

## Erfahrungen mit flexiblen Wechselkursen\*

Von Leonhard Gleske, Frankfurt/M.\*\*

Vor 40 Jahren wurde in Bretton Woods das auf festen Gold- bzw. Dollarparitäten ruhende internationale Währungssystem der Nachkriegszeit aus der Taufe gehoben. Es überdauerte fast drei Jahrzehnte, bevor die Aufkündigung der Goldkonvertibilität des US-Dollars durch die US-Regierung und der Übergang zum „Floating“ alle wichtigen Währungen den Gesetzmäßigkeiten flexibler Wechselkurse unterwarf. Gut ein Jahrzehnt an Erfahrungen mit flexiblen Wechselkursen gibt ausreichend Veranlassung, ja „fordert dazu heraus, Zwischenbilanz zu ziehen“ (*Stützel*).

*Stützel*<sup>1</sup> hat dies schon vor vier Jahren getan, und zwar unter dreifacher Fragestellung:

- Was wurde für den Fall des Übergangs zum weltweiten Floaten von wissenschaftlicher Seite vorausgesagt?
- Was lehrt uns die zehnjährige Erfahrung?
- Was kann man für die Zukunft unserer Weltwährungsverhältnisse voraussagen?

Eine Gegenüberstellung der tatsächlich eingetretenen Entwicklung mit dem, was aufgrund theoretischer Überlegungen für den Fall des Übergangs zu flexiblen Wechselkursen vorausgesagt wurde, ist gewiß reizvoll. Die Ergebnisse solcher Überlegungen, besonders auch die ihnen zugrunde liegenden Annahmen immer wieder an der Realität zu überprüfen, ist gute wissenschaftliche Tradition. Der Währungspolitiker wird sich freilich mehr noch dafür interessieren, welche Lehren aus dem Vergleich der mit festen und flexiblen Wechselkursen gemachten Erfahrungen zu ziehen sind.

---

\* Der Verfasser widmet diesen Aufsatz Wolfgang Stützel zum 60. Geburtstag am 23. Januar 1985.

\*\* Zu besonderem Dank bin ich Herrn Dr. Rieke, Leiter der Hauptabteilung „Internationale Währungsfragen, Organisationen und Abkommen“ bei der Deutschen Bundesbank für seine Mitwirkung an diesem Beitrag verpflichtet.

<sup>1</sup> „Über unsere Währungsverhältnisse – Zehn Jahre Floating: Verheißungen und Erfahrungen.“ Überarbeitete Fassung eines Vortrags, gehalten im Februar 1980. — Erschienen bei J. C. B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen 1983.

Ein solcher Vergleich erweist sich freilich als nicht ganz einfach, weniger wegen der unterschiedlich langen Vergleichszeiträume als vielmehr, weil die „Umweltbedingungen“ im Zeitablauf ständigen Wandlungen unterworfen sind, ein *ceteris paribus* also nicht angenommen werden kann. Schließlich waren es die gegenüber der Anfangszeit des Bretton Woods Systems stark veränderten Bedingungen und Verhaltensweisen, die den Übergang von festen zu flexiblen Wechselkursen erzwangen. Umgekehrt hat aber auch die größere Flexibilität der Wechselkurse inzwischen die Bedingungen verändert, unter denen das Währungsgeschehen abläuft. Das gilt allemal für die internationalen Finanzbeziehungen, die ungleich vielfältiger geworden sind und unter dem Einfluß der Ölpreiserhöhungen der siebziger Jahre und dem dadurch bedingten „Recycling“ von OPEC-Überschüssen mit Hilfe der Banken ganz andere Dimensionen angenommen haben. Es gilt aber auch im realen Bereich für die Beziehungen unter den miteinander immer stärker verflochtenen nationalen Volkswirtschaften.

Die starken kurzfristigen Schwankungen der Wechselkurse und besonders die anhaltende Aufwärtsbewegung des US-Dollars über das hinaus, was nach traditionellen Kriterien als sein Gleichgewichtskurs (gegenüber anderen wichtigen Währungen oder auch im gewogenen Durchschnitt) gelten mag, scheinen nicht nur im Widerspruch zu den Verheißenungen und Prognosen der Anhänger flexibler Wechselkurse zu stehen, sie werden auch für manche Schwierigkeiten mitverantwortlich gemacht, denen sich einzelne Länder und die Weltwirtschaft als Ganzes heute gegenübersehen. Sie lassen den Ruf nach einem neuen Bretton Woods laut werden, das mehr Stabilität in den Währungsbeziehungen unter anderem dadurch gewährleisten soll, daß Länder wie die USA wieder eindeutigeren Verpflichtungen unterworfen werden, als das Floating ihnen auferlegt. Hinter solchen Forderungen steht freilich auch die Überzeugung der Gegner flexibler Wechselkurse (die nach ihrer Meinung von den Erfahrungen voll bestätigt worden ist), daß die Kursbildung an den Devisenmärkten allzu vielen irrationalen Einflüssen ausgesetzt ist, und deshalb ein stabiles Gleichgewicht des Wechselkurses von vornherein nicht erwartet werden kann. Das machen klare Regeln erforderlich, die für Regierungen, Notenbanken und Marktteilnehmer gleichermaßen verbindlich sind.

Die beobachtete Instabilität der Wechselkurse ist nun für sich gesehen sicher kein ausreichender Gradmesser des Funktionierens (oder Nichtfunktionierens) des Wechselkursmechanismus beim Floating. Zum einen mag es sich als zweckmäßig erweisen, die Instabilität der Wechselkurse mit der Instabilität anderer ökonomischer Größen (Geldmengen, Rohstoffpreisen, Zinssätzen) zu vergleichen, um zu sehen, ob die Instabilität wirklich als

übermäßig gelten kann. Zum anderen bedarf es des Nachweises daraus resultierender gravierender Nachteile, die durch andere Vorteile nicht mehr aufgewogen werden. Für die Wirtschaftspolitik geht es vor allem um die Frage, ob Ziele wie Preisstabilität, Wirtschaftswachstum, Beschäftigungsstand, Zahlungsbilanzausgleich unter dem einen oder dem anderen System besser verwirklicht werden können. Der Nachweis fällt allerdings keineswegs leicht.

## I. Wechselkurs und Geldpolitik

Für die Bundesrepublik stand beim Übergang zum Floating bekanntlich die Notwendigkeit im Vordergrund, die innere Preisentwicklung vom weltweiten Inflationszug abzukoppeln und die eigene Stabilitätspolitik nach außen abzusichern. Unter dem Regime fester, wenngleich anpassungsfähiger Paritäten konnte zwar ein im Lauf der Zeit aufgelaufenes außenwirtschaftliches Ungleichgewicht in Form hoher Leistungsbilanzüberschüsse durch periodische DMark-Aufwertungen allmählich wieder abgebaut werden; die zwischenzeitlich eingetretenen Verwerfungen in der Wirtschaftsstruktur bildeten sich jedoch nur unter Schmerzen wieder zurück. Die Wechselkursanpassungen waren zudem jedesmal großen politischen Widerständen ausgesetzt. Die Geldpolitik wurde aufgrund der durch feste Paritäten bedingten Interventionsverpflichtung je länger je mehr entmachtet, wenn hohe Leistungsbilanzüberschüsse und die Erwartung einer DMark-Aufwertung die Geldversorgung im Innern über Gebühr aufblähten.

