

Probleme der Leitwährung

Von

George N. Halm - Winchester/Mass., USA

Die folgenden Ausführungen beschäftigen sich mit dem Dollar als Leitwährung in Zahlungsbilanzschwierigkeiten. Wirkliche Probleme sollen von übertriebenen Befürchtungen geschieden und praktische Lösungen von extremen oder schädlichen Vorschlägen gesondert werden.

I. Die Probleme

Golddevisenwährung und Leitwährung

Die Währungskonferenz von Genua empfahl im Jahre 1922 die Einführung der Golddevisenwährung als Mittel, die damals bestehende Goldknappheit zu überwinden. Länder mit Golddevisenwährung benötigen Gold und in Gold einlösbare Devisen zu Deckungszwecken und als internationale Liquiditätsreserven. Man kann deshalb sagen, daß auch heute viele Länder eine Golddevisenwährung haben, weil ihre Währungsreserven aus Gold und in Gold einlösbaren Dollarguthaben bestehen. Es wäre aber besser, in diesem Fall von einem Leitwährungssystem zu sprechen, in dem der Dollar als Leitwährung dient und die Vereinigten Staaten damit eine grundsätzlich andere Stellung einnehmen als die „Mitgliedsländer“ des Systems¹. Denn das Leitwährungsland hat die Aufgabe, dafür zu sorgen, daß ein zureichendes Angebot internationaler Liquiditätsreserven zur Verfügung steht und daß die offiziellen Dollarguthaben in Gold eingelöst werden können².

Das Leitwährungssystem ist ein Spezialfall der Golddevisenwährung. Diese Feststellung kann aber nicht umgedreht werden, denn die Länder mit Golddevisenwährung wurden in den zwanziger Jahren

¹ Vereinfachend nehmen wir an, daß der Dollar allein als Leitwährung dient.

² Der englische Ausdruck für Leitwährung „key currency“ wurde von John H. Williams eingeführt. Vgl. „The Adequacy of Existing Currency Mechanisms under Varying Circumstances“, *The American Economic Review*, März 1937, Supplement und „Currency Stabilization: The Keynes and White Plans“, *Foreign Affairs*, Juli 1943.

nicht von den Goldwährungsländern „geführt“. Die Golddevisenwährung wurde genau so mechanistisch interpretiert wie die Goldwährung, und der Zusammenbruch der Golddevisenwährung war gerade darauf zurückzuführen, daß es dem System an bewußter internationaler Zusammenarbeit gebrach. Es wäre deshalb falsch, wenn man die Golddevisenwährung der zwanziger Jahre dem gegenwärtigen Leitwährungssystem gleichsetzen und aus dieser Identifizierung den Schluß ziehen wollte, daß unser heutiges internationales Zahlungswesen denselben Gefahren ausgesetzt ist, die die Golddevisenwährungen in den dreißiger Jahren zu Fall brachten.

Die Golddevisenwährungen brachen zusammen, weil die Goldwährungsländer sich zu „führen“ weigerten und sich in keiner Weise für das Funktionieren des internationalen Zahlungssystems verantwortlich fühlten. Die Schwierigkeiten begannen damit, daß falsche Wechselkurse festgelegt wurden, und die Goldwährungsländer taten das ihre, das System weiter zu schwächen. Zwar nicht absichtlich, aber infolge völliger Indifferenz gegenüber den weltwirtschaftlichen Folgen ihrer nationalwirtschaftlichen Maßnahmen.

Wir greifen die Vereinigten Staaten als Beispiel heraus, und zwar gerade im Vergleich mit ihrer Führerrolle nach dem zweiten Weltkrieg. Das dramatische Schrumpfen der amerikanischen Einfuhr als Folge der großen Depression verursachte enorme Zahlungsbilanzschwierigkeiten in anderen Ländern. Statt nun diese Länder durch Kredite zu unterstützen, wurden Auslandskredite gekündigt. Gleichzeitig aber wurde auch der Versuch einer Kapitalrückzahlung durch Ausfuhrüberschüsse dadurch zum Mißerfolg verurteilt, daß die amerikanischen Zölle erhöht wurden, während man den Dollar trotz des Zahlungsbilanzüberschusses abwertete. Jede dieser Maßnahmen war das genaue Gegenteil dessen, was man von den Vereinigten Staaten als verantwortlichem Mitglied eines internationalen Zahlungssystems hätte erwarten müssen³.

Der Zusammenbruch der Golddevisenwährungen berechtigt uns aber nicht anzunehmen, das Leitwährungssystem sei gleichermaßen gefährdet. Und zwar aus folgenden Gründen:

(1) Wir betrachten das internationale Zahlungssystem heute nicht mehr als einen Mechanismus, der keiner bewußten Verantwortlichkeit der Mitglieder bedarf. Seit Bretton Woods wird mit Erfolgen zusammengearbeitet, die als ermutigend bezeichnet werden dürfen.

(2) Aufgaben, für die der Internationale Währungsfonds sich zu schwach erwies, sind von den Vereinigten Staaten übernommen worden. Die Vereinigten Staaten wurden zum Leitwährungsland, zum

³ Vgl. Hal B. Lary, *The United States in the World Economy*, Washington 1943.

Führer bei der Rückkehr zur Konvertibilität. Der Dollar wurde zur Leitwährung.

(3) Wirtschaftstheoretische und -politische Fortschritte haben es den Marktwirtschaften der freien Welt ermöglicht, einen relativ hohen Beschäftigungsgrad aufrechtzuerhalten, wodurch die „Ausfuhr“ von Depressionen mit ihrer schädlichen Wirkung für die Weltwirtschaft verhindert wurde.

(4) Wenn wirtschaftspolitische Spannungen zwischen den Nationalwirtschaften zu Zahlungsbilanzschwierigkeiten führen, können die Wechselkurse geändert und dem Gleichgewichtskurs⁴ angepaßt werden. Falsche Festkurse und Abwertungswettlauf sollen vermieden werden.

(5) Es ist unwahrscheinlich, daß internationale Kapitalbewegungen ebenso gleichgewichtsstörend sein werden wie vor dem zweiten Weltkrieg. Daß Auslandsanleihen im kritischsten Moment zurückgezogen wurden, ist bereits erwähnt worden. Es muß deshalb beachtet werden, daß die Leitwährungsreserven heute größtenteils nicht mehr auf kurzfristigen Krediten des Leitwährungslandes beruhen⁵.

Trotz dieser entscheidenden Verbesserung bleibt noch viel zu tun. Vor allem muß betont werden, daß die Integration der Wirtschaftspolitik der Mitglieder des Leitwährungssystems nicht so vollkommen ist, wie sie es sein muß, wenn man Konvertibilität mit festen Wechselkursen verbinden will. Ferner belastet das System das Leitwährungsland zu sehr, ohne es an der Stufenflexibilität der Wechselkurse teilnehmen zu lassen, die in Bretton Woods eingeführt wurde.

