar-Guthaben – zur Goldparität des US-Dollar von 35 Dollar je Feinunze Gold. Dieser durch die IWF-Statuten verbriefte Anspruch auf Goldeinlösung erwies sich lange Zeit als ausreichend stringent, um die Vereinigten Staaten zu einer Wirtschaftspolitik zu veranlassen, die auch den Interessen der übrigen Teilnehmerländer des Systems gerecht wurde[4].

2. *Das System seit 1967*

Worin lagen dann aber die Ursachen des Scheiterns von Bretton Woods? Wieso konnte es dazu kommen, daß dieses Währungssystem auf ein eindeutiges wirtschaftspolitisches Fehlverhalten des Leitwährungslandes in der zweiten Hälfte der sechziger Jahre[5] schließlich nicht mehr zu einem stabilen Gleichgewicht zurückgefunden hat? Drei Faktoren sind hier zu nennen:

---

[4] So auch *Ronald McKinnon:* An International Standard for Monetary Stabilization, Institute for International Economics, Policy Analysis in International Economics, No. 8, Washington D.C. 1984, S. 8: "Foreign governments infrequent conversions of Treasury securities into gold had no direct impact on the American money supply. Yet, visions of continually dwindling American gold stock kept presidents *Eisenhower, Kennedy*, and even *Johnson* awake at right. This strengthened the conservative bias in American monetary policy toward stabilizing the domestic price level ..."

[5] Zur Diagnose der amerikanischen Wirtschaftspolitik in den Jahren bis 1973 siehe ausführlich *Otmar Emminger,* Deutsche Geld- und Währungspolitik im Spannungsfeld zwischen innerem und äußerem Gleichgewicht (1948 - 1975), in: Deutsche Bun-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.173 | Generated on 2025-07-14 11:01:02
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

a) Schon im März 1967 hatte die Deutsche Bundesbank im Einvernehmen mit der Bundesregierung gegenüber dem Vorsitzenden des Federal Reserve Board erklärt, daß sie von ihrem Recht auf Einlösung ihrer Dollar-Bestände in Gold ab sofort keinen Gebrauch mehr machen werde[6]. Damit war – wohl unter amerikanischem Druck – eine wesentliche Verankerung des Systems von Bretton Woods schon frühzeitig gelockert worden. Erst vier Jahre später (am 15. August 1971) haben dann die Vereinigten Staaten ihre Goldeinlösungsverpflichtung[7] förmlich zurückgenommen. Von nun an fehlte dem Bretton Woods-System eine Verankerung mit etwas, was selbst nicht nur aus Papier besteht.

b) Das frühzeitige Aufweichen und von 1971 an dann das Fehlen dieser wichtigen Verankerung ließ die symmetrische Dollar-Interventionsregel, an die sich die übrigen Teilnehmerländer weiterhin[8] gebunden sahen, zu einem stabilitätsgefährdenden Element dieses Währungssystems werden. Genau genommen war es die in dieser Regel eingebaute Verpflichtung zum unbegrenzten Dollar-Ankauf, die dazu führte, daß von nun an jeder Schwächeanfall des Dollars einherging mit einer nahezu unkontrollierbaren Expansion der Geldbasis in den übrigen Teilnehmerländern, ohne daß die Regeln des Systems einen Druck auf das Leitwährungsland ausgeübt hätten, seine Wirtschaftspolitik auch an außenwirtschaftlichen Erfordernissen zu orientieren.

c) Hinzu trat noch eine Besonderheit in der Interventionspolitik der Notenbanken mit damals „starken" Währungen, wie z.B. der Deutschen Bundesbank: Diese Notenbanken legten die durch die Dollar-Ankaufs-Verpflichtung erworbenen Dollar-Zentralbank-Guthaben sofort wieder in US-Schatzwechseln an. Damit betrieben diese ausländischen Notenbanken gleichsam eine expansive Offenmarktpolitik[9] in den Vereinigten Staaten: Denn nachdem die US-Geldbasis durch einen Dollar-Ankauf z.B. der Bun-

---

desbank (Hrsg.), Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876 - 1975, S. 485 - 554. Hier insbesondere S. 543ff.

[6] Ein entsprechendes Schreiben der Deutschen Bundesbank an das Federal Reserve Board und ein zustimmendes Schreiben der Bundesregierung sind abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 34 vom 12. Mai 1967, S. 3f.

[7] Diese Zusage hatte der US-Secretary of the Treasury in einem Schreiben vom 20. Mai 1949 an den Managing Director des IWF gegeben. So berichtet *Margaret Garritsen de Vries,* The International Monetary Fund 1966 - 71, The System under Stress, Vol. I; Narrative, Washington 1976, S. 530.

[8] Dies gilt nicht für die Zeiträume vom 30. 9. bis 24. 10. 1969 und vom 10. 5. bis 17. 12. 1971, in denen die DM gegenüber dem Dollar frei floatete.

[9] So z.B. auch *Alexander K. Swoboda,* Gold, Dollars, Euro-Dollars, and the World Money Stock under Fixed Exchange Rates, American Economic Review, Vol. 68 (1978), No. 4, S. 635.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.173 | Generated on 2025-07-14 11:01:02
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

desbank ceteris paribus vermindert worden ist[10], führte der anschließende Verkauf dieser Dollar-Zentralbank-Guthaben gegen US-Schatzwechsel dazu, daß die US-Geldbasis wieder das Niveau erreichte, das sie vor der gesamten Intervention innehatte. Diese expansive US-Offenmarktpolitik der Deutschen Bundesbank führte per Saldo dazu, daß ihre Devisenmarktinterventionen die Geldbasis in der Bundesrepublik Deutschland erhöhten, die Geldbasis in den Vereinigten Staaten jedoch unverändert ließen, so daß die Geldbasis in der Welt mit jeder Dollar-ankaufenden Intervention der Bundesbank für sich genommen erhöht wurde. Mit anderen Worten: Die Devisen-Anlagepolitik der Deutschen Bundesbank – und anderer Notenbanken – trug dazu bei, daß es in den Vereinigten Staaten nicht zu einer „unsterilisierten", sondern lediglich zu einer sehr viel weniger effizienten „sterilisierten" Intervention kam[11].

Faßt man die unter a) bis c) beschriebenen Defekte des Systems von Bretton Woods in seiner Spätphase zusammen, dann zeigt sich, daß dieser Typ eines Festkurssystems so funktionierte, daß jeder Schwächeanfall des Dollar (oder wie es heute heißt: jede Form von direkter oder indirekter „Currency Substitution")[12] dazu führte, daß die Geldbasis in den Mitgliedslän-

---

[10] Siehe hierzu ausführlich *Anatol E. Balbach,* The Mechanics of Intervention in Exchange Markets, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, February 1978, insbesondere S. 3. Damit der Ankauf von Dollar-Guthaben bei amerikanischen Geschäftsbanken durch die Deutsche Bundesbank auch zu einer Verminderung der US-Geldbasis führt, muß man von der (sehr realistischen) Annahme ausgehen, daß die Bundesbank ihre Dollar-Guthaben ausschließlich bei der Federal Reserve hält. Sie wird dann also die im Zuge von Interventionen erworbenen Guthaben bei US-Geschäftsbanken sofort in Guthaben bei der Federal-Reserve konvertieren.