Das Floating hat damit Schluß gemacht: Der Wechselkurs wird im wesentlichen von den Marktkräften bestimmt, ohne daß es im Zusammenspiel von Leistungs- und Kapitaltransaktionen zu unerwünschten Einwirkungen auf Geldversorgung und Bankenliquidität in einem Ausmaß kommt, mit dem die Geldpolitik nicht mehr fertig würde. Die Notenbank kann auf das Marktgeschehen selbst Einfluß nehmen, doch kaum jemand unterstellt, daß sie durch ihre Interventionen am Devisenmarkt Absichten durchsetzen könnte, denen sie mittels ihrer Geldpolitik keinen Rückhalt gibt.

Mit der Freigabe des DMark-Wechselkurses im Jahre 1973 ist eine wesentliche Voraussetzung dafür geschaffen worden, daß die Bundesbank in einer von unkontrollierter Inflation zunehmend beherrschten Umwelt dennoch eine stabilitätsorientierte – und ab 1974 an einem Geldmengenziel orientierte – Geldpolitik mit Aussicht auf Erfolg durchsetzen kann. Sie konnte davon ausgehen, daß ein stabilitätspolitisch bedingtes Zinsgefälle zum Dollar (und anderen Währungen) in seiner Wirkung auf internationale Geld- und Kapitalbewegungen durch eine gleichfalls vom Stabilitätsgefälle

31\*

zu anderen Ländern bedingte Auf- oder Abwertungserwartung – jedenfalls tendenziell – kompensiert oder wenigstens gemildert würde. Ein hohes Maß geldpolitischer Autonomie konnte damit zurückgewonnen werden. Dies bedeutet aber keineswegs völlige geldpolitische Abschottung vom internationalen Umfeld, und schon gar nicht bedeutet es, daß darüber hinaus auf Dauer zusätzlicher Spielraum für eine an bestimmten binnengesetzlichen Zielen ausgerichtete autonome Geldpolitik geschaffen würde. Darauf hat *Stützel* eindrücklich hingewiesen<sup>2</sup>, und die Erfahrung mancher Länder hat dies bestätigt.

Immerhin, nur bei flexiblen Wechselkursen ist eine Abkopplung der DMark-Zinsen von extrem hohen Dollar-Zinsen in so hohem Maße und über so lange Zeiträume hinweg vorstellbar, wie wir dies in den letzten Jahren erlebt haben. Wie groß und wie dauerhaft der Spielraum tatsächlich ist, den der beobachtete Zinsabstand signalisiert, hängt naturgemäß davon ab, wie die Marktteilnehmer in jedem Augenblick das Wechselkursrisiko einschätzen (das sie gegen den klar zutage liegenden Zinsvorteil beim Dollar aufrechnen) und wie stark die darin zum Ausdruck kommende Wechselkursänderungserwartung von der tatsächlichen Wechselkursentwicklung abweicht. Wie sich um die Jahresmitte 1984 am Beispiel des Pfund Sterling erneut zeigte, unterliegen die Wechselkurserwartungen unter Umständen raschen Veränderungen; die Geldpolitik kann sich dann beim Floating zu plötzlichen Reaktionen veranlaßt sehen, wenn ein vorher gegebener Spielraum verloren geht. Solche Situationen lassen manche Parallelen zu den Erfahrungen mit spekulativen Attacken bei festen Wechselkursen erkennen, und es wird deutlich, daß die geldpolitische Autonomie beim Floating wesentlich vom Markt bestimmt wird und keineswegs überschätzt werden sollte.

Im Europäischen Währungssystem (EWS) hat sich die Bundesrepublik im regionalen Währungsverbund Regeln unterworfen, die denen des Festkursystems von Bretton Woods in vieler Hinsicht entsprechen. Die Erfahrungen werden unterschiedlich beurteilt. Allein die unbestreitbare Tatsache, daß das EWS entgegen manchen Voraussagen nach gut fünf Jahren (seit dem Inkrafttreten im März 1979) noch existiert und wiederholte Leitkursanpassungen unter zum Teil dramatischen Umständen überstanden hat, wird schon auf der Aktivseite seiner Bilanz verbucht. Daß die Wechselkurse sich im Zeitablauf nur in einer Richtung veränderten und damit ein ständiges Auf und Ab vermieden werden konnte, ist zweifellos als Plus zu werten. Auch die enger gewordene Zusammenarbeit unter den beteiligten Noten-

<sup>2</sup> „Währung in weltoffener Wirtschaft: Lehrstücke der Währungspolitik – unter der Herausforderung des Tages.“ Fritz Knapp, Frankfurt, 1973, Seite 131.

banken wird gelegentlich positiv gewürdigt. Dagegen steht, daß das für den Währungszusammenhalt in einem Festkurssystem notwendige Maß an Konvergenz in zahlreichen Bereichen (Preisen, Geldmengen, Staatsdefiziten) noch nicht erreicht und noch längst nicht gesichert ist.

Von einigen unserer EWS-Partner werden die Erfahrungen trotz unbestreitbarer Mängel gern als Beweis dafür herangezogen, daß ein Festkurssystem funktionsfähig ist, wenn die vereinbarten Regeln den beteiligten Ländern symmetrische Verpflichtungen auferlegen und eingehalten werden. Ein solches System könnte nach ihrer Meinung durchaus wieder im Weltmaßstab Anwendung finden. Dabei wird freilich übersehen, daß Fehlentwicklungen, wie sie schließlich zum Zusammenbruch des Bretton Woods-Systems führten, nicht allein mangelnder Symmetrie oder Mißachtung des vereinbarten Regelwerkes zuzuschreiben war. Sie hingen vielmehr auch mit der Herausbildung eines Multireservewährungssystems zusammen, in dem der US-Dollar zwar weiterhin eine dominierende, aber nicht mehr alles beherrschende zentrale Rolle einnimmt.

Das Bretton Woods-System war de facto ein „Dollarstandard“, was den USA eine besondere Verantwortung auferlegte, der sie in der Endphase nicht mehr ausreichend gerecht wurden. Andere starke Währungen, allen voran die DMark, fanden sich – wenn auch ungewollt – als Anlage- und Reservewährung mit dem Dollar zunehmend im Wettbewerb. Eine stärker auf die Stabilität des inneren und äußeren Geldwerts ausgerichtete amerikanische Politik hätte die Herrschaft fester, wenngleich anpassungsfähiger Paritäten trotz solcher Veränderungen wohl noch um einige Jahre verlängern können. Die dominierende Rolle des US-Dollars als wichtigste Reserve- und Anlagewährung war Anfang der siebziger Jahre keineswegs schon an ihrem Ende angekommen, wie ihre Renaissance in den achtziger Jahren deutlich macht.