Mit der alten Golddevisenwährung hat das Leitwährungssystem keine Ähnlichkeit mehr. Eine Identifizierung der beiden Systeme verleiht der gegenwärtigen Debatte einen Grundton von Alarm und Dringlichkeit, der nicht gerechtfertigt und sogar gefährlich ist. Das Leitwährungssystem muß nicht zusammenbrechen, vorausgesetzt, daß die Mitglieder des Systems wirtschaftspolitische Maßnahmen ergreifen, die das internationale Zahlungssystem nicht zu sehr belasten.

Ist aber das Leitwährungssystem nicht neuen Gefahren gerade deshalb ausgesetzt, weil es das Leitwährungsland zu stark belastet? Die prekäre Natur des gegenwärtigen Zahlungssystems scheint durch eine Verbindung der folgenden Tatsachen, Behauptungen und Folgerungen

⁴ Ragnar Nurkse definiert den Gleichgewichtskurs als den Wechselkurs, der über eine gewisse Zeitspanne die Zahlungsbilanz im Gleichgewicht hält, ohne zu einer Verminderung der Reserven zu führen oder zu einer Unterbeschäftigung, die schlimmer ist als in anderen Ländern. *International Currency Experience*, League of Nations 1944, S. 124, 126; *Conditions of International Monetary Equilibrium*, Princeton 1945, S. 6.

⁵ Vgl. International Monetary Fund, 16th Annual Report, Washington, September 18, 1961.

nachweisbar zu sein: (a) Der Bedarf an internationalen Liquiditätsreserven steigt im Verhältnis zum Wachstum des internationalen Handels; (b) infolge von Inflation bei festen Goldparitäten wächst die Goldproduktion nur langsam und kann nur einen kleinen Teil der benötigten zusätzlichen Reserven bereitstellen; (c) ein wachsender Bestandteil der Liquiditätsreserven muß deshalb in der Form von in Gold einlösbaren Leitwährungsguthaben gehalten werden; (d) die Nettoreserveposition des Leitwährungslandes muß sich dauernd verschlechtern, weil die Leitwährungsguthaben rascher wachsen als die Goldreserven des Leitwährungslandes; (e) irgendwann muß deshalb das Vertrauen in die Leitwährung zusammenbrechen; und (f) mit dem Vertrauen in die Leitwährung muß das ganze internationale Zahlungssystem zu Fall kommen⁶.

Dieses interessante Argument ruht auf zwei Fehlern. Es ist falsch anzunehmen, daß die internationalen Reserven in ungefähr gleichem Verhältnis wie das internationale Handelsvolumen wachsen müßten, und falsch zu behaupten, daß das Vertrauen in die Leitwährung hauptsächlich von der Nettoreserveposition des Leitwährungslandes abhängt.

Der Außenhandel und die internationalen Liquiditätsreserven müssen nicht proportional wachsen. Die meisten internationalen Transaktionen werden mit Hilfe der Devisenmärkte verrechnet. Bei vollkommener Integration der wirtschaftspolitischen Maßnahmen der handeltreibenden Länder oder bei flexiblen Wechselkursen wäre es theoretisch möglich, alle Transaktionen ohne Reserven abzuwickeln. In Wirklichkeit aber ist die Integration nicht perfekt und ist es den Wechselkursen nicht erlaubt zu schwanken. Es muß deshalb möglich sein, einen Spitzenausgleich zwischen Defizit- und Überschußländern zu finanzieren. Der Bedarf an Reserven hängt aber mehr vom Grad der Integration der Nationalwirtschaften und dem internationalen Zahlungssystem ab als vom Welthandelsvolumen. Es ist deshalb nicht angebracht, alarmierende Behauptungen über eine unaufhaltsame und gefährliche Verschlechterung der Nettosition des Leitwährungslandes aufzustellen.

Es ist auch nicht richtig, daß das Vertrauen auf die Leitwährung schließlich zusammenbrechen muß, weil sich das Verhältnis der Leitwährungsguthaben zu den Goldreserven des Leitwährungslandes verschlechtert. Es gibt keine feste Proportion zwischen Deckung und Vertrauen, und es besteht auch kein Grund anzunehmen, daß das offensichtlich Unmögliche versucht werden wird — die gleichzeitige Umwechslung aller Leitwährungsguthaben in Gold.

⁶ Vgl. z. B. Robert Triffin, *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven 1960, S. 8—9.

Nebenbei bemerkt ist es sowohl möglich wie ratsam, die Golddeckung der nationalen Geldzirkulation abzuschaffen, um dadurch die Goldreserven des Leitwährungslandes für den Fall freizusetzen, daß die Mitglieder des Systems nicht bereit sein sollten, ein Defizit des Leitwährungslandes in Form von zusätzlichen Leitwährungsguthaben zu absorbieren.

Das Leitwährungsproblem

Die Mitglieder des Leitwährungssystems benützen die Leitwährung als Recheneinheit für internationale Transaktionen, als Mittel zum Ausgleich der Zahlungsbilanz und als internationale Liquiditätsreserve.

Die Wahl des Dollar als internationale Rechnungseinheit war die Folge der dominierenden Stellung der Vereinigten Staaten nach dem zweiten Weltkrieg. Zur Zeit der Konferenz von Bretton Woods im Jahre 1944 waren die zukünftigen Mitglieder des Internationalen Währungsfonds nicht bereit, eine künstliche internationale Geldeinheit wie *Bancor* oder *Unitas* zu akzeptieren. Man einigte sich statt dessen auf den Dollar, der dann später auch der Europäischen Zahlungsunion als Rechnungseinheit diente.

Es muß aber beachtet werden, daß der Artikel IV des Abkommens von Bretton Woods bestimmt, daß die Parität der Währungseinheit jedes Mitglieds in Gold als dem gemeinsamen Nenner ausgedrückt werden soll oder in US-Dollars zu dem am 1. Juli 1944 geltenden Goldwert. Damit impliziert das Abkommen, daß die Goldparität des Dollar geändert werden kann.

Wir werden aber sehen, daß das Hauptproblem eines Leitwährungslandes, wenn es in Zahlungsbilanzschwierigkeiten geraten ist, gerade darin besteht, daß eine Währungsabwertung für es praktisch unmöglich ist, sollte sie auch erlaubt und wünschenswert sein. Alle anderen Mitglieder können unter bestimmten Bedingungen ihre Festkurse verschieben. Die Leitwährung, als Rechnungseinheit des Systems, kann nicht abgewertet werden.