[11] Sehr plastisch wird das geschildert bei *Wolfgang Stützel,* Über unsere Währungsverfassung (Walter Eucken-Institut, Vorträge und Aufsätze, Nr. 45), Tübingen 1975, S. 22f. Siehe dazu auch den „Bericht der Arbeitsgruppe über Interventionen an den Devisenmärkten" („Jurgensen-Report"), abgedruckt in deutscher Übersetzung in: Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken, Hrsg.: *W. Ehrlicher* und *R. Richter,* (Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F. 139), Berlin 1984, S. 81 - 113, hier insbesondere S. 99f.: „Die Mitglieder der Arbeitsgruppe waren sich im großen und ganzen einig, daß bei anhaltenden Spannungen am Markt neutralisierte Interventionen allein offenbar kein wirksames Instrument waren. Die Simulationsergebnisse, die aus der auf kleine ökonometrische Modelle gestützten Untersuchung abgeleitet wurden, bestätigten vielmehr, daß der Einfluß neutralisierter Interventionen viel geringer war als der von Interventionen, die sich unmittelbar auf die monetären Verbindlichkeiten der Behörden (d.h.: auf die monetäre Basis) auswirken konnten (nicht-neutralisierte Interventionen)."

[12] Von „direkter Currency-Substitution" spricht man, wenn Wirtschaftssubjekte ihren Bestand an Zahlungsmitteln auf verschiedene Währungen aufteilen. In die Geldnachfrage der betreffenden Wirtschaftssubjekte geht dann also – neben dem inländischen Transaktionsvolumen und dem inländischen Vermögen – nicht nur der inländische Zinssatz, als Opportunitätskosten der Kassenhaltung, ein, sondern auch

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.173 | Generated on 2025-07-14 11:01:02
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

dern mit „starker" Währung nahezu unkontrollierbar ausgeweitet wurde, ohne daß es allein schon durch den Dollar-Ankauf dieser Länder zu einer unmittelbaren Verminderung der US-Geldbasis gekommen wäre. Und auch auf längere Sicht wurde durch die Mechanismen des Festkurssystems keinerlei Anpassungsdruck auf das Leitwährungsland ausgeübt, durch den es gezwungen worden wäre, seine Wirtschaftspolitik wieder auf Stabilitätskurs zu bringen, so daß schließlich jede Dollar-Schwäche die Weltgeldmenge nicht nur kurzfristig, sondern auch nachhaltig erhöhte.

II. Ähnliche Probleme beim Floating

Es erscheint fast als eine Ironie, daß der Befund, der hier als eine pathologische Entwicklung des ursprünglichen Bretton Woods-Systems geschildert worden ist, auch in der darauffolgenden Phase des „managed floating" beobachtet werden konnte. *Ronald McKinnon* hat in den letzten Jahren wiederholt darauf hingewiesen, daß im System des „Floating" eine Schwäche des Dollar weiterhin zu einer Überexpansion der „Weltgeldmenge" geführt hat – mit deutlich erkennbaren Auswirkungen auf die Weltinflationsrate (siehe Tabelle)[13].

In der Tat haben sich die Notenbanken der wichtigsten Reservewährungsländer, als es dann auch im System flexibler Wechselkurse in den Jahren 1977/78 zu einer gravierenden Dollar-Schwäche gekommen war, nicht wesentlich anders verhalten als zu Zeiten des Systems von Bretton Woods: Wiederum verhielten sich die Vereinigten Staaten lange Zeit völlig passiv. Wiederum kauften die Notenbanken der Schweiz, Japans und der Bundesrepublik Deutschland in großem Umfang Dollar-Guthaben an und ließen somit eine erhebliche Überschreitung ihrer Geldmengenziele zu. Wiederum sorgten die Notenbanken der Länder mit „starker" Währung durch die

---

noch der Zinssatz des „Auslandes" und die erwartete Wechselkursänderung der heimischen Währung gegenüber der ausländischen Währung, als Opportunitätskosten für das Halten heimischer Zahlungsmittel anstelle ausländischer Zahlungsmittel. Von „indirekter Currency-Substitution" kann man in Anlehnung an *Ronald McKinnon,* a.a.O., S. 30ff., sprechen, wenn Wirtschaftssubjekte lediglich ihren Bestand an „bonds" auf verschiedene Währungen aufteilen. Zu indirekter Currency-Substitution kommt es dann, wenn diese Wirtschaftssubjekte aufgrund exogener Faktoren ihren Bonds-Bestand umstrukturieren. Dies führt zu Veränderungen der Zinssätze der betroffenen Währungen. Da diese Zinssätze in der Geldnachfragefunktion aller Wirtschaftssubjekte enthalten sind, kommt es auf diesem Wege zu Veränderungen in dem von diesen Wirtschaftssubjekten geplanten Bestand an Zahlungsmitteln. Dies bezeichnet *McKinnon* als „Indirect Currency Substitution".

[13] *Ronald McKinnon,* a.a.O., S. 35ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.173 | Generated on 2025-07-14 11:01:02
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Entwicklung der Geldmenge M1 von 1965 bis 1983
(jährliche Zuwachsrate in v. H.)

	USA	Japan	Bundesrepublik Deutschland	Industrieländer
1965	4,1	17,0	9,5	6,8
1966	4,6	16,9	4,5	6,3
1967	4,2	13,5	3,2	5,5
1968	7,5	14,6	8,3	8,0
1969	5,2	18,4	8,5	6,8
1970	3,5	18,3	6,8	6,0
1971	6,8	25,5	12,3	11,2
1972	7,3	22,1	13,7	11,9
1973	6,8	26,1	5,0[a)]	10,6
1974	4,4	13,1	6,1	7,6
1975	4,5	10,3	14,1	9,1
1976	5,1	14,2	10,0	10,2
1977	7,2	7,0	8,1	8,8
1978	7,3	10,8	13,5	10,9
1979	9,3	9,9	7,2	10,2
1980	9,1	0,8	2,4	6,6
1981	5,1	3,7	0,9	6,0
1982	4,8	7,1	3,2	6,7
1983	8,8	3,0	10,3	9,4

Quelle: International Financial Statistics, Yearbook 1984, S. 76 - 77.
a) Der Jahresdurchschnittswert gibt hier ein ungenaues Bild über die Entwicklung im Jahresverlauf 1973. Im I. Quartal 1973 lag die Geldmenge M1 noch um 14 v. H. über dem Niveau des I. Quartals 1972. Erst vom 2. Quartal 1973 an setzte in der Bundesrepublik eine stark monetäre Dezeleration ein.