Und doch muß man davon ausgehen, daß die zunehmende Integration der internationalen Geld- und Kapitalmärkte im Zeichen der „Informationsrevolution“ unserer Tage zumindest zwischen den in großem Umfang frei gehandelten und in vielfältigen privaten Anlagen und offiziellen Reserven gehaltenen Währungen ein größeres Maß an Wechselkursflexibilität letztlich unausweichlich macht. Zu groß ist inzwischen das Volumen der in wichtigen Währungen gehaltenen Aktiva, die auf ein elektronisches Signal hin bewegt werden können. Nur mit Hilfe flexibler Wechselkursanpassung kann die enorm gestiegene Beweglichkeit des internationalen Kapitals mit dem weiter bestehenden Souveränitätsanspruch der einzelnen Länder im Bereich von Geld und Währung in Einklang gebracht werden. Deshalb wird man *Gottfried Haberler* recht geben müssen, wenn er kürzlich schrieb:

“Floating is here to stay<sup>3</sup>.“ Der Versuch, ein neues Bretton Woods zu errichten oder gar den Goldstandard wiederherzustellen, sei verlorene Zeit. Oder wie der Präsident der Schweizerischen Nationalbank es ausdrückte: „Was vor zehn Jahren geschah, ist irreversibel, denn kein Land mit einer Währung von Bedeutung wird je wieder bereit sein, sich einem Festkurssystem unterzuordnen<sup>4</sup>.“ Gemeint ist damit ein Festkurssystem, das für einzelne beteiligte Währungen ähnliche Gefahren heraufbeschwören würde, wie wir sie von der Endphase des Bretton Woods-Systems kennen.

Diese Gefahr ist im Europäischen Währungssystem (EWS) nicht in gleicher Weise gegeben. Hier besteht zumindest eine gewisse – keineswegs aber vollständige – Bereitschaft zum Souveränitätsverzicht gerade auch im Bereich von Geld und Währung. Keiner der am EWS beteiligten Währungen hat eine dem Dollar vergleichbare Stellung als beherrschende internationale Reserve- und Anlagewährung; selbst die DMark macht da keine Ausnahme. Kommt es im EWS zu erheblichen Geld- und Kapitalbewegungen, so geraten Länder mit Kapitalabflüssen (einschließlich der Bundesrepublik) rascher unter Handlungszwang als Länder mit Kapitalzuflüssen – ganz anders als im Fall der USA, die davon bei festen wie flexiblen Wechselkursen im wesentlichen unbeeindruckt bleiben. Außerdem sind die am EWS beteiligten Länder aufgrund vielfacher anderweitiger Bindungen im Rahmen der EG eher für ein System fester Wechselkurse prädestiniert. Dies bedeutet freilich keinen Verzicht auf die Möglichkeit von Wechselkursanpassungen als gemeinsame Reaktion auf anhaltende Divergenzen und die daraus erwachsenden Spannungen an den Devisenmärkten.

## II. Wechselkurse und Außenhandel

Feste wenngleich anpassungsfähige Wechselkurse unter den europäischen Währungen (sei es im EWS-Verbund oder auch ohne formale Bindungen) rechtfertigen sich nicht zuletzt aus der Tatsache, daß ein hoher Anteil des Sozialprodukts der betreffenden Länder dem Austausch von Güter- und Dienstleistungen zwischen Ländern mit verwandter Struktur gewidmet ist. Wenn schon nicht in einer einheitlichen Währung, so doch zumindest zu Wechselkursen, die nicht übermäßig auf und nieder schwanken und sich dabei von ihrer Kaufkraftparität entfernen, werden hier Güter- und Dienstleistungen über geringe Distanz unter Bedingungen gehandelt, die denen eines einheitlichen Marktes bereits erheblich nahekommen.

---

<sup>3</sup> “Floating rates buoy the world money system”. Letter to the Wall Street Journal, New York, 25.7.1984.

<sup>4</sup> Lt. Finanz und Wirtschaft, Zürich, 22.8.1984.

Die Erfordernisse dieses Realtausches und die damit im Zusammenhang stehenden Finanzierungsströme sind hier bestimend. Natürlich üben die im Verhältnis zu Drittländern wirksamen Kräfte ihren Einfluß auf das Geschehen an den Devisenmärkten aus und haben unter bestimmten Voraussetzungen entscheidendes Gewicht. Dies gilt in besonderem Maße für eine Währung wie die DMark, die wie gesagt international als Reserve- und Anlagewährung eine bedeutende Rolle spielt und dabei in Konkurrenz zum Dollar steht. So fand die anhaltende Dollarstärke der letzten Jahre immer wieder ihren Niederschlag in einer ausgeprägten Schwächerposition der DMark gegenüber ihren Partnerwährungen im EWS, ihrer weitaus größeren inneren Geldwertstabilität zum Trotz. In den Verhandlungen vor Inkrafttreten des EWS war genau dies von deutscher Seite befürchtet worden, wenn gleich mit umgekehrtem Vorzeichen.

Ob und in welchem Ausmaß die größere Flexibilität der Wechselkurse beim Floating tatsächlich den Außenhandel einzelner Länder und den Welt Handel beeinträchtigt hat, läßt sich offenbar kaum überzeugend nachweisen. Der Einfluß des Wechselkurses kann nicht ohne weiteres von dem anderen Bestimmungsfaktoren getrennt werden. Wir wissen im übrigen aus eigener Erfahrung, welche Fehlleitung von Ressourcen es unter der Herrschaft fester Paritäten gegeben hat, wenn Preise und Kosten in einzelnen Ländern sich über längere Zeiträume hinweg zu unterschiedlich entwickelten. Ein möglichst großer Außenhandel verspricht noch keineswegs die größtmögliche oder auch optimale Nutzung aller verfügbaren Ressourcen.

Der IWF-Stab hat in einer kürzlich veröffentlichten Untersuchung<sup>5</sup> die direkten Wirkungen von Wechselkursschwankungen auf die Bereitschaft der Wirtschaftssubjekte zu bestimmten grenzüberschreitenden Transaktionen von den indirekten Wirkungen auf die Produktions- und Investitionstätigkeit sowie auf die Wirtschaftspolitik eines Landes unterschieden. Die direkten Wirkungen resultieren hauptsächlich aus der größeren Unsicherheit und dem Anpassungszwang, die beide mit schwankenden Wechselkursen einhergehen. Indirekte Wirkungen ergeben sich immer dann, wenn Wechselkursänderungen die Konkurrenzsituation und damit zugleich auch die Bereitschaft zur Teilnahme am internationalen Austausch verändern. Je nachdem werden sich dabei Verlagerungen bei der Produktion und beim Absatz von Gütern ergeben, die international gehandelt oder nicht gehandelt werden (traded goods versus non-traded goods). Zu den indirekten Wirkungen zählen auch diejenigen, die aus den Reaktionen der Wirtschaftspolitik auf wechselkursbedingte äußere Einflüsse resultieren. Dazu zählen die

<sup>5</sup> "Exchange Rate Volatility and World Trade." A Study by the Research Department of the International Monetary Fund. Occasional Paper No. 28, 1984.