Nehmen wir an, daß die Vereinigten Staaten infolge inflationistischer Geld- und Fiskalpolitik ein Zahlungsbilanzdefizit entwickeln. Da Abwertung unmöglich ist, muß eine Korrektur der nationalen Wirtschaftspolitik innerhalb der Gnadenfrist durchgeführt werden, in der die amerikanische Wirtschaft über zureichende Liquidität verfügt, entweder weil die Überschußländer bereit sind, kurzfristige Kredite in der Form erhöhter Leitwährungsguthaben zur Verfügung zu stellen oder weil genügende Goldreserven zur Einlösung dieser Guthaben vorhanden sind. Auswege, die anderen Ländern offenstehen, sind dem

Leitwährungsland verschlossen. Das gilt nicht nur für die Änderung der Wechselkurse, sondern auch für die Devisenbewirtschaftung.

Der Bedarf an Leitwährungsreserven wird durch den Gesamtbedarf an Liquiditätsreserven abzüglich der Goldreserven bestimmt. Der Gesamtbedarf hängt von der Größe und Häufigkeit von Fehlbeträgen in den Zahlungsbilanzen ab und diese Fehlbeträge wiederum sind das Resultat unvollkommener Integration. Bei festen Wechselkursen, freier Konvertibilität und mangelnder Integration wären selbst enorme Reserven auf die Dauer ungenügend; bei flexiblen Wechselkursen und enger wirtschaftlicher Zusammenarbeit können auch kleine Reserven ausreichend sein.

Die Benützung des Dollars als internationale Rechnungseinheit und als internationale Reserve macht es den Vereinigten Staaten unmöglich, abzuwerten, und erzwingt deshalb eine nationale Wirtschaftspolitik, welche die Kaufkraft des Dollars auf seine Goldparität abstimmt. In dieser Beschränkung der heimischen Wirtschaftspolitik des Leitwährungslandes liegt der Kern des Leitwährungsproblems. Man ist sich dieses Problems erst seit der Überwindung der Dollarlücke bewußt geworden.

Hätte das Problem durch engere wirtschaftliche Zusammenarbeit, also etwa durch die Annahme der von Lord Keynes vorgeschlagenen Clearingunion⁷, vermieden werden können? Die Mitglieder der Internationalen Clearingunion hätten ein Zahlungsbilanzdefizit mit internationalem Bankgeld, genannt Bancor, bis zur Höhe eines für jedes Land vorausbestimmten Betrages (Quote) finanzieren können, während die Überschußländer sich bereiterklärt hätten, sich ihren Überschuß in Bancor bei der Clearingunion gutschreiben zu lassen.

Dieser Vorschlag war für die Vereinigten Staaten unannehmbar, und zwar aus folgenden Gründen: Die Clearingunion hätte nicht die Macht gehabt, die Geldpolitik der Mitglieder zu integrieren und damit die zu finanzierenden Spitzenbeträge zu reduzieren. Ferner wäre die Summe aller potentiellen Debetsalden zu groß gewesen⁸. Die amerikanische Regierung war nicht zu einer *automatischen* Kreditgewährung in der Höhe von vielen Milliarden bereit, die sich aus der damaligen, sehr einseitigen Überschußposition ergeben hätte. In ihrer Grundstruktur war die Clearingunion ein ideales Verrechnungssystem für normale internationale Zahlungsverhältnisse. Im Jahre 1943 konnte von den Vereinigten Staaten nicht erwartet werden, daß sie ihre nationale Währungspolitik völlig unberechenbaren Einflüssen

⁷ *Proposals for an International Clearing Union*, Cmd. 6437, London, April 1943.

⁸ Die Summe der Quoten aller Mitglieder sollte etwa 33 Milliarden Dollar betragen, einschließlich der US-Quote von 3 Milliarden. Da sich die meisten Mitglieder in einem Zahlungsbilanzdefizit befunden hatten, so hätten die Vereinigten Staaten bereit sein müssen, enorme Bancorguthaben anzusammeln.

von außen anpassen sollten. Inflation in anderen Ländern hätte in diesen Ländern zu einem Zahlungsbilanzdefizit und das Defizit zur Schaffung von Bancor geführt. Bei Vollbeschäftigung wäre man in den Vereinigten Staaten dazu gezwungen worden, entweder der Inflationspolitik der anderen Länder zu folgen oder aber die durch die Clearingunion den anderen Ländern gebotene Hilfe durch Besteuerung zu finanzieren.

Die Ablehnung der Clearingunion führte zum Internationalen Währungsfonds als einer Kompromißlösung. Der Hauptunterschied zwischen Clearingunion und Währungsfonds besteht darin, daß die Mitglieder des Fonds sich nicht zu einer Kreditgewährung bis zur Höhe der Summe der Quoten aller Defizitländer bereiterklären mußten, sondern nur bis zur Höhe ihrer eigenen Quote verpflichtet waren. Da aber die Summe der Quoten der Defizitländer die der Überschußländer wesentlich übersteigen konnte, so war der Währungsfonds darauf angewiesen, dieses Mißverhältnis durch komplizierte Rückkaufbestimmungen und möglicherweise sogar durch Devisenbewirtschaftung auszugleichen⁹. Dabei hatte auch der Währungsfonds nicht die Macht, die wirtschaftspolitischen Maßnahmen seiner Mitglieder aufeinander abzustimmen. Kurz, es gelang dem Währungsfonds nicht, ein Zahlungssystem zu schaffen, das den enormen Ansprüchen der Nachkriegszeit gewachsen gewesen wäre.

So mußten die Vereinigten Staaten schließlich doch eine Last übernehmen, die selbst die Summen überstieg, zu denen sie sich im Rahmen der Clearingunion nicht verpflichten wollten. Nicht nur für den Wiederaufbau, sondern auch als Liquiditätsreserven, wurden große Dollarbeträge zur Verfügung gestellt. Der Dollar wurde zur Leitwährung.

Die Mitglieder eines Leitwährungssystems können Leitwährungsguthaben entweder durch Auslandsanleihen oder durch Ausfuhrüberschüsse erwerben. Der letztere Fall stellt, technisch gesehen, eine Kreditaufnahme des Leitwährungslandes dar. Es wäre aber verfehlt in diesem Sachverhalt ein törichtes „Eulen nach Athen tragen“ zu sehen¹⁰, denn das Halten von Leitwährungsguthaben ist durchaus nicht unsinnig, wenn andere Reserven in genügender Menge nicht zur Verfügung stehen.

Das Leitwährungssystem hängt von der Bereitwilligkeit des Leitwährungslandes ab, in seiner Handels- oder Kapitalbilanz ein Defizit zu entwickeln. Anders ausgedrückt, das Leitwährungsland kann zu reichende Mengen seiner Währung für Reservezwecke nur dadurch

⁹ Vgl. Art. V, 7 und VII des Abkommens von Bretton Woods.

¹⁰ Wie z. B. Triffin, a.a.O., S. 68.

bereitstellen, daß es entweder die Güter oder die Schuldverschreibungen anderer Nationen kauft.