Anlage ihrer so erworbenen Devisenguthaben dafür, daß die Auswirkungen ihrer Interventionen auf die US-Geldbasis sofort sterilisiert wurden.

Und genau umgekehrt kam es in der Phase der Dollar-Erholung, die 1980 einsetzte, dazu, daß die Weltgeldmenge zeitweise deutlich schwächer expandierte, als dies für ein friktionsfreies Wachstum der Weltwirtschaft erforderlich gewesen wäre:

- Die Deutsche Bundesbank und die Bank von Japan intervenierten massiv, um den Kursauftrieb des Dollar gegenüber ihren Währungen in Grenzen zu halten. Im Zuge dieser Interventionen kam es dazu, daß die Geldmengenexpansion sowohl in Japan als auch in der Bundesrepublik drastisch eingeschränkt wurde. Diese Entwicklung war in Anbetracht der Schwäche von Yen und DM durchaus angemessen.
- Gleichzeitig betrieben die amerikanischen Währungsbehörden jedoch ebenfalls eine Politik der monetären Restriktion. Diese läßt sich zwar unter rein nationalen wirtschaftspolitischen Gesichtspunkten rechtfertigen. Vor dem Hintergrund der Dollar-Stärke der Jahre seit 1980 erscheint

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.173 | Generated on 2025-07-14 11:01:02
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

die amerikanische Geldpolitik im Zeitraum 1981/82 jedoch als zu restriktiv, denn es kam dadurch zu einer drastischen Dezeleration des Geldmengenwachstums in den Industrieländern im ganzen.

III. Mindestanforderungen an ein stabilitätsgerechtes Festkurssystem

Was kann man aus diesen Erfahrungen – sowohl mit dem System von Bretton Woods als auch mit dem System des Floating – lernen, wenn man sich heute mit der Frage auseinandersetzt, wie ein stabilitätsgerechteres Festkurssystem zu konzipieren wäre? An ein solches System wären zwei Mindestanforderungen zu stellen:

1. Auf kurze Sicht sollten die Interventionsregeln im weiteren Sinne (also einschließlich der Devisenanlage- und Finanzierungsregeln) so ausgestaltet sein, daß durch Interventionen ceteris paribus die Geldbasis in den beteiligten Ländern in der Summe zumindest nicht zunimmt. Dies ist am ehesten dann gewährleistet, wenn es allein durch die Interventionsregeln ganz automatisch dazu kommt, daß in allen beteiligten Ländern die Auswirkungen der Interventionen in bezug auf die Geldbasis nicht „sterilisiert" werden. Das sei als Kriterium I bezeichnet.
2. Auf längere Sicht muß ein Festkurssystem über Regeln verfügen, die zum einen dafür sorgen, daß jedes Teilnehmerland, das einen weniger stabilitätsgerechten Kurs eingeschlagen hat als die übrigen Länder, gezwungen ist, sich an die Länder mit stabilitätsgerechter Politik anzupassen. Dies muß in besonderem Maße für das Leitwährungsland gelten. Die Regeln müssen also zum einen so ausgestaltet sein, daß es nicht zu einer inflationären Zunahme der Weltgeldbasis kommen kann. Zum anderen muß durch die Regeln des Systems gewährleistet sein, daß ein deflationärer Druck auf die Weltwirtschaft im ganzen[14] vermieden wird. Beides zusammen sei als Kriterium II bezeichnet.

---

[14] Dabei kann und sollte jedoch nicht ausgeschlossen werden, daß durch die Regeln des Systems temporär auch einmal ein deflationärer Druck für ein einzelnes Land ausgeübt wird. Dies wäre z. B. dann erforderlich, wenn ein Teilnehmerland zuvor eine inflationäre Politik betrieben hat und nun wieder an den Stabilitätsdurchschnitt der übrigen Länder angepaßt werden soll. Anderer Meinung ist *Armin Gutowski,* Internationale Währungsordnung und wirtschaftliche Entwicklung, Referat für die Tagung des Vereins für Socialpolitik 1984, noch unveröff. Manuskript, S. 21: „Es darf nicht möglich sein, daß ein Land (oder mehrere Länder oder gar die ganze Welt) infolge der Konstruktion des Weltwährungssystems zu einer deflatorischen Politik gezwungen wird."

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.173 | Generated on 2025-07-14 11:01:02
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

IV. Konstruktionsmerkmale stabilitätsgerechter Festkurssysteme

1. Währungsreserven nicht mehr am Markt anlegen

Wenn man gewährleisten will, daß bei einem Festkurssystem das Kriterium I erfüllt wird, dann müßte man eine neue Devisen-Anlagepolitik fordern. Diese würde darauf hinauslaufen, daß Notenbanken die im Zuge von Interventionen erworbenen Devisenreserven nicht mehr wie bisher am Markt anlegen, sondern direkt bei der Notenbank des Landes, auf dessen Währung die Devisen lauten. Dieser Vorschlag setzte allerdings voraus, daß Notenbanken für Einlagen ausländischer Notenbanken eine marktübliche Verzinsung bieten. Ein so ausgestaltetes Festkurssystem würde dem Kriterium I voll entsprechen:

- In der Phase eines schwachen Dollar würde allein schon durch den Ankauf von Dollar-Guthaben von seiten ausländischer Notenbanken die Geldbasis in den Vereinigten Staaten abnehmen. Bei der bisherigen Anlagepolitik wäre die US-Geldbasis konstant geblieben. Die Auswirkungen der Intervention wären „sterilisiert" worden.
- In der Phase eines starken Dollar würde allein schon durch den Verkauf von US-Zentralbankguthaben von seiten ausländischer Notenbanken die Geldbasis in den Vereinigten Staaten zunehmen. Bei der bisherigen Anlagepolitik wäre die US-Geldbasis konstant geblieben[15].

Im ganzen sorgte diese spezielle Anlageform für Währungsreserven dafür, daß es – anders als im System von Bretton Woods – nun auch im Leitwährungsland stets zu unsterilisierten Interventionen kommt.

Für alle im folgenden angesprochenen Festkurssysteme soll nun davon ausgegangen werden, daß diese spezielle Anlageform von Devisenreserven gewährleistet sei. Das Kriterium I ist somit bei allen Festkurssystemen, die im weiteren angesprochen werden, annahmegemäß erfüllt.