Wirkungen, die vor Jahren mit Blick auf den beobachteten Teufelskreis von Abwertung und Inflation (vicious circle) intensiv diskutiert wurden und die sicherlich mit dazu beigetragen haben, daß viele Länder der Stabilität des Außenwerts ihrer Währung in jüngster Zeit gegenüber den Wettbewerbsvorteilen einer Abwertung größeres Gewicht beizumessen bereit sind.

Die Untersuchung bestätigt, daß sowohl die kurzfristigen als auch die längerfristigen Wechselkursschwankungen seit dem Übergang zum Floating beträchtlich zugenommen haben. Nominelle wie reale Wechselkurse schwanken gleichermaßen, während in den sechziger Jahren bei relativ festen Paritäten besonders die realen Kurse (entsprechend der unterschiedlichen Preisentwicklung in den Ländern) stärkeren Schwankungen unterworfen waren. Über einen Zehnjahres-Zeitraum gerechnet sind beim Floating alle wichtigen Währungen vom mittelfristigen Trend ihres realen Außenwerts zeitweilig um wenigstens 10 v. H. abgewichen, bei einigen Währungen (einschließlich des US-Dollars) erreichte die Abweichung sogar 20 v. H. Weder in bilateraler noch in aggregierter Betrachtung läßt sich aber ein systematischer und statistisch relevanter Zusammenhang zwischen gemessener Wechselkursbewegung und Veränderungen des Außenhandelsvolumens feststellen. Als nicht weniger schwierig erweist es sich, Zusammenhänge zwischen Wechselkursbewegungen einerseits und der Produktionstätigkeit, Investitionsbereitschaft usw. andererseits nachzuweisen. Diese Feststellungen beweisen noch nichts hinsichtlich der Kausalitäten, die tatsächlich am Werk sein mögen, denn andere Einflüsse können den Einfluß des Wechselkurses überlagern.

Anders als die IWF-Studie kommen Experten der Federal Reserve Bank of New York in einer kürzlich veröffentlichten Modellstudie<sup>6</sup> zu dem Schluß, daß die größere Wechselkursunsicherheit in den Jahren 1974 bis 1981 im Fall der Bundesrepublik wie auch der Vereinigten Staaten eine meßbare Wirkung auf Einfuhr und Ausfuhr von Industriegütern gehabt hat. Nach ihrer Meinung unterschätzen die Meßergebnisse wahrscheinlich sogar die tatsächliche Wirkung der Wechselkursunsicherheit auf den Außenhandel. Solche Ergebnisse sind verständlicherweise Wasser auf die Mühle derer, die eine Rückkehr zu festen Wechselkursen (oder wenigstens wirksame Mechanismen zur Eingrenzung der Wechselkursschwankungen beim Floating) fordern. Gegen die erwähnte Untersuchung lassen sich methodische Einwände vorbringen. Sie unterliegt der von den Verfassern selbst gemachten Einschränkung, daß die Ergebnisse stark vom gewählten Beobachtungszeitraum abhängen; erst für das letzte Drittel des Beobachtungszeitraums

<sup>6</sup> "Exchange of Exchange Rate Uncertainty on German and U.S. Trade". FRBNY Quarterly Review, Spring 1984.

erweisen sich die Wechselkursschwankungen als kritischer Einflußfaktor. Dies erklärt nach Meinung der Verfasser zum Teil auch, warum sie zu anderen Ergebnissen kommen als frühere Studien, die einen kürzeren Beobachtungszeitraum abdeckten.

### **III. Wechselkurs und Wirtschaftspolitik**

Das Bretton Woods-System mit seiner Verpflichtung auf feste Paritäten entsprang der Erfahrung der Zwischenkriegszeit, in der zahlreiche Länder den Wechselkurs ihrer Währung manipulierten und im Verein mit anderen Eingriffen und Beschränkungen ihren nationalen Zielen unterordneten, ohne Rücksicht auf die Interessen anderer Länder oder der Weltwirtschaft als Ganzes. Die Bestimmungen des IWF-Übereinkommens sahen deshalb eine Paritätsänderung nur für den Fall eines fundamentalen Ungleichgewichts in der Zahlungsbilanz vor, das aller Voraussicht nach allein durch interne Maßnahmen – also ohne Paritätsänderung – nicht zu korrigieren war. Damit wurde sichergestellt, daß der Wechselkurs als Instrument gegenseitiger außenwirtschaftlicher Anpassung und nicht primär einseitiger nationaler Wachstums- und Beschäftigungspolitik zu Lasten anderer diente (beggar-my-neighbour policy).

Ohne Frage ist der Wechselkurs auch unter den veränderten Bedingungen größerer Flexibilität nach wie vor ein Instrument der Wirtschafts- und Währungspolitik einzelner Länder. Über seine Relevanz für die Geldpolitik wurde bereits gesprochen. Für die Bundesrepublik ist die flexible Wechselkursanpassung beim Floating auch heute noch ein Instrument der „außenwirtschaftlichen Absicherung“ gegenüber inflationärer Ansteckung über den direkten Preiszusammenhang oder auf monetärem Wege. Im übrigen raten die Erfahrungen beim Floating dazu, den Wechselkurs eher als wichtigen Indikator für die Richtigkeit der Wirtschaftspolitik eines Landes und ihre Überzeugungskraft gegenüber den Märkten, denn als aktiv einsetzbares wirtschaftspolitisches Instrument zu sehen. Dies gilt allemal für die Notenbank, die dem inneren wie auch dem äußeren Wert der Währung, gemessen an seiner Kaufkraft, in besonderer Weise verpflichtet sein muß. Es ist auch ein Grund, warum Versuche, die Zahlungsbilanz und den Wechselkurs mit Hilfe von Beschränkungen des Geld- und Kapitalverkehrs günstig zu beeinflussen, problematisch sind (ganz abgesehen von anderen Bedenken). Es gilt aber auch für die staatliche Finanz- und Wirtschaftspolitik, die internationalen Vergleichen standhalten muß, wie sie der Wechselkurs widerspiegelt.