Wir kommen deshalb zu dem Schluß, daß es durchaus natürlich und notwendig ist, daß sich das Leitwährungsland dauernd in einem Zahlungsbilanzdefizit befindet. Weigert es sich, auf diese Weise zureichende Liquiditätsreserven zur Verfügung zu stellen, so verursacht es eine sogenannte „Dollarlücke“. Wird dagegen das Defizit zu groß, so kann das dem Vertrauen in die Wertbeständigkeit der Leitwährung schaden. Die Veränderung der Zahlungssituation der Vereinigten Staaten in den letzten vier Jahren besteht nicht in der Entwicklung eines Zahlungsbilanzdefizits, sondern in einem Defizit, das größer ist als es dem Bedarf der freien Welt an zusätzlichen Leitwährungsreserven entspricht. Es wurden mehr Dollar angeboten als man in Form von Dollarguthaben halten wollte. Das sichtbare Resultat war der Goldverlust der Vereinigten Staaten.

Diese Überkompensierung der Dollarlücke hat zu einer neuerlichen Überprüfung des internationalen Zahlungssystems geführt. Doch hätte es immer schon klar sein sollen, daß die Dollarlücke eine temporäre Erscheinung war, die mit der Rückkehr normaler Produktionsbedingungen in Europa überwunden werden würde. Das Ausfüllen der Dollarlücke muß deshalb zunächst als eine Rückkehr zu normalen Verhältnissen aufgefaßt und nicht als eine „Dollarkrise“ übertrieben werden. Trotzdem ist es aber an der Zeit, die internationale Zahlungssituation und insbesondere das Leitwährungsproblem einer Prüfung zu unterziehen.

Zwei Leitwährungsprobleme harren der Lösung.

Das erste hat mit der Verpflichtung des Leitwährungslandes zu tun, offizielle Leitwährungsguthaben jederzeit in Gold einzulösen. Unter normalen Umständen und bei Zusammenarbeit aller Mitglieder ist diese Einlösungsverpflichtung nicht problematisch. Sie könnte aber sowohl für das Leitwährungsland wie auch für alle anderen Mitglieder des Systems gefährlich werden, wenn das unerfüllbare Verlangen nach allgemeiner und plötzlicher Konversion zu einem plötzlichen Zusammenbruch der internationalen Liquidität führen würde.

Ein zweites Problem betrifft die Beschränkung seiner nationalen Wirtschaftspolitik, die das Leitwährungsland wegen des Dienstes auf sich nehmen muß, den es der internationalen Wirtschaftsgemeinschaft leistet. Das Leitwährungsland kann nicht abwerten und es kann deshalb nicht immer die Wirtschaftspolitik verfolgen, die die beste wäre, wenn keine Rücksicht auf seine Stellung als Leitwährungsland genommen werden müßte.

Wir nehmen an, daß wie alle anderen Länder auch das Leitwährungsland drei wirtschaftspolitische Ziele anstrebt: Vollbeschäftigung,

Preisstabilität und Konvertibilität. Die Vollbeschäftigungspolitik kann aber leicht zu Inflation und zu Zahlungsbilanzschwierigkeiten führen. Die letzteren können verhältnismäßig leicht überwunden werden, wenn es möglich ist, die Währung abzuwerten. Der Internationale Währungsfonds erlaubt Ab- und Aufwertungen zur Korrektur eines fundamentalen Ungleichgewichts¹¹. Einem Leitwährungsland aber ist die Abwertung *praktisch* unmöglich gemacht. Zur Korrektur eines Zahlungsbilanzdefizits muß das Leitwährungsland deshalb nach der für das System der unabänderlichen Festkurse üblichen Methode verfahren. Es muß den Zinsfuß heraufsetzen und durch Druck auf den Beschäftigungsgrad und die Preise zu erreichen suchen, was durch Abwertung wesentlich einfacher und schneller zu erreichen wäre.

Zur Zeit der unabänderlich festen Wechselkurse des Geldmechanismus wurde angenommen, daß Goldbewegungen eine automatische Integration der Geldpolitik der Goldwährungsländer herbeiführen. Im Leitwährungssystem dagegen steht den Verpflichtungen des Leitwährungslandes keine entsprechende Verantwortung der anderen Länder gegenüber. Das Leitwährungsland hat nicht die Macht, die Mitglieder des Systems zu einem Verhalten zu veranlassen, das ein Zahlungsbilanzgleichgewicht fördern würde. Es muß sogar durch seine nationale Geldpolitik diejenigen Störungen in seiner Zahlungsbilanz auszugleichen suchen, die durch die Geldpolitik anderer Länder hervorgerufen werden.

Gelingt es dem Leitwährungsland, ein hohes Beschäftigungsniveau mit einem Zahlungsbilanzüberschuß zu verbinden, so hat es die Pflicht, seinen Überschuß durch Kapitalausfuhr auszugleichen. Als verantwortlicher Führer des Systems muß es dafür sorgen, daß den Mitgliedern ausreichende Liquiditätsreserven zur Verfügung stehen, so daß sie nicht zur Deflation, Devisenbewirtschaftung oder Abwertungskonkurrenz gezwungen werden.

Bis vor kurzem wurde allgemein angenommen, daß ein Prozeß der Kontraktion im Leitwährungsland nachteilige Folgen für die übrigen Länder haben müsse, die dann nicht genug ausführen könnten, um ihre Einfuhr vom Leitwährungsland zu bezahlen. In diesem Fall ist es die Pflicht des Leitwährungslandes, nicht nur Kapital zu exportieren, sondern auch alles zu tun, um den heimischen Beschäftigungsgrad zu steigern¹².

¹¹ Man spricht hier von einer Stufenflexibilität der Wechselkurse. Die Wechselkurse sind jederzeit fixiert, können aber verändert werden. Veränderungen können nur bis zu 10 Prozent der ursprünglichen Parität ohne Erlaubnis des Währungsfonds vorgenommen werden.

¹² Vgl. *National and International Measures for Full Employment*, United Nations, 1949. Dieser Bericht ist für die Zeit der Dollarlücke sehr charakteristisch.

Glücklicherweise fördern sich in diesem Fall die binnen- und die außenwirtschaftlichen Maßnahmen gegenseitig. Der Zahlungsbilanzüberschuß des Leitwährungslandes erlaubt den Zinsfuß zu senken und die Gesamtnachfrage zu erhöhen, ohne daß die Zahlungsbilanz berücksichtigt werden müßte. Steigende Beschäftigung im Leitwährungsland würde den internationalen Zahlungsausgleich nur fördern. Die Mitgliedsländer könnten mehr ausführen und niedrige Zinssätze im Leitwährungsland würden ausgleichende Kapitalbewegungen veranlassen.