2. Ein Negativ-Beispiel: Asymmetrische Interventionsverpflichtungen am Devisen-Ankaufspunkt

Um zu demonstrieren, daß diese Anlageform für ein stabilitätsgerechtes Festkurssystem noch keineswegs ausreichend ist, sei nun der Typ eines Fest-

[15] So auch *Rolf Hasse,* Multiple Währungsreserven, Stuttgart 1984, S. 231: „Eine Lösung (um ein inflatorisches Hochschaukeln in einem Multi-Devisenreserve-Standard zu vermeiden; P.B.) ist darin zu finden, daß die Devisenreserven prinzipiell bei Zentralbanken gehalten werden. Dadurch wird sichergestellt, daß mindestens im Gläubiger- und Schuldnerland spiegelbildliche symmetrische Geldmengenänderungen auftreten". Ebenso *Ronald McKinnon,* a.a.O., S. 77.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.173 | Generated on 2025-07-14 11:01:02
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

kurssystems präsentiert, der – neben anderen – in einer kürzlich erschienenen Schrift von *Rolf Hasse* über „Multiple Devisenreserven" entwickelt worden ist. Das von *Hasse* konzipierte Festkurssystem – mit der Bezeichnung „Multi-Devisenreserve-Standard" – zeichnet sich dadurch aus, daß Notenbanken von Gläubigerländern an Notenbanken von Defizitländern unbefristete Interventionskredite vergeben[16]. Ein solches Festkurssystem könnte man also so ausgestalten, daß ausschließlich die – wie *Hasse* es bezeichnet – „Überschußländer" zu Devisenmarktinterventionen verpflichtet werden[17]. In der hier verwendeten Terminologie wäre das als eine asymmetrische Interventionsverpflichtung anzusehen, und zwar ausschließlich am Devisen-Ankaufspunkt. In einem solchen System könnte man zwar durch die genannte Devisen-Anlage-Regel dafür sorgen, daß es auf kurze Sicht auch bei einer asymmetrischen Interventionsverpflichtung der Länder mit „starker" Währung zu symmetrischen Liquiditätseffekten, d.h. also zu unsterilisierten Auswirkungen von Interventionen kommt. Die Stabilitätsprobleme eines solchen Festkurssystems werden erst in längerfristiger Perspektive deutlich: Für die „Defizitländer" würde sich keinerlei Anpassungsverpflichtung an die Wirtschaftspolitik der „Überschußländer" ergeben. Ein Festkurssystem mit asymmetrischer Interventionsverpflichtung am Devisen-Ankaufspunkt zeichnet sich also durch einen starken inflationären „bias" aus. Diese Gefahr sieht auch *Hasse:* „Was würde ein Annahmezwang für Fremdwährungen bei festen Wechselkursen unter diesen Umständen bedeuten? Auch bei einer Anlage der Devisenreserven nur bei Zentralbanken könnten die solideren Währungen durch Zahlungsbilanzüberschüsse inflationiert werden. Diese Geldmengenverringerung in den Defizitländern als Folge der Zahlungsbilanzinterventionen könnte durch eine ständig expansive Geldmengenpolitik der Inflationsländer überkompensiert werden, so daß permanente Liquiditätseffekte entstehen würden"[18].

Fazit: Ein Festkurssystem mit asymmetrischer Interventionsverpflichtung am Devisen-Ankaufspunkt ist für sich genommen nicht stabilitätsgerecht. Man könnte nun zwar durch Saldenausgleichsvorschriften versuchen, auch ein solches System stabilitätsgerecht auszugestalten. *Hasse* beispiels-

---

[16] *Rolf Hasse,* a.a.O., S. 249.

[17] *Rolf Hasse,* a.a.O., S. 184: „In der Übergangsphase kann das Ansammeln von Devisenreserven über den Markt durch mehrere Regeln erleichtert werden. Entweder intervenieren nur die Überschußländer. Oder es intervenieren die Defizitländer allein, und sie bieten am Devisenmarkt nur Fremdwährungen an, die sie in Form von Nostro-Krediten von der Gläubiger-Zentralbank erhalten haben. Oder es intervenieren die Zentralbanken des Überschuß- und des Defizitlandes gleichzeitig, wobei ebenfalls die Finanzierung der Interventionen der Schuldner-Zentralbank über einen Nostro-Kredit der Gläubiger-Zentralbank erfolgt."

[18] *Rolf Hasse,* a.a.O., S. 236.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.173 | Generated on 2025-07-14 11:01:02
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

weise schlägt dafür einen „teilweisen Saldenausgleich" vor[19], ohne daß er dabei näher erläutert, wie dieser zu praktizieren sei. Sinnvoller erscheint es jedoch, allein schon durch die Interventionsregeln dafür zu sorgen, daß Teilnehmerländer mit inflationärer Politik einem klar erkennbaren Anpassungsdruck ausgesetzt werden. Dieser Anforderung wird Hasses „Multi-Devisenreserve-Standard" nicht gerecht. Er erfüllt damit das Kriterium II entweder überhaupt nicht, oder aber bei „teilweisem Saldenausgleich" nur eingeschränkt.

3. *Symmetrische Interventionsverpflichtungen*

Von *Karl Brunner*[20] und *Jürg Niehans*[21] ist in letzter Zeit der Vorschlag unterbreitet worden, wieder zu einem Festkurssystem zurückzukehren, bei dem Länder außerhalb der Vereinigten Staaten eine symmetrische Dollar-Interventionsverpflichtung für ihre nationalen Währungen übernehmen. Brunner sieht keine Interventionsverpflichtungen für die Vereinigten Staaten vor. Sie sollten sich jedoch dazu verpflichten, eine inflationsfreie Wachstumsrate für die Dollar-Geldmenge zu verfolgen. Bei dem von Brunner angestrebten „Club of Financial Stability" bestünde gegenüber dem Bretton Woods-System in seiner Spätphase (und auch gegenüber dem Floating-System) lediglich der Unterschied, daß die Vereinigten Staaten eine bestimmte Wachstumsrate der Dollar-Geldmenge verbindlich anstreben. In einem solchen Festkurssystem müßte man jedoch weiterhin damit rechnen,

- daß die Weltgeldmenge in der Phase einer Dollar-Schwäche stärker zunimmt als dies stabilitätsgerecht wäre. (Aufgrund der Verpflichtung

---

[19] *Rolf Hasse,* a.a.O., S. 232.

[20] *Karl Brunner,* Monetary Policy and Monetary Order, Außenwirtschaft, 39. Jg. (1984), S. 187 - 206. Hier S. 205: "A decisive contribution to an international monetary order can only be made by a leading nation like the USA. Once this nation commits itself to a monetary order of a constant (non-inflationary) monetary growth and a corresponding fiscal order the attractiveness of the dollar on the world market increases. The U.S. government should then invite all nations to join a 'Club of Financial Stability'. Nations acquire membership simply py pegging their currency to the dollar and accepting the monetary order defined by the USA. This arrangement allows a clear assignment of political responsibilities. The USA are responsible for the reliable maintenance of the monetary and fiscal order. The other members are responsible for their respective pegging decisions and their domestic order corresponding to the U.S. order."