Die Hoffnungen derjenigen, die von mehr Wechselkursflexibilität auch angesichts hoher Inflationsraten und Zahlungsbilanzdefizite zusätzlichen Spielraum für eine Wachstums- und Beschäftigungspolitik erwarteten, sind bekanntlich enttäuscht worden. Sie haben vielmehr erleben müssen, daß beim Floating die hausgemachte Inflation nicht mehr einfach exportiert werden konnte, sondern in der eigenen Wirtschaft blieb und in den Teufelskreis von Inflation und Abwertung einzumünden drohte, von dem bereits die Rede war. Stabilitätsbewußte Länder hingegen konnten die Früchte ihres Bemühens selbst ernten. Diese Erfahrungen haben in nicht wenigen Ländern den Wechselkurs sogar zu einem Instrument der Stabilitätspolitik werden lassen und damit die frühere Sicht der Dinge geradezu in ihr Gegen teil verkehrt. Die Folge war freilich, daß die über einen überhöhten Wechselkurs importierte Preisstabilität zeitweilig als Ersatz eigener Anstrengungen betrachtet wurde. Wie das Beispiel einiger Industrieländer, aber auch von Entwicklungsländern zeigt, wurde dies mit einem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit in den Teilen der Wirtschaft erkauft, die von der Ausfuhr abhängig sind oder sich verstärktem Einfuhrwettbewerb ausgesetzt sehen. Außerdem waren hohe Kreditaufnahmen im Ausland (für Interventionszwecke oder zur sonstigen Zahlungsbilanzfinanzierung) unumgänglich. Angesichts reichlich sprudelnder internationaler Kreditquellen erschien dies lange Zeit als unproblematisch; inzwischen ist es aber für hoch verschuldete Länder, ihre Gläubigerbanken und auch für die nationalen und internationalen Währungsbehörden zum Alptraum geworden. Als falsch erkannte Wechselkurse mußten schließlich korrigiert werden, wobei viele der dramatischen Begleitumstände zu beobachten waren, wie sie uns vom Bretton Woods-System erinnerlich sind.

#### **IV. Wechselkurs und Anpassung**

In dem Maße, wie der Wechselkurs als Instrument nationaler Wirtschaftspolitik hochgespannte Erwartungen enttäuschte und sich gelegentlich als problematisch und zweischneidig erwies, konnte seine Funktion als Instrument des internationalen Anpassungsprozesses deutlicher hervortreten. An dieser Anpassungsfunktion wird deutlich, daß „die Wechselkurse eine Angelegenheit gemeinsamen Interesses“<sup>7</sup> sind.

Die akademische Diskussion der Zeit vor dem Übergang zum Floating galt neben der Frage nach dem Beitrag der Geld- und Kapitalbewegungen

---

<sup>7</sup> Siehe etwa die 1974 vom IWF verabschiedeten ‘Guidelines for the Management of Floating Rates’: “...the behavior of governments with respect to exchange rates is a matter of international concern...”.

zur Stabilität eines solchen Systems vor allem der mit dem Stichwort „Elastizitätspessimismus“ bezeichneten Frage, ob der sich frei am Markt bildende Wechselkurs ebenso wie andere Preise die erwünschten Mengenreaktionen bei der Ausfuhr und Einfuhr auslösen würde. Anders als die Regeln des Goldstandard oder absolut fester Paritäten, erfordert die Anpassung bei flexiblen Wechselkursen keineswegs Änderungen des durchschnittlichen nationalen Preisniveaus, sondern nur der Preise international gehandelter Güter- und Dienstleistungen relativ zu denen nicht gehandelter Güter. Dies hat dann Verlagerungen der heimischen Nachfrage und Produktion zur Folge, mit entsprechenden Rückwirkungen auf Ausfuhr und Einfuhr. Man spricht dabei von „expenditure-switching“ beim Floating anstelle von „expenditure-reducing“ bei festen Kursen.

In den ersten Jahren des Floating blieben die entsprechenden Mengenreaktionen zumeist hinter den Erwartungen zurück oder wurden zeitweise in ihrer Wirkung auf die Handels- und Leistungsbilanz von den Preisreaktionen überlagert (J-Kurve), gelegentlich gingen sie sogar in die Gegenrichtung (perverse Reaktion). Internationale Gremien wie der Zahlungsbilanzausschuß der OECD (sogenannte „Arbeitsgruppe 3“) erörterten immer wieder die Gründe dafür. Zwei wesentliche Voraussetzungen für den theoriegemäßen Ablauf waren offensichtlich nicht erfüllt:

- Löhne und Einkommen erwiesen sich auch angesichts verbreiteter Indexierung als zu unflexibel; und
- die Wirtschaftspolitik vieler Länder konterkarierte den Anpassungsprozeß anstatt ihn zu unterstützen.

Der Ölschock von 1973/74 hat dabei übel mitgespielt. Er erzwang einschneidende Realeinkommenseinbußen, denen heftiger Widerstand entgegengesetzt wurde, und drohte für die ölimportierenden Länder zu einer Quelle von Inflation und Rezession gleichzeitig zu werden. Die meisten Länder optierten nach anfänglichem Zögern für eine expansive Finanz- und Geldpolitik in der Hoffnung, die Konsequenzen höherer Energiekosten für Beschäftigung und Wachstum gering halten zu können. Nur wenige Länder, darunter die Bundesrepublik, widerstanden dieser Versuchung. Die Folge war, daß in den Jahren 1976 bis 1978 ein vom sinkenden Wechselkurs beim Floating stammender Wettbewerbsvorteil durch überdurchschnittlich hohe Inflationsraten sogleich wieder eliminiert oder gar überkompensiert wurde. In Ländern mit unterdurchschnittlicher Inflationsrate war das Gegenteil der Fall. Diesem Teufelskreis mußte in den Ländern mit hohen Inflationsraten schließlich selbst um den Preis steigender Arbeitslosigkeit Einhalt geboten werden.

Dem zweiten Ölpreisschock von 1978/79 konnte jedenfalls nicht mehr ohne weiteres mit einer expansiven Finanz- und Geldpolitik begegnet werden. Vielmehr sahen sich die meisten Länder nun genötigt, den durch unkontrollierte Inflation, rasch steigende Staatsverschuldung, laxe Geldpolitik und anhaltende Zahlungsbilanzdefizite aufgeworfenen Problemen wirksam entgegenzutreten. Die Erfahrung hatte ohnedies zur Genüge gezeigt, daß Wachstum und Beschäftigung so nicht auf dem gewünschten hohen Niveau gehalten werden konnten, daß vielmehr hohe Inflationsraten und Zahlungsbilanzdefizite ein gesamtwirtschaftliches Ungleichgewicht signalisierten, das je länger je mehr auch Wachstum und Beschäftigung gefährden mußte.