Neuerdings hat es sich gezeigt, daß Unterbeschäftigung und Zahlungsbilanzdefizit zusammenfallen können, eine Möglichkeit, die in der Anwendung von Keynes' Theorie auf Außenhandelsfragen unbeachtet geblieben war. Eine Verbindung von Unterbeschäftigung und Zahlungsbilanzdefizit im Leitwährungsland führt zu schwierigen Problemen. Vom nationalen Standpunkt aus sollen Kreditausweitung und Nachfragesteigerung den Beschäftigungsgrad erhöhen, während die internationale Lage eine Wirtschaftspolitik verlangt, die zu Exportsteigerung und Kapitalzustrom führt. Ein befriedigender Kompromiß zwischen diesen divergierenden Zielen und den ihnen entsprechenden wirtschaftspolitischen Mitteln ist schwer erreichbar.

Im Schema von Bretton Woods suchte man ein solches Problem dadurch zu lösen, daß man die Währungsabwertung grundsätzlich erlaubte. Damals sah man aber nicht voraus, daß das internationale Zahlungssystem nicht auf dem Währungsfonds, sondern auf Leitwährungsreserven ruhen würde. Gerade dieser Umstand aber verbietet heute dem Leitwährungsland abzuwerten.

In den letzten vier Jahren hat es sich in den Vereinigten Staaten gezeigt, daß ein Zustand der Unterbeschäftigung sowohl mit Zahlungsbilanzdefizit wie auch mit kontinuierlicher Geldentwertung verbunden sein kann. Die Verbindung zwischen Defizit und Inflation ist klar. Preissteigerung tendiert dahin, die Ausfuhr zu reduzieren und die Einfuhr anzuregen, besonders wenn wir uns daran erinnern, daß diese Schwierigkeiten im Fall der Vereinigten Staaten gerade dann eintraten, als Europa und Japan ihre Konkurrenzfähigkeit wiedergewonnen hatten.

Daß die Vereinigten Staaten viele Jahre lang auf ihre Zahlungsbilanz keine Rücksicht nehmen mußten, führte zu einer Geld-, Preis- und Lohnpolitik, die wohl am besten als „zu bequem“ gekennzeichnet werden darf. Man könnte deshalb versucht sein zu sagen, daß das gegenwärtige Defizit die gesunde Wirkung habe, die Vereinigten Staaten zu einer konservativeren Wirtschaftspolitik zu zwingen.

Dieses Argument wäre aber nur dann stichhaltig, wenn angenommen werden dürfte, daß die Preise und Kosten in einer modernen

Marktwirtschaft auch nach unten anpassungsfähig sind. Ferner würden wir für das Leitwährungsland allein eine streng konservative Politik vorschlagen, während alle anderen Länder sich durch die Möglichkeit einer späteren Ab- und Aufwertung Freiheit für ihre nationale Wirtschaftspolitik bewahren könnten. Ist es richtig, daß infolge des Primats der Vollbeschäftigungspolitik der Goldmechanismus nicht mehr reibungslos genug funktionieren kann, so ist es unklug und ungerecht, vom Leitwährungsland zu fordern, daß es allein zu überlebten wirtschaftspolitischen Maßnahmen zurückkehren sollte, zumal die allgemeine Preisgabe des Goldmechanismus dessen größten Vorteil — die automatische Integration der Geldpolitik der Mitglieder — zerstört hat.

Die Zeit ist gekommen, Pläne zu entwerfen, die die Vereinigten Staaten von den unerwünschten Beschränkungen befreien, die mit ihrer Stellung als Leitwährungsland verbunden sind.

II. Die Lösungsvorschläge

Eine allgemeine Erhöhung des Goldpreises

Die Nachfrage nach Leitwährungsreserven könnte vermindert werden, wenn es gelänge, die Goldkomponente der internationalen Liquiditätsreserven wesentlich zu erhöhen. Eine allgemeine und gleichmäßige Erhöhung des Goldpreises in allen Ländern (z. B. eine Verdoppelung) würde den Wert der Goldreserven im Verhältnis zu den nationalen Geldeinheiten erhöhen und die Goldproduktion steigern. Nehmen wir an, daß das Leitwährungsland immer noch über sehr große Geldreserven verfügt, so kann es nach der Revaluation die Leitwährungsreserven ganz oder teilweise in Gold einlösen.

Es läßt sich aber leicht zeigen, daß dieser Plan das Leitwährungsproblem nicht lösen könnte.

Eine allgemeine Erhöhung des Goldpreises wird vom Nationalökonom vorgeschlagen, die diametral entgegengesetzte Ziele erreichen wollen. Jaques Rueff z. B. betrachtet die Goldaufwertung als Voraussetzung einer Rückkehr zum Goldmechanismus, während sie für Sir Roy Harrod zu größerer internationaler Liquidität und deshalb zu größerer Freiheit der nationalen Wirtschaftspolitik führen soll.

Die konservativen Vertreter der Goldaufwertung wollen die Golddevisenwährung mit ihrer „Doppelkreditstruktur auf der Basis der amerikanischen Goldreserven“ aufgeben¹³. Das Leitwährungssystem

¹³ Vgl. Jacques Rueff, „The West is Risking a Credit Collapse“, *Fortune*, New York, Juli 1961. Rueff kritisiert das Leitwährungssystem auch deshalb, weil das Leitwährungsland wegen seines technisch notwendigen Zahlungsbilanzdefizits nicht gezwungen ist, die korrektiven Maßnahmen zu ergreifen, die nötig wären, wenn das Defizit abbezahlt werden müßte.

wird als inflationsgefährlich angesehen, da auf dem Gold zunächst ein Überbau von Dollars ruht und dann noch einmal auf jedem Dollar in fremden Reserven ein Überbau von fremdem Geld.

Es wird deshalb vorgeschlagen, daß sich alle Länder wieder der Disziplin des Goldmechanismus unterwerfen und versprechen sollen, „keine neuen offiziellen Devisenreserven anzusammeln, um einen zukünftigen Rückfall in die Golddevisenwährung zu vermeiden“¹⁴. Vorbedingung des Planes ist eine allgemeine Goldaufwertung, wobei allerdings nichts über die möglichen inflationistischen Folgen eines solchen Schrittes gesagt wird.

Wäre der konservative Plan ausführbar, so würde er die Lage des Leitwährungslandes durch teilweise Einlösung der Leitwährungsguthaben und durch Wiedereinführung einer straffen Integration der Geldpolitik aller „Mitglieder“ verbessern. Leider ist eine Rückkehr zum Goldmechanismus aber nicht mehr möglich. Konservative Nationalökonomien, die diese Rückkehr befürworten, müßten erst beweisen, daß es praktisch möglich ist, die wichtigsten Wirtschaftsprobleme durch Zentralbankpolitik allein zu lösen.