[21] In ähnlichem Sinne: *Jürg Niehans,* Währungspolitik: Stabiler Schutthaufen, Wirtschaftswoche, Nr. 34 vom 17. 8. 1984, S. 62: „In einer Welt ohne Phillips-Illusion, bei langfristig stabilen Preisen, wären feste Wechselkurse optimal; ein Festkurssystem in der Art dessen von Bretton Woods könnte sich in diesem Fall durchaus bewähren."

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.173 | Generated on 2025-07-14 11:01:02
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

zum Dollar-Ankauf würde die Geldmenge der Länder außerhalb der Vereinigten Staaten stärker zunehmen als für ein inflationsfreies Potentialwachstum erforderlich, ohne daß es zu einer Kompensation bei der Dollar-Geldmenge kommen würde.)

- daß die Weltgeldmenge in der Phase einer Dollar-Stärke schwächer zunimmt als dies stabilitätsgerecht wäre. (Aufgrund der Verpflichtung zum Dollar-Verkauf würde die Geldmenge der Länder außerhalb der USA nur schwächer zunehmen als dies von den jeweiligen nationalen Erfordernissen berechtigt wäre.)

Damit wird das hier aufgestellte Kriterium II bei einem Festkurssystem mit symmetrischer Interventionsverpflichtung der Nicht-Leitwährungsländer nicht erfüllt.

4. *Symmetrische Interventionsverpflichtungen verbunden mit einer Steuerung der Weltgeldmenge*

Ein Festkurssystem mit symmetrischen Interventionsverpflichtungen ist für die weitere Zukunft auch von *Ronald McKinnon* vorgeschlagen worden[22]. Allerdings beschränkt er den Kreis der Teilnehmerländer für den Anfang auf die Vereinigten Staaten, Japan und die Bundesrepublik Deutschland. Zu symmetrischen Devisenmarkt-Interventionen sollten lediglich die Bank von Japan und die Deutsche Bundesbank verpflichtet sein. Das Federal Reserve System solle sich am Devisenmarkt völlig passiv verhalten. Die im Zuge von Interventionen erworbenen Devisenreserven sollten ausschließlich als verzinsliche Einlagen bei den anderen Teilnehmer-Notenbanken gehalten werden.

McKinnons Vorschlag unterscheidet sich von *Brunners* Plan vor allem dadurch, daß die Vereinigten Staaten ihr Geldmengenziel nicht mehr allein unter nationalen Gesichtspunkten verfolgen sollten. Statt dessen sollten die beteiligten drei Notenbanken auf der Grundlage ihrer nationalen Geldmengenziele eine Zielgröße für die „Weltgeldmenge" (M1) fixieren und ihre nationale Geldmengenpolitik so ausgestalten, daß diese Zielgröße auch eingehalten wird.

Treten bei den Anlegern in der Welt starke Verschiebungen ihrer Währungs-Präferenzen auf, kommt es also zu „currency substitution", dann haben sich die Teilnehmer-Notenbanken wie folgt zu verhalten:

---

[22] *Ronald F. McKinnon,* a.a.O., S. 76ff. *McKinnon* sieht in einem Festkurssystem erst die zweite Stufe seines Plans. Als erste Stufe strebt er ein System mit unverbindlicheren „Zielzonen" an. Siehe dazu *McKinnon,* a.a.O., S. 71ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.173 | Generated on 2025-07-14 11:01:02
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

- Die Notenbank des Landes mit schwacher Währung muß von ihrem nationalen Geldmengenziel nach unten abweichen.
- Die Notenbank des Landes mit starker Währung muß von ihrem nationalen Geldmengenziel nach oben abweichen.
- Beide Notenbanken haben dafür Sorge zu tragen, daß die Weltgeldmenge in Kontakt mit der dafür gemeinsam festgelegten Zielvorgabe bleibt.

Auf den ersten Blick scheint ein so konzipiertes Festkurssystem beide Kriterien zu erfüllen, die man an ein stabilitätsgerechtes Festkurssystem zu stellen hat. Die Probleme des Vorschlags liegen jedoch weniger in seiner Konzeption als vielmehr in der wirtschaftspolitischen Durchführung:

Man denke beispielsweise an eine Situation der Dollar-Schwäche. Die Vereinigten Staaten müßten dann von ihrem festgelegten Dollar-Geldmengenziel nach unten abweichen. Das wäre nur dann ein problemloses Unterfangen, wenn für alle Beteiligten gleichermaßen erkennbar wäre, wie stark die erforderliche Abweichung vom Zielpfad auszufallen hat[23]. Probleme könnten auch auftreten, wenn sich die Mitgliedsländer nicht darüber einigen könnten, ob ein bestimmtes beispielsweise zu hohes Niveau der US-Geldbasis nicht möglicherweise allein aufgrund temporärer Zufallsfaktoren eingetreten ist, so daß sich die Vereinigten Staaten dann zu einem konkreten Zeitpunkt nicht zu einer Verminderung ihrer Geldmengenexpansion veranlaßt sehen könnten. *McKinnons* System lädt also dazu ein, daß Schwachwährungsländer nach Gründen suchen, die eine unter internationalen Gesichtspunkten zu hohe Geldmengenexpansion rechtfertigen. Wer sich einmal der diagnostischen Arbeit unterzogen hat, ex post die Geldmengenexpansion eines Landes zu beurteilen, der weiß, daß hier ein beträchtliches Exkulpationspotential besteht. Man denke beispielsweise an Innovationen im Geld- und Kreditverkehr oder an von außen kommende Preisschocks, wie die beiden Ölkrisen.

---

[23] Man könnte diesem wirtschaftspolitischen Problem auch dadurch nicht entgehen, daß die Teilnehmernotenbanken anstelle von Zielvorgaben für ihre nationalen Geldmengen zu Zielvorgaben für die heimische Kreditexpansion übergehen. Solange eine Volkswirtschaft keinerlei Kapitalverkehrsbeschränkungen kennt, ist es für die Wirtschaftssubjekte jederzeit möglich, sich im Ausland zu verschulden und die so erworbenen Guthaben bei inländischen Banken gegen inländische Sichtguthaben zu tauschen. Die heimische Kreditexpansion (genauer: die Nettoforderungsposition des gesamten inländischen Bankensystems gegenüber privaten Inländern) würde dabei überhaupt nicht verändert werden. Eine Zielvorgabe für die heimische Kreditexpansion würde also keine Verbesserung von *McKinnons* Plan darstellen. Einen entsprechenden Vorschlag findet man bei *Franco Spinelli,* Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, and the Case for International Monetary Cooperation, IMF Staff Papers, Vol. 3 (1983), S. 78.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.173 | Generated on 2025-07-14 11:01:02
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Soll *McKinnons* System praktikabel funktionieren, dann dürfte es wohl unumgänglich sein, daß die Teilnehmerländer eine gemeinsame Schiedsstelle einrichten, der sie sich dann im Konfliktfall unterwerfen müßten. Einer solchen Schiedsstelle käme dann gleichsam die Funktion einer Weltzentralbank zu.