Für die erste Dekade des Floating als Ganzes genommen ist der IWF-Stab in einer gleichfalls jetzt veröffentlichten Untersuchung<sup>8</sup> zu dem Schluß gekommen, daß die Leistungsbilanzanpassung bei den großen Industrieländern nicht weniger gut funktioniert hat als vorher. Die Leistungsbilanzungleichgewichte waren insgesamt gesehen eher kleiner und weniger dauerhaft als in den zehn Jahren vor dem Übergang zum Floating. Bei den kleineren Industrieländern sieht das Bild anders aus; sie weisen durchweg größere, länger anhaltende und zugleich stärker schwankende Ungleichgewichte auf, was auch damit zusammenhängen mag, daß gerade viele von ihnen angesichts der Ölpreiserhöhungen versuchten, die Anpassung in der Hoffnung auf die „Lokomotivrolle“ der großen Länder hinauszuschieben.

Gerade aus der Sicht der Anhänger flexibler Wechselkurse muß die Anpassungsfunktion des Wechselkurses naturgemäß unter gleichzeitiger Berücksichtigung der Kapitalbewegungen und der sie bestimmenden Einflüsse beurteilt werden. Bei dem Versuch, die „normalen“ Kapitalströme (und damit das unterschiedliche Sparverhalten, unterschiedlich hohe Kapitalrenditen und anderes) einzubeziehen, ergeben sich jedoch einige Schwierigkeiten. Mit allen Vorbehalten ist der IWF-Stab in seiner erwähnten Untersuchung zu dem Schluß gekommen, daß auch ein solcher Test durchaus zugunsten des Floating ausfällt. Im Durchschnitt waren die so definierten Ungleichgewichte und ihre Dauer beträchtlich geringer als im Jahrzehnt davor. Als geradezu dramatisch erweisen sich dabei die Anpassungserfahrungen Japans und der Bundesrepublik in den Jahren 1973 bis 1981, nachdem beide Länder in den Jahren 1965 bis 1972 die größten durchschnittlichen Ungleichgewichte aufwiesen. Insgesamt zeigt sich, daß die äußereren Ungleichgewichte in beiden Perioden erheblich geringer waren, wenn Lei-

<sup>8</sup> "The Exchange Rate System: Lessons of the Past and Options for the Future". Occasional Paper No. 30, July 1984.

stungsbilanz und Kapitalbilanz zusammen betrachtet werden. Die privaten Netto-Kapitalströme haben, für sich genommen, die Leistungsbilanzungleichgewichte mindestens teilweise kompensiert und damit finanziert und nicht etwa verstärkt (wie dies in der Periode fester Wechselkurse zeitweilig festzustellen war).

Die bisher gewonnenen Erfahrungen lehren freilich auch, daß die Güterausfuhr und -einfuhr auf die Veränderungen der relativen Preise, wie sie durch Wechselkursbewegungen ausgelöst werden, nur mit erheblicher Verzögerung reagiert; die Preiselastizität ist jedenfalls auf kurze Frist erheblich geringer als auf längere Frist. Im Bereich des Geld- und Kapitalverkehrs ist die Reaktionsgeschwindigkeit auf Einflüsse der verschiedensten Art erheblich höher als im Bereich der realen Transaktionen. Das erklärt zum guten Teil, warum gerade die Wechselkurse (aber gelegentlich auch die Zinssätze) zu Überreaktionen neigen. Von den Befürwortern flexibler Wechselkurse wird dies gern als integraler Bestandteil des Wirkungsmechanismus gesehen. Soweit kurzfristig reversible Wechselkursbewegungen überhaupt als störend empfunden werden, sind dies allenfalls Irritationen (*nuisance*). Länger anhaltendes Überschießen (*overshooting*) des Wechselkurses darf es danach im Grunde gar nicht geben.

## V. Wechselkurs und Intervention

Daraus folgert, (für die Befürworter flexibler Wechselkurse), daß auf kurzfristige Schwankungen des Wechselkurses allenfalls ausnahmsweise mit Interventionen der Notenbanken reagiert werden sollte (etwa im Falle eines Attentats auf den US-Präsidenten). Interventionen könnten sogar unerwünschte Reaktionen auslösen, wenn die Intentionen der Notenbank vom Markt mißverstanden werden oder aber mit ihrer Geldpolitik nicht in Einklang stehen. Eine anhaltende Wirkung auf den Wechselkurs kann von Interventionen nicht erwartet werden. Auf die komplexen Wirkungszusammenhänge, die in der Leistungs- und Kapitalbilanz ihren buchungsmäßigen Niederschlag finden und auf den Wechselkurs, von dem selbst nachhaltige Wirkungen ausgehen, mit Interventionen Einfluß nehmen zu wollen, läuft danach auf eine unzulässige Verschwendug öffentlicher Gelder hinaus. Dies ist bekanntlich seit vier Jahren die Haltung der amerikanischen Regierung.

Eine von den Staats- und Regierungschefs des Versailles-Gipfels in Auftrag gegebene Überprüfung der beim Floating mit Interventionen gemachten Erfahrungen (die im sogenannten *Jürgensen*-Bericht ihren Niederschlag

fand)<sup>9</sup> kam in der Tat zu dem Ergebnis, daß sich der Devisenmarkt und damit der Wechselkurs einer Währung durch Interventionen allenfalls kurzfristig beeinflussen läßt, die längerfristigen Wirkungen dagegen im Vergleich zu denen anderer, besonders geldpolitischer Maßnahmen eher bescheiden sind. Im akademischen Sprachgebrauch ausgedrückt: „Sterilierte Interventionen“ haben allenfalls kurzfristige, aber kaum länger anhaltende Wirkungen auf den Wechselkurs. Nur wenn ihre geldpolitische Wirkung zugelassen und nicht kompensiert wird („nicht sterilisierte“ Interventionen), kann mit nachhaltigeren Wirkungen auf den Wechselkurs gerechnet werden. Dies unterstellt freilich, daß die Notenbank überhaupt Spielraum hat zu entscheiden, ob sie Interventionen auf Bankenliquidität und Geldmenge durchschlagen läßt oder nicht. Je nach den institutionellen und instrumentalen Gegebenheiten ist dieser Spielraum in Wirklichkeit eher begrenzt. Die Bundesbank beispielsweise muß den Banken in ihrer Gesamtheit jedenfalls kurzfristig das zur Erfüllung der Mindestreservepflicht erforderliche Zentralbankgeld zur Verfügung stellen. Ob Interventionen der Notenbanken als „sterilisiert“ gelten können oder nicht, hängt letztlich von den Bedingungen ab, zu denen die Notenbank den Banken Liquidität zur Verfügung stellt, und wird damit zu einer geldpolitischen Entscheidung.

Die Deutsche Bundesbank hat sich seit langem von der Erfahrung leiten lassen, daß im Wechselkurs auch zum Ausdruck kommt, wie die Finanzmärkte die Geldpolitik der Notenbank einschätzen. Dies gilt in besonderem Maße für eine Währung wie die DMark, die in beträchtlichem Umfang und im Wettbewerb mit anderen Währungen wie dem Dollar, dem Schweizer Franken und anderen als internationale Anlage- und Reservewährung gehalten und gehandelt wird. Die in den letzten Jahren wiedergewonnene Stärke des US-Dollars ist Ausdruck dafür, daß die Geldpolitik des Federal Reserve Board seit 1979 wieder konsequent auf Anti-Inflationskurs ist.