Daß der konservative Plan auf unüberwindliche Widerstände stoßen würde, wird deutlich, wenn wir uns den Vorschlägen von *Harrod* zuwenden. Er ist der Meinung, daß unzureichende internationale Liquidität die Zinssätze zu hoch hinaufgeschraubt hat, so daß viele Länder daran gehindert werden, eine wirtschaftliche Expansionspolitik zu treiben. Erhöhe Liquidität wird deshalb gefordert um niedere Zinssätze und schnelleres Wirtschaftswachstum möglich zu machen¹⁵. *Harrods* Plan würde allen Ländern, also auch dem Leitwährungsland, erlauben, eine Kreditausweitungspolitik zu treiben, während *Rueffs* Vorschlag alle Länder zur Integration ihrer Geldpolitik zwingen würde.

Es muß angenommen werden, daß *Harrods* „massive“ Erhöhung der internationalen Liquidität zu einer Verschlimmerung der bereits bestehenden schleichenden Inflation führen und deshalb weitere Erhöhungen des Goldpreises nach sich ziehen würde. Dann aber würden die Zentralbanken zögern, Devisenreserven zu halten, die nicht mehr als ein dem Gold ebenbürtiges Wertaufbewahrungsmittel angesehen werden könnten¹⁶. Der Expansionsplan könnte also eine gefährliche

¹⁴ Michael A. Heilperin, „Monetary Reform in an Atlantic Setting“, in *International Payments Imbalances and Need for Strengthening International Financial Arrangements*, Hearings, Subcommittee on International Exchange and Payments of the Joint Committee, Washington 1961, S. 338.

¹⁵ Sir Roy Harrod, „The Dollar Problem and the Gold Question“, in: Seymour E. Harris, *The Dollar in Crisis*, New York 1961, S. 46–62.

¹⁶ Vgl. Maxwell Stamp, „The Fund and the Future“, *Lloyds Bank Review*, Oktober 1958, S. 10.

Reduzierung der internationalen Liquidität zur Folge haben. Man muß sogar befürchten, daß bereits die erste allgemeine Goldaufwertung, oder selbst ihre wiederholte Prognose, zur allgemeinen Einlösung von Dollarguthaben und damit zum Zusammenbruch des gegenwärtigen Leitwährungssystems führen könnte.

Eine supranationale Zentralbank

Wir haben bereits gesehen, daß die Schwäche des Internationalen Währungsfonds die Vereinigten Staaten in ihre gegenwärtige Position als Leitwährungsland drängte. Die Lösung des Leitwährungsproblems kann deshalb durch Schaffung einer wesentlich stärkeren internationalen Bank angestrebt werden. Ein solches Institut könnte die folgenden Vorteile bieten: Es könnte die internationalen Liquiditätsreserven zentralisieren, aus eigener Initiative internationales Geld schaffen, als internationale Verrechnungsstelle dienen und alle Wechselkursveränderungen überprüfen.

Die Schaffung einer solchen Bank wäre der folgerichtige Abschluß der Entwicklung, die zur Gründung der nationalen Zentralbanken führte. Leider ist sie aber einem entscheidenden Einwand ausgesetzt: Eine supranationale Zentralbank ist praktisch unmöglich, weil sie alle Länder zwingen würde, ihre gegenwärtigen Reserven aufzugeben und statt ihrer internationales Geld anzunehmen, das von einer supranationalen Bank geschaffen wird, der der Rückhalt einer Supra-regierung fehlt¹⁷.

Trotzdem sollen drei Grundformen einer supranationalen Zentralbank besprochen werden, um andeuten zu können, wie weit sie sich von den praktischen Lösungen entfernen, die weiter unten behandelt werden.

Wir betrachten zuerst eine Clearingunion, wie sie von *Keynes* vorgeschlagen wurde. Bancorguthaben sind in diesem Schema entweder das Resultat von Goldeinzahlungen oder von deponierten Bancorschecks. Defizitländer können bis zu einer gewissen Summe (*Quote*) von ihren Ziehungsrechten Gebrauch machen. Die Überschußländer sind verpflichtet Bancorschecks anzunehmen, auch wenn sie insgesamt die *Quote* des Überschußlandes weit übersteigen.

Wie gestaltet sich die Lage, wenn die Defizitländer von ihren Ziehungsrechten übertriebenen Gebrauch machen? Inflation führt zu einem Zahlungsdefizit und die Benützung der Ziehungsrechte seitens der Defizitländer führt zu wachsenden Bancorguthaben der Überschußländer. Bei zureichender Integration der Wirtschaftspolitik der

¹⁷ Vgl. Robert V. Roosa, „Assuring the Free World's Liquidity“, *Business Review Supplement*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, September 1962.

Mitglieder könnte eine Clearingunion funktionieren, da dann die Schaffung von Bancorguthaben in engen Grenzen gehalten würde. Die Schwäche des Planes lag aber gerade darin, daß Keynes „die geringstmögliche Einmischung in die nationale Wirtschaftspolitik“ der Mitglieder verlangte¹⁸. Da es deshalb einem solchen System an der notwendigen Integration der Wirtschaftspolitik der Mitglieder mangelt, wäre es dem Leitwährungssystem nicht überlegen. Anders ausgedrückt, eine Clearingunion wäre nur dann eine Verbesserung, wenn die Schaffung von Bancorguthaben von Maßnahmen begleitet wäre, die ein internationales Zahlungsgleichgewicht herbeiführen würden.

Keynes schlug vor, daß „Guthaben nicht in einem anderen Land gehalten werden können, es sei denn mit der Zustimmung der Geldautorität dieses Landes; und damit nicht der Eindruck erweckt wird, daß Sterling und Dollar als Reserveguthaben mit Bancor konkurrieren, könnten U. K. und U. S. vereinbaren, Reserveguthaben anderer Länder nicht zu akzeptieren, soweit sie normale Arbeitsguthaben überschreiten“¹⁹. Als Grund gab Keynes an, daß kein Land dazu gezwungen werden sollte, „spezielle und unangenehme Verpflichtungen zu übernehmen“. Er meinte damit offensichtlich die Schwierigkeiten, denen sich ein Leitwährungsland aussetzen muß.

Eine zweite Art supranationaler Bank würde zunächst einmal alle internationalen Liquiditätsreserven zentralisieren und in Bankdepósitos mit Goldgarantie verwandeln²⁰. Damit würden die Leitwährungsguthaben Aktiva der neuen Bank, die allmählich vom Leitwährungsland abbezahlt werden könnten. Da aber die Bank den Goldwert der Depositen garantiert, müßte auch das vormalige Leitwährungsland den Goldwert der Leitwährungsaktiva der Bank garantieren, was die Abwertung der vormaligen Leitwährung erschweren würde.