5. Der „gehärtete Devisenstandard" – Ein Festkurssystem mit asymmetrischer Interventionsverpflichtung am Devisen-Verkaufspunkt

Im Jahr 1966 hat der Sachverständigenrat ein Festkurssystem entwickelt, daß dazu beitragen sollte, „daß die Teilnehmerländer im Falle eines Konflikts zwischen Vollbeschäftigung, Preisniveaustabilität und freier Lohnbildung eher auf die freie Lohnbildung oder Vollbeschäftigung verzichten als auf die Stabilität des Preisniveaus. (...)[24] Das System zeichnet sich durch folgende Regeln aus:

1. Jedes Teilnehmerland muß vorbehaltlos auf das Recht zur Abwertung seiner eigenen Währung gegenüber anderen verzichten, und zwar mit privatrechtlicher Wirkung gegenüber allen Inhabern seiner Währung. Jedes Teilnehmerland muß also den Inhabern seiner Banknoten (und Zentralbankguthaben) versprechen, diese jederzeit zu fest vorgegebenen Kursen gegen Devisen einzulösen.
2. Jedes Teilnehmerland muß auf jede Form von Kapitalverkehrsbeschränkungen verzichten.
3. Beistandskredite in der bisher üblichen Form dürfen sich die Teilnehmerländer untereinander nicht mehr gewähren.

Der „gehärtete Devisenstandard" unterscheidet sich vom Bretton Woods-System vor allem darin, daß er nicht mit einer symmetrischen, sondern mit einer asymmetrischen Interventionsverpflichtung, und zwar ausschließlich am Devisen-Verkaufspunkt ausgestattet ist. Die für ein Festkurssystem ohne Goldverankerung stabilitätsgefährdende Verpflichtung zum unbegrenzten Devisen-Ankauf fehlt im System des „gehärteten Devisenstandards". Aus der Logik der asymmetrischen Interventionsverpflichtung am Devisen-Verkaufspunkt ergibt sich, daß nun auch das Leitwährungsland Vereinigte Staaten verpflichtet ist, in der Phase einer Dollar-Schwäche Devisen aus eigenen Reserven zu verkaufen und dafür Dollar-Bestände aus dem Markt zu nehmen.

Damit entspricht das System des „gehärteten Devisenstandards" weitgehend einem Vorschlag, wie er bereits im Jahre 1963 von *Friedrich A. Lutz*

---

[24] Sachverständigenrat, Jahresgutachten 1966/67, Tz. 259.ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.173 | Generated on 2025-07-14 11:01:02
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

entwickelt worden ist. Lutz hielt es für einen „Multiple-Currency-Standard", wie er es nennt, wesentlich, daß kein Land gezwungen sei, gegen seinen Willen Währungsreserven anzuhäufen[25].

Wie ist nun der „gehärtete Devisenstandard" vor dem Hintergrund der genannten Prüfkriterien zu beurteilen. Damit Interventionen in diesem Festkurssystem stets als unsterilisierte Interventionen erfolgen, wäre es auch hier ratsam, daß Notenbanken ihre Währungsreserven bei ausländischen Notenbanken anlegen. Damit würde ein System des gehärteten Devisenstandards das Kriterium I erfüllen. Insoweit unterscheidet sich dieses System nicht einmal von einem inflationären Festkurssystem wie dem „Multi-Devisenreserve-Standard" von *Hasse,* bei dem zwar ebenfalls eine asymmetrische Interventionsverpflichtung besteht, jedoch nicht am Devisen-Verkaufs- sondern am Devisen-Ankaufspunkt: Denn, ob eine unsterilisierte Intervention dadurch zustande kommt,

- daß die Bundesbank wie bisher Dollar-Guthaben ankauft und diese jedoch anders als bisher bei der Federal Reserve anlegt, oder aber dadurch,
- daß die amerikanischen Währungsbehörden aus – noch aufzubauenden – DM-Guthaben bei der Deutschen Bundesbank Dollarbestände aus dem Markt nehmen,

das ist sowohl für das Volumen als auch für die Struktur der „Weltgeldmenge" (diese sei definiert als die Summe der Geldmengen M1 aller Teilnehmerländer) völlig unerheblich. Beurteilt man also den „gehärteten Devisenstandard" vor dem Hintergrund der kurzfristigen Primäreffekte von Interventionen auf die Geldmengen, dann unterscheidet er sich nicht von Festkurssystemen mit ganz anderen Interventionsverpflichtungen.

Die Stabilitätseigenschaften des „gehärteten Devisenstandards" werden erst deutlich, wenn man ihn unter dem Kriterium II betrachtet. Hier zeigt sich der auf mittlere und längere Frist sehr wesentliche Unterschied,

- daß die Bundesbank in einem Festkurssystem mit asymmetrischer Interventionsverpflichtung am Devisen-Ankaufspunkt möglicherweise nahezu unbegrenzt Dollarbestände ankaufen muß,

[25] *Friedrich A. Lutz:* The Problem of International Liquidity and the Multiple-Currency-Standard, Essays in International Finance, No. 41, Princeton 1963, S. 13: "If, for instance, a surplus of German marks came into the foreign-exchange markets, and no country wanted to hold additional marks, the mark would fall to the point where the German authorities had to support it by selling foreign exchange ... In any case, however, it is Germany's balances abroad that would decline and not other countries' balances in Germany that would increase. And this decline in her reserves would be a salutary warning that other countries were not willing to finance her deficit."

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.173 | Generated on 2025-07-14 11:01:02
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

– während die US-Währungsbehörden in einem Festkurssystem mit asymmetrischer Interventionsverpflichtung am Devisen-Verkaufspunkt nur begrenzt in der Lage wären, eigene Devisenreserven gegen Dollarguthaben abzugeben.