Die Interventionspolitik der Bundesbank läßt erkennen, daß sie bereit ist, in das Marktgeschehen einzugreifen, wann immer ihr das angezeigt erscheint. Präsent ist sie im Markt ohnedies in dem Maße, wie sie Dollar-Zugänge aus Zinseinnahmen und anderen Quellen regelmäßig in den Markt zurückschleust; ohne solche Dollarverkäufe würden die Währungsreserven der Bundesbank rasch ansteigen. Auch beim täglichen „Kursfixing“ wird sie als Käufer oder Verkäufer tätig, wenn dies die Kursfindung erleichtert oder andere Erwägungen dies nahelegen. Sie geht darüber hinaus davon aus, daß ihre Fähigkeit und Bereitschaft zum jederzeitigen Eingreifen, wenn

---

<sup>9</sup> Bericht der Arbeitsgruppe über Interventionen an den Devisenmärkten, März 1983.

nötig sogar in erheblichem Umfang, tendenziell auf das Marktgeschehen beruhigend wirkt. Marktteilnehmer müssen damit rechnen, daß ihr Verhalten die Notenbank auf den Plan rufen könnte, ohne daß deren Reaktion vorhersehbar ist. Einen kursbestimmenden Einfluß erwartet die Bundesbank dagegen von ihren Interventionen beim Floating in der Regel nicht, jedenfalls nicht in dem Sinne, daß sie bestimmte, vorher festgelegte Wechselkursziele durchzusetzen suchte.

Ebensowenig sieht die Bundesbank die Interventionsverpflichtungen im EWS als letztlich entscheidend für den Zusammenhalt des Systems an. Sie sind gewissermaßen ex definitione Bestandteil eines solchen Systems fester, wenngleich anpassungsfähiger Wechselkurse. Wichtiger ist aber die Ausrichtung der Wirtschafts-, Finanz- und Geldpolitik in den daran beteiligten Ländern auf die Erfordernisse einer konvergenten Entwicklung in denjenigen Bereichen, die für die Einschätzung des Wechselkurses jeder Währung maßgeblich sind. Weicht die Wirtschafts-, Finanz- und Geldpolitik einzelner Partner zu sehr davon ab, so können die Interventionsverpflichtungen auch im EWS für einzelne Notenbanken zu einer Belastung werden, wie sich gelegentlich gezeigt hat.

## VI. Ausblick

*Gottfried Haberler* schrieb schon 1965: „Wenn alle Länder monetäre Stabilität aufrechterhalten, so werden beide Systeme gut funktionieren und die Wechselkurse werden auch unter einem System flexibler Wechselkurse stabil sein. ... Herrscht monetäre Instabilität (Inflation oder Deflation) unterschiedlichen Ausmaßes in den verschiedenen Ländern, so wird es in jedem System Schwierigkeiten in den internationalen Beziehungen geben. Aber flexible Wechselkurse werden die Schwierigkeiten auf ein Minimum reduzieren, indem sie Deflation und Arbeitslosigkeit in den Defizitländern vermeiden oder wenigstens stark reduzieren helfen und ebenso Inflation in den Überschußländern<sup>10</sup>.“

Im Jahre 1984 schrieb er: „Man überlege sich, was bei festen Wechselkursen in einer Situation wie der jetzigen geschehen würde, die von hohen Zinsen und kräftiger Expansion in den Vereinigten Staaten gekennzeichnet ist und große Kapitalströme aus anderen Teilen der Welt anzieht<sup>11</sup>.“

---

<sup>10</sup> „Money in the International Economy“. The Institute of Economic Affairs, London 1965, p. 33.

<sup>11</sup> „Floating rates buoy the world money System“. Letter to the Wall Street Journal, New York, 25.7.1984.

In der Tat weist vieles darauf hin, daß zumindest zwischen denjenigen Währungen, die bei internationalen Geld- und Kapitalanlagen und -transaktionen eine bedeutende Rolle spielen, ein erhebliches Maß an Wechselkursflexibilität selbst dann noch aufrechterhalten werden muß, wenn monetäre Instabilität (im Sinne von Inflation und Deflation) nicht mehr die Szene beherrschen. Zwar haben heute die USA ebenso wie viele andere Länder die Inflation wieder besser unter Kontrolle, trotzdem erscheinen die Voraussetzungen für feste Wechselkurse auf weltweiter Basis keineswegs gegeben. Dies ist auch die vorläufige Schlußfolgerung aus Erörterungen in der sogenannten „Zehnergruppe“ der wichtigsten Industrieländer, wie sie auf deren Tagung im Mai 1984 in Rom formuliert wurden<sup>12</sup>.

Trotz der Schwierigkeiten, gravierende Nachteile des Floating nachzuweisen (die dessen Vorzüge überwiegen würden), sind verbesserte Rahmenbedingungen für ein möglichst hohes Maß an Wechselkursstabilität wünschenswert. Dem gelten die Bestrebungen, die auf eine intensivere Überwachung (surveillance) der Wirtschafts- und Währungspolitik seiner Mitglieder durch den IWF nicht zuletzt mit Blick auf die wechselkurspolitischen Konsequenzen einzelner Maßnahmen hinauslaufen sollten. Die Tatsache, daß Industrieländer seit Jahren die Mittel des IWF nur noch in Ausnahmefällen in Anspruch nehmen und die mit einer solchen Kreditgewährung verbundene Konditionalität somit nicht zum Zuge kommt, dispensiert diese Länder keineswegs von den im IWF-Übereinkommen niedergelegten Wohlverhaltensregeln. Eine solche intensivere Überwachung setzt freilich die Bereitschaft der Mitgliedsländer zum Mitwirken voraus.

Nur zwei Jahre nach dem Übergang zum Floating wurde als Ergebnis langwieriger Auseinandersetzungen auf dem Rambouillet-Gipfel des Jahres 1975 festgestellt, daß stabile Wechselkurse eine entsprechende Wirtschafts- und Währungspolitik in den einzelnen Ländern voraussetzten. Dies fand in Artikel IV des 1978 revidierten IWF-Übereinkommens seinen Niederschlag, der die Mitgliedsländer auf eine stabilitätsorientierte Politik verpflichtet. Striktere Überwachung durch den IWF soll dieser Verpflichtung mehr Gelung verschaffen.

## Zusammenfassung

### Erfahrungen mit flexiblen Wechselkursen

Der Zusammenbruch des in Bretton Woods geschaffenen Währungssystems und der Übergang zum Floating unterwarf vor gut einem Jahrzehnt alle wichtigen Währungen

<sup>12</sup> Kommuniqué der Tagung von Ministern und Notenbankgouverneuren der Zehnergruppe am 19.5.1984 in Rom.

den Gesetzmäßigkeiten flexibler Wechselkurse. Angesichts starker kurzfristiger Schwankungen der Wechselkurse und damit begründeter Forderungen nach einem neuen Bretton Woods gibt es Veranlassung zu einem Vergleich der mit festen und flexiblen Wechselkursen gemachten Erfahrungen.