Die Bank würde sich aber nicht auf die Zentralisierung bereits existierender Liquiditätsreserven beschränken. Als echte Zentralbank könnte sie sich der Kreditschöpfung bedienen, um aus eigener Initiative oder auf Verlangen der Mitglieder zusätzliche Depositen zu schaffen. Wenn die Leiter der Bank die optimale Menge internationalen Geldes feststellen könnten und die Zentralbankleiter der Mitgliedsländer mit ihnen übereinstimmen, dann hätten wir hier eine ideale Lösung vor uns, die der Schaffung eines Weltgeldsystems sehr nahe käme.

Dieses Stadium haben wir aber noch nicht erreicht. Die Schaffung internationalen Geldes bedeutet immer auch die Schaffung nationalen

¹⁸ *Proposals for an International Clearing Union*, Vorwort.

¹⁹ a.a.O., V, 25.

²⁰ Die bekanntesten Vorschläge dieser Art stammen von Robert Triffin, *Gold and the Dollar Crisis* und James E. Meade, „The Future of International Trade and Payments“, *The Three Banks Review*, Juni 1961.

Geldes, da ja tatsächliche Käufe immer nur in Nationalwirtschaften mit nationalen Geldeinheiten gemacht werden können. Die Mitglieder des internationalen Zahlungssystems werden aber noch lange nicht bereit sein, ihre Geldhoheit an eine supranationale Bank abzutreten. Es ist bereits höchst unwahrscheinlich, daß die einzelnen Länder willens sein werden, ihre gegenwärtigen Gold- und Dollarguthaben gegen Bankdepositen umzutauschen. Mit der allmählichen Reduzierung der Dollarguthaben der Bank würden ihre Aktiva in zunehmendem Maß aus Schuldverschreibungen (zum Beispiel von Entwicklungsländern) bestehen — eine Entwicklung, welche die erwähnte Goldgarantie als fragwürdig erscheinen lassen müßte.

In ihrer dritten Form wäre die neuzuschaffende Bank dem Internationalen Währungsfonds ähnlich. Der Unterschied läge darin, daß der neue Fonds das Recht hätte, seine Schuldverschreibungen jederzeit an die Mitglieder zu verkaufen (d. h. daß die Mitglieder gezwungen würden, diese Schuldverschreibungen zu kaufen). Im Gegensatz zu der oben behandelten zweiten Form, in der die neue Bank mit neugeschaffenem internationalem Geld Schuldverschreibungen der Mitglieder kauft, verkauft hier der Fonds seine eigenen Schuldverschreibungen, um seinen Vorrat an Mitgliedswährungen aufzufüllen.

Auch hier muß aber gesagt werden, daß es nicht wahrscheinlich ist, daß die Mitglieder des Fonds bereit sein werden, den Teil des Artikels VII, 2 des Bretton Woods-Abkommens wegfallen zu lassen, der betont, „daß kein Mitglied verpflichtet ist, dem Fonds solche Kredite zu erteilen“. Soweit die Mitglieder bereit sind, dem Fonds Kredite zur Verfügung zu stellen, kann die internationale Liquidität erhöht werden. Die Entscheidung liegt aber bei den Mitgliedern, nicht beim Fonds.

Leitwährung und Internationaler Währungsfonds

Wir haben bereits gesehen, daß der Internationale Währungsfonds zu schwach war und daß die Vereinigten Staaten die Aufgabe übernehmen, die freie Welt zur Konvertibilität zurückzuführen. Die Gelder der amerikanischen Hilfsaktionen wurden nicht durch den Fonds verteilt, und niemand dachte daran, daß der Fonds je in die Lage kommen würde, die Leitwährung selbst zu stützen. Der Hauptgrund für die Kaltstellung des Fonds war, daß der Fonds nicht die Macht hatte, die für eine Rückkehr zur Konvertibilität unerlässlich monetäre Zusammenarbeit herbeizuführen.

Mit der Überwindung der Dollarlücke ist eine Veränderung im Verhältnis der Vereinigten Staaten zum Währungsfonds eingetreten²¹.

²¹ Vgl. W. M. Scammell, *International Monetary Policy*, London 1961, S. 402.

Denn es ist jetzt klar geworden, daß der Währungsfonds unter Umständen eine wichtige Rolle spielen kann, wenn es nötig werden sollte, die Leitwährung zu stützen.

Hilfe seitens des Fonds könnte vor allem im Falle großer Goldabziehungen nötig werden. Um diesen Beistand gewähren zu können, mußte zuerst der Artikel VI des Abkommens von Bretton Woods neu ausgelegt werden, der sagt, daß „ein Mitglied die Mittel des Fonds nicht beanspruchen darf, um einem großen oder anhaltenden Abfluß von Kapital zu begegnen“. Es ist jetzt entschieden worden, daß die Mittel des Fonds für diesen Zweck benützt werden können, „vorausgesetzt, daß angebrachte Maßnahmen getroffen werden, so daß der gleichgewichtsstörende Abfluß aufgehalten und die vom Fonds gewährte Hilfe innerhalb einer Maximalperiode von drei bis fünf Jahren zurückgezahlt werden kann“²².

Obschon der Währungsfonds durch die Erhöhung der Mitgliedsquoten und die Konvertibilität eines größeren Teils seiner Mittel kürzlich wesentlich gestärkt worden ist, hat man es doch für ratsam gehalten, sich für eine mögliche Notlage vorzubereiten, die außerordentlich große Mittel beanspruchen würde. Demgemäß hat der Fonds spezielle Abkommen mit den hauptsächlichsten Industrieländern abgeschlossen, auf Grund deren diese Länder bereit sind, wenn nötig zusätzliche Mittel zur Verfügung zu stellen²³. Diese Vereinbarungen entsprechen den sogenannten *standby agreements*, die der Fonds seit 1953 mit Defizitländern abgeschlossen hat. Auf Grund dieser Standbys können Defizitländer vom Fonds Währungen bis zu einem vereinbarten Maximalbetrag erwerben, wenn sie sich verpflichten, ihre eigenen Währungen innerhalb einer bestimmten Frist zurückzukaufen. Der Fonds entspricht solchen Ansuchen, wenn die Mittel benötigt werden „um ein gesundes Programm zu unterstützen, das auf Erreichung und Erhaltung der dauernden Stabilität der Währung des Mitgliedes bei realistischen Wechselkursen hinzielt“²⁴. Wir haben bereits gesehen, daß der Fonds jetzt auch bereit ist, einem Mitglied

²² International Monetary Fund, *Summary Proceedings*, Washington 1961, S. 26.

²³ Der Fonds kann bis zu 6 Milliarden Dollar in Gold einlösbare Währungen erwerben, die es ihm möglich machen großen Kapitalbewegungen wirksam zu begegnen. 4 Milliarden Dollar können in dieser Weise für den Fall einer Flucht aus dem Dollar bereitgestellt werden. Vgl. „Capital Flow and International Payments“, *Federal Reserve Bulletin*, März 1962, S. 277. Diese Vereinbarungen mit den Industrieländern folgen Vorschlägen, die von M. E. Bernstein gemacht wurden. Vgl. Bernstein, *International Effects of U.S. Economic Policy*, Study Paper No. 16, Joint Economic Committee: Study of Employment, Growth, and Price Levels, Washington 1960.

²⁴ International Monetary Fund, *Annual Report 1959*, S. 22. Der Jahresbericht für 1960 stellt fest, daß diese Grundsätze „sich als außerordentlich praktisch erwiesen haben“.

im Falle eines längerdauernden Kapitalabflusses zu helfen, vorausgesetzt, daß angebrachte Mittel verwandt werden, den Abfluß zu stoppen.

Dieser Übergang von den ursprünglichen „Kaufrechten“ zur Hilfe unter der Bedingung, daß die Mitglieder Maßnahmen treffen, die zu einem Zahlungsbilanzgleichgewicht führen, ist eine wichtige Entwicklung. Sie bedeutet die Aufgabe der Haltung, daß das internationale Währungsinstitut auf das Prinzip der geringstmöglichen Einflußnahme auf die nationale Wirtschaftspolitik der Mitglieder gegründet sein soll. Damit ist ein entscheidender Schritt getan zur Schaffung der unerläßlichen Basis eines erfolgreichen internationalen Zahlungssystems — der Integration der wirtschaftspolitischen Maßnahmen, nicht durch einen Mechanismus, sondern unter sorgfältiger Berücksichtigung der speziellen Probleme der Mitglieder.

Diese Vereinbarungen mit den Defizitländern bedurften aber der Balancierung durch ähnliche Abkommen mit den Überschußländern, um dem System die nötige Symmetrie zu geben. Die Überschußländer müssen nicht nur herangezogen werden, wenn der Fonds zusätzliche Mittel brauchen sollte; sie müssen auch dazu angehalten werden, dauernd an der Aufrechterhaltung des internationalen Zahlungsgleichgewichts mitzuarbeiten.

Daß die Überschußländer sich bereit erklärt haben, notfalls Kredite bereitzustellen, darf als ermutigender Beweis engerer internationaler Zusammenarbeit gedeutet werden. Freilich dürfen wir aber nicht übersehen, daß Hilfe die einem Defizitland auf dem Umweg über den Währungsfonds gewährt wird, die Sicherung einer Wechselkursgarantie einschließt (laut Artikel IV, 8), einer Garantie, die beim Halten von Leitwährungsguthaben nicht gegeben ist.

Artikel VII, 2 des Abkommens von Bretton Woods, der feststellt, „daß kein Mitglied verpflichtet ist, dem Fonds Kredite zu erteilen“, bleibt unverändert. Die neuen Vereinbarungen mit den Industrieländern ermöglichen es aber dem Währungsfonds, in seiner Vorbereitung für etwaige Notfälle so weit zu gehen als es die Umstände erlauben. Der Fonds kann Initiative entwickeln, kann zur Zusammenarbeit drängen, in Notlagen helfen und auf die Defizitländer Druck ausüben — aber die Mitglieder werden realistisch als die Autoritäten anerkannt, von deren Entscheidungen der Erfolg oder Mißerfolg des internationalen Zahlungssystems abhängt. Anders ausgedrückt, die neueste Entwicklung des Währungsfonds erlaubt uns, dem Ideal einer internationalen Zentralbank so nahe zu kommen, als es heute praktisch möglich ist.

Sicherungen gegen Spekulation

Das Leitwährungssystem kann auch durch Maßnahmen gestärkt werden, die außerhalb des Währungsfonds vom Leitwährungsland selbst und von anderen führenden Ländern durchgeführt werden können.

Das Leitwährungsland kann seine Liquidität dadurch erhöhen, daß es außer seinen Goldreserven Guthaben in den wichtigsten einlösbaren Währungen ansammelt. Diese können dann „in den Devisenmärkten als ‚masse de manoeuvre‘ verwandt werden und als erste Verteidigungslinie dienen“²⁵. Das Federal Reserve System der Vereinigten Staaten ist eben im Begriff die Operationen des Exchange Stabilization Funds des Schatzamts zu erweitern, um „außerordentliche Wechselkursbewegungen zu vermeiden, die sonst störende internationale Kapitalbewegungen hervorrufen könnten“²⁶.

Eine zweite Verteidigungslinie kann dadurch geschaffen werden, daß die nationalen Währungsausgleichsfonds oder die Zentralbanken sich durch sogenannte Austauschabkommen gegenseitig unterstützen. Kürzlich abgeschlossene Abkommen dieser Art zwischen dem Leitwährungsland und anderen führenden Ländern bezeugen die zunehmende Bereitschaft der letzteren, das erstere in der Lösung seiner speziellen Probleme zu unterstützen.

Eine dritte Verteidigungslinie ist in der Bereitwilligkeit des Währungsfonds gegeben, die Zentralbanken in ihrer Zusammenarbeit zu unterstützen. Wir haben bereits gesehen, daß der Fonds sich auf diese Aufgabe vorzubereiten sucht.

Man darf annehmen, daß die Privatspekulation gegen das skizzierte dreifache Verteidigungssystem nichts ausrichten könnte, es sei denn, daß eine Währung ganz zweifellos über- oder unterbewertet wäre. In diesem Fall würden aber auch die anderen Zentralbanken nicht willens sein, ihre Mittel in einer erfolglosen Stabilisierungsaktion zu riskieren.

Entspricht die Goldparität ganz offensichtlich nicht der Kaufkraftparität, so kann auch eine offizielle Garantie auf die Dauer nichts nützen. Sind die internationalen Zahlungen eines Landes im Gleichgewicht, so ist eine Wechselkursgarantie nicht notwendig; sind dagegen die wirtschaftspolitischen Maßnahmen des Landes nicht vertrauenerweckend, so sind die Garantien umsonst. Es darf hier auch daran erinnert werden, daß den meisten Abwertungen der Vergangenheit das Versprechen vorausging, daß nicht abgewertet würde.

²⁵ Xenophon Zolotas, *Toward a Reinforced Gold Exchange Standard*, Bank of Greece, Papers and Lectures, Athen 1961, S. 11—12.

²⁶ Vgl. „Monetary Fund Resources and International Payments System“, *Federal Reserve Bulletin*, März 1962, S. 281.

Was die Gefahren der Devisenspekulation betrifft, so muß hier auf eine besondere Schwäche des Systems der Stufenflexibilität hingewiesen werden, das in Bretton Woods eingeführt wurde. Die Wechselkurse werden in diesem System nicht unabänderlich festgelegt. Weichen sie zu weit vom Gleichgewichtskurs ab, so kann der Währungsfonds