Mit anderen Worten: Ein Festkurssystem mit asymmetrischer Interventionsverpflichtung am Devisen-Ankaufspunkt (oder auch ein Festkurssystem à la Bretton Woods in seiner Spätphase) verfügt über keinerlei Regelmechanismen, mit denen ein stabilitätsschwaches Land zur Anpassung an die stabilitätsbewußteren Länder gezwungen werden kann. Demgegenüber würde in einem System des gehärteten Devisenstandards ein für alle Länder gleichermaßen fühlbarer Stabilitätsdruck ausgeübt werden. Konkret: Sollten sich die Vereinigten Staaten an einem solchen Festkurssystem beteiligen, dann würden sie eine Schwäche des Dollar wegen der Begrenztheit ihrer Devisenreserven schon frühzeitig zum Anlaß nehmen, ihre Wirtschaftspolitik entsprechend anzupassen. Das Kriterium II würde also insoweit uneingeschränkt erfüllt werden[26].

Wie ist nun das System des gehärteten Devisenstandards zu beurteilen, wenn man es mit *McKinnons* Vorschlag vergleicht? Zum einen wird deutlich, daß der „gehärtete Devisenstandard" über keinerlei Vorkehrungen verfügt, die dazu beitragen, daß es neben der Stabilisierung der Wechselkurse auch zu einer „angemessenen" Zuwachsrate der Weltgeldbasis kommt. Das Risiko des Systems besteht in seinem deflationären „bias", auf den schon der Sachverständigenrat 1966 hingewiesen hat[27]. Dieses Risiko könne man wohl nur dann in Grenzen halten, wenn man – in ähnlicher Weise wie von McKinnon vorgeschlagen – dafür Sorge tragen würde, daß die Summe der Geldbasis aller Teilnehmerländer eine einigermaßen konstante Zuwachs-

---

[26] Man könnte an dieser Stelle einwenden, daß die US-Devisenreserven viel zu begrenzt seien, um eine glaubhafte Interventionsverpflichtung für den Fall einer Dollarschwäche zu begründen. Wenn das Federal Reserve System jedoch bereit ist, die Liquiditätswirkungen von unsterilisierten Interventionen hinzunehmen, dann dürften schon vergleichsweise geringe Veränderungen der Dollar-Geldbasis ausreichen, um den Dollar-Kurs zu stabilisieren. Siehe dazu auch *Ronald McKinnon,* a.a.O., S. 23: "Essentially, I am assuming that relatively small changes in the outstanding stock of domestic base money have sufficient leverage on the domestic banking system – through reserve requirements and the importance of liquid cash – that the financial consequences of changing the money supply far outweigh any secondary effects in the stocks of other financial assets – the huge portfolios of domestic or foreign bonds outstanding."

[27] Sachverständigenrat, Jahresgutachten 1966/67, Tz. 246: „Es ist nicht auszuschließen, daß dem System Deflationstendenzen innewohnen, die so stark sind, daß das Wachstum der vom Deflationsdruck betroffenen Länder gefährdet und Arbeitslosigkeit hervorgerufen würde."

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.173 | Generated on 2025-07-14 11:01:02
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

rate aufweist. Insoweit wäre also der „gehärtete Devisenstandard" um eine Zielvorgabe für die Weltgeldbasis zu ergänzen. Nur dann würde er dem Kriterium II uneingeschränkt entsprechen.

Auf der anderen Seite weist *McKinnons* Vorschlag weniger stringente Anpassungsverpflichtungen für die Vereinigten Staaten auf für den Fall, daß der Dollar „schwach" wird. Beim gehärteten Devisenstandard geht eine Dollarschwäche unmittelbar einher mit einer deutlich ablesbaren Abnahme der US-Währungsreserven. Dadurch wird ein unmittelbarer Anpassungsdruck ausgelöst. Bei McKinnons Vorschlag nehmen zunächst einmal die Devisenreserven der Bundesbank zu. Die Anpassungsverpflichtung des Leitwährungslandes besteht hier allein darin, daß es von seiner vorgegebenen Wachstumsrate für die heimische Geldmenge nach unten abzuweichen hat. Es ist bereits darauf hingewiesen worden, daß diese Anpassungsverpflichtung in ihrem quantitativen Ausmaß nicht ohne weiteres nach für alle Beteiligten klar erkennbaren Kriterien abgeleitet werden kann. Mit anderen Worten: Der „gehärtete Devisenstandard" sorgt allein schon durch die asymmetrische Interventionsverpflichtung am Devisen-Verkaufspunkt dafür, daß der Anpassungsprozeß in einem Land mit schwacher Währung völlig automatisch eingeleitet wird. Bei McKinnons Vorschlag verfügt das Leitwährungsland in einer Phase der Schwäche seiner Währung stets über einen diskretionären Spielraum, der zu Konflikten zwischen den Teilnehmerländern führen kann.

V. Geldpolitische Kooperation ist unumgänglich

Zusammengefaßt: Sowohl der „gehärtete Devisenstandard" als auch *McKinnons* „International Standard for Monetary Stabilization" weisen deutlich bessere Stabilitätseigenschaften auf als das System von Bretton Woods in seiner Spätphase. McKinnons Vorschlag läßt jedoch einen gewissen Spielraum für eine diskretionäre Politik insbesondere des Leitwährungslandes erkennen. Kriterium II wird damit in geringerem Maße erfüllt als beim „gehärteten Devisenstandard". Demgegenüber müßte der „gehärtete Devisenstandard" um Vorkehrungen ergänzt werden, die für eine wachstumsgerechte Expansion der „Weltgeldbasis" Sorge tragen.

Beide Konzepte zeigen eines ganz deutlich: Ein Festkurssystem, an dem die großen Reservewährungsländer, wie die USA, Japan, die Bundesrepublik und Großbritannien beteiligt sind, erfordert von den Teilnehmerländem eine hohe Bereitschaft zur geldpolitischen Kooperation. Fehlt es an dieser Bereitschaft, dann wird auch ein im Prinzip stabilitätsgerechtes Fest-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.173 | Generated on 2025-07-14 11:01:02
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

kurssystem nur von kurzer Dauer sein. Allerdings haben die Erfahrungen der siebziger Jahre auch ganz deutlich gezeigt, daß selbst ein System des Floating nur sehr unzureichend funktioniert, wenn es den entscheidenden Ländern an einer solchen Bereitschaft fehlt.

Und wenn diese Bereitschaft in Zukunft – vielleicht auch als Folge der allgemeinen Abkehr von der „Phillips-Illusion" – zunehmen sollte, dann wäre es ratsam, ein neues Festkurssystem so zu konstruieren, daß die Stabilität des Gesamtsystems nicht nur durch allgemeine Bekenntnisse der Teilnehmerländer gewährleistet wird, sondern vor allem auch durch die systemimmanenten Anpassungszwänge.