In einer von unkontrollierter Inflation zunehmend beherrschten Welt ist mit der Freigabe des DM-Wechselkurses im Jahre 1973 eine wesentliche Voraussetzung dafür geschaffen worden, daß die Bundesbank eine stabilitätsorientierte Geldpolitik mit Aussicht auf Erfolg durchsetzen kann. Ein hohes Maß an geldpolitischer Autonomie konnte erzielt werden.

Im Europäischen Währungssystem gewonnene Erfahrungen können nicht als Beweis für die Funktionsfähigkeit eines Festkurssystems im Weltmaßstab gelten. Im EWS setzen Kapitalabflüsse die betroffenen Länder rasch unter Handlungszwang, ganz anders als im Fall der USA, die davon bei festen wie flexiblen Wechselkursen im wesentlichen unberührt bleiben.

Hinsichtlich der Leistungsbilanzanpassung blieben in den ersten Jahren des Floating die entsprechenden Reaktionen zumeist hinter den Erwartungen zurück. Für die erste Dekade des Floating als Ganzes genommen gilt jedoch, daß die Leistungsbilanzungleichgewichte in den großen, nicht aber in den kleinen Industrieländern eher kleiner und weniger dauerhaft als in den zehn Jahren vor dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen waren.

Interventionen der Notenbanken an den Devisenmärkten können den Wechselkurs einer Währung allenfalls kurzfristig beeinflussen. Die Interventionspolitik der Bundesbank läßt erkennen, daß sie bereit ist, in das Marktgeschehen einzugreifen, wann immer ihr das angezeigt erscheint. Einen kursbestimmenden Einfluß erwartet sie von ihren Interventionen nicht, sie geht aber davon aus, daß ihre Bereitschaft zum jederzeitigen Eingreifen tendenziell beruhigend auf das Marktgeschehen wirkt.

Insgesamt erscheinen die Voraussetzungen für feste Wechselkurse auf weltweiter Basis keineswegs gegeben. Ein möglichst hohes Maß an Wechselkursstabilität ist aber wünschenswert. Stabile Wechselkurse setzen eine stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik voraus, zu der sich die Mitglieder des IWF im 1978 revidierten IWF-Übereinkommen verpflichtet haben. Striktere Überwachung der Wirtschaftspolitik durch den IWF soll dieser Verpflichtung mehr Geltung verschaffen.

## Summary

### Experience with Flexible Exchange Rates

The collapse of the monetary system created in Bretton Woods and the transition to floating a good decade ago made all important currencies subject to the rules governing flexible exchange rates. In view of the marked short-term fluctuations of exchange rates and their use to justify demands for a new Bretton Woods, there are grounds for comparing experience with fixed and flexible exchange rates.

In a world increasingly dominated by uncontrolled inflation, the unpegging of the DM exchange rate in 1973 created an essential condition precedent that enabled the Bundesbank to gain acceptance of a stability-oriented monetary policy with prospects of success. A high degree of monetary autonomy was achieved.

The experience gained in the European monetary system cannot be adduced as evidence of the functional efficiency of a fixed exchange rate system on a world scale. In the EMS, capital outflows quickly compel the affected countries to take action, in contrast to the USA, who remain unaffected on the whole by such outflows, whether under fixed or flexible exchange rates.

With respect to current account adjustments, in the early years of floating the respective reactions failed to come up to expectations. For the first decade of floating as a whole, however, it can be said that in the large, but not in the small industrial countries current-account equilibria were less marked and less enduring than in the ten years prior to transition to flexible exchange rates.

At most, interventions by the central banks on the foreign exchange markets influence a currency's exchange rate only briefly. It is apparent from the intervention policy of the Bundesbank that it is prepared to intervene in the market whenever it appears advisable. It does not expect to exert any decisive influence on exchange rates, but proceeds from the assumption that its preparedness to intervene at any time will tend to have a calming effect on market activities.

All in all, it would seem that the preconditions for fixed exchange rates by no means prevail on a worldwide basis. Stable exchange rates presuppose a stability-oriented economic policy to which the members of IMF committed themselves in the revised IMF agreement of 1978. Stricter supervision of economic policy by IMF is intended to achieve closer adherence to that commitment.

## Résumé

### L'expérience des taux de change flexibles

L'effondrement du système monétaire élaboré à Bretton Woods et le passage au flottement généralisé soumettaient il y a une bonne dizaine d'années toutes les monnaies importantes à la loi des taux de change flexibles. En raison d'une plus grande amplitude à court terme des variations des taux de change et donc de requêtes fondées d'un nouveau Bretton Woods, il paraît intéressant de comparer les expériences faites avec les taux de change fixes et flexibles.

Dans un environnement de plus en plus dominé par une inflation incontrôlée, la libération du cours du DM en 1973 établissait une condition préalable essentielle à la mise en oeuvre par la Bundesbank d'une politique monétaire de stabilisation ayant des chances de succès. Elle est en effet parvenue à s'assurer un haut degré d'automatisme monétaire.

L'expérience de Système Monétaire Européen (SME) ne permet pas de démontrer la capacité de fonctionnement d'un système de taux fixes au niveau mondial. Dans le SME, l'exode des capitaux constraint rapidement le pays concerné à l'action, alors que les Etats-Unis ne sont pratiquement pas affectés par de tels mouvements que les taux de change soient fixes ou variables.

Concernant l'adaptation de la balance des opérations courantes, les réactions demeureront au cours des premières années de flottaison, en-deçà de l'attente. L'on admet néanmoins que pour la première décennie de flottaison les déséquilibres de la balance précitée furent non dans les petits pays industrialisés, mais dans les grands,

plutôt inférieurs et plus courts que pendant les dix années qui précédèrent le passage aux taux de change flexibles.

A la rigueur, des interventions des banques centrales sur les marchés des changes peuvent brièvement influencer le cours d'une monnaie. La politique interventionniste de la Bundesbank démontre qu'elle est prête à intervenir sur le marché chaque fois que cela lui paraîtra indiqué. Elle n'escampte pas de ses interventions une influence directe sur la formation des cours, mais elle estime que sa disposition permanente à l'intervention a tendance à calmer le marché.

Globalement, les conditions préalables à des taux fixes de change au niveau mondial ne semblent nullement réunies. Un degré aussi élevé que possible de stabilité des taux de change est cependant hautement souhaitable. Des taux de change stables presupposent une politique économique axée sur la stabilité que les membres du Fonds Monétaire International (FMI) se sont engagés à pratiquer dans l'accord FMI révisé de 1978. Une plus stricte surveillance des politiques économiques de la part du FMI donnerait plus de valeur à cet engagement.