Zusammenfassung

Stabilitätsgerechte Festkurssysteme

Die Diskussion über „feste versus flexible Wechselkurse" leidet darunter, daß die meisten Autoren bei „festen Wechselkursen" vom Typ eines Festkurssystems ausgehen, der im wesentlichen dem gescheiterten System von Bretton Woods entspricht. In dieser Arbeit wird gezeigt, daß man Festkurssysteme auch so ausgestalten kann, daß die wesentlichen Systemdefekte von Bretton Woods vermieden werden können. Als Ausgangspunkt für die Konzeption eines „stabilitätsgerechten Festkurssystems" dienen ein Vorschlag von *McKinnon* (1984) und der Plan eines „gehärteten Devisenstandards", den der deutsche Sachverständigenrat in seinem Jahresgutachten 1966/67 in die Diskussion gebracht hat. Ein Festkurssystem nach *McKinnon*s Vorstellungen würde sich vom Bretton Woods-System vor allem dadurch unterscheiden, daß die beteiligten Notenbanken eine gemeinsame Zielvorgabe für die „Weltgeldmenge" (M1) verfolgen. Damit wäre eine stabilitätsgerechte Zuwachsrate der Weltgeldmenge auch dann gewährleistet, wenn es zu starker (direkter oder indirekter) „Currency Substition" kommt. Der Nachteil dieses Vorschlags ist darin zu sehen, daß er einen hohen diskretionären Spielraum für jene Notenbanken aufweist, die eine weniger stabilitätsgerechte Politik verfolgen als die übrigen Teilnehmer-Länder.

Der „gehärtete Devisenstandard" zeichnet sich demgegenüber dadurch aus, daß Länder mit einem inflationären wirtschaftspolitischen Kurs ganz automatisch gezwungen sind, sich an die Länder mit einer stabilitätsorientierten Politik anzupassen. Dies wird dadurch gewährleistet, daß die Teilnehmer-Länder beim „gehärteten Devisenstandard" immer nur dann zu Interventionen verpflichtet sind, wenn ihre eigene Währung schwach ist (ausschließliche Interventionsverpflichtung am Devisen-Abgabepunkt). Damit unterscheidet sich dieser Typ eines Festkurssystems ganz wesentlich vom Bretton Woods-System (und auch von *McKinnon*s Plan), bei dem Notenbanken mit starker Währung in der Phase einer Dollar-Schwäche stets zum unbegrenzten Ankauf von Dollar-Beständen verpflichtet gewesen waren. Das Risiko des „gehärteten Devisenstandards" besteht in seinem inflationären „bias". Will man diesem entgegentreten, dann empfiehlt es sich, ein so ausgestaltetes Festkurssystem zu kombinieren mit einer gemeinsamen Zielvorgabe für die Summe der Geldbasen der beteiligten Länder, so wie das von *McKinnon* vorgeschlagen wird.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.173 | Generated on 2025-07-14 11:01:02
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Summary

Stability-consonant Fixed Exchange Rate Systems

The debate on "fixed versus flexible exchange rates" suffers from the fact that when speaking of "fixed exchange rates" most authors presuppose a fixed exchange rate system having essentially the nature of the unsuccessful Bretton Woods system. In this study it is shown that fixed exchange rate systems can also be so designed that the main system defects of Bretton Woods are avoided. The point of departure taken for the conception of a "stability-consonant fixed exchange rate system" is a proposal by *McKinnon* (1984) and the plan of a "hardened foreign exchange standard" introduced into the debate by the German Council of Economic Experts in its annual report 1966/67. A fixed exchange rate system as visualized by *McKinnon* would differ from the Bretton Woods system above all in that the participating central banks would pursue a common objective for the "world money supply" (M1). A stability-consonant growth rate of the world money supply would thus be ensured even in the event of extensive (direct or indirect) currency substitution. The disadvantage of this proposal lies in the fact that it allows extensive discretionary leeway to those central banks which pursue a less stability-consonant policy than the other participating countries.

The "hardened foreign exchange standard", on the other hand, is characterized by the fact that countries with an inflationary economic policy course are compelled quite automatically to adjust to the countries with a stability-oriented policy. This is ensured under the "hardened foreign exchange standard" by the participating countries being obligated to intervene only when their own currency is weak (exclusive intervention obligation at foreign exchange surrender point). Hence this type of fixed exchange rate system differs substantially from the Bretton Woods system (and also from *McKinnon*'s plan), in which central banks with strong currencies were always obliged in a weak-dollar phase to buy unlimited amounts of dollars. The risk of the "hardened foreign exchange standard" lies in its inflationary bias. If this is to be counteracted, it is advisable to combine this type of fixed exchange rate system with a common target for the sum of the monetary bases of the participating countries as proposed by *McKinnon*.

Résumé

Systèmes de taux de change fixes orientés vers la stabilité

Dans la discussion « taux de change fixes versus taux de change flexibles », la plupart des auteurs partent, en parlant des « taux de change fixes », d'un système de taux de change fixes qui correspond principalement au système échoué de Bretton Woods. Ce travail montre qu'il est possible d'avoir des systèmes de taux de change fixes où les principales lacunes du système de Bretton Woods peuvent être évitées. La conception d'un « système de taux de change fixes orienté vers la stabilité » repose sur une proposition de *McKinnon* (1984) et sur le plan d'un « standard de devises fortes » que le conseil des experts économiques allemand (Sachverständigenrat) a lancé dans la discussion dans son expertise annuelle de 1966/67. Un système de taux de change fixes se distinguerait avant tout du système de Bretton Woods en ceci que les banques d'émission participantes poursuivent un objectif commun pour la « quantité de

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.173 | Generated on 2025-07-14 11:01:02
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

monnaie mondiale » (M1). Un taux de croissance de la quantité monétaire mondiale assurant la stabilité serait ainsi également garanti, même si la « Currency Substitution » (directe ou indirecte) est plus forte. Cette proposition a le désavantage suivant: elle laisse une grande marge discrétionnaire aux banques d'émission qui poursuivent une politique moins orientée vers la stabilité que celle des autres pays participants.

Sous le « standard de devises fortes » par contre, les pays avec une politique économique inflationniste sont automatiquement obligés de s'adapter aux pays dont la politique s'oriente vers la stabilité. En effet, sous un « standard de devises fortes », les pays participants ne sont obligés d'intervenir que lorsque leur propre monnaie est faible (obligation d'intervention exclusive au point de vente des devises). Ce type d'un système de taux de change fixes se distingue ainsi fortement du système de Bretton Woods (et aussi du plan de *McKinnon*): sous Bretton Woods, les banques d'émission avec une monnaie forte sont obligées d'acheter des dollars en quantité illimitée lorsque le dollar est faible. Le risque du « standard de devises fortes » est celui de son « bias » inflationniste. Pour y remédier, il est conseillé de combiner un tel système de taux de change fixes avec un objectif commun pour la somme des bases monétaires des pays participants, comme *McKinnon* le propose.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.2.173 | Generated on 2025-07-14 11:01:02
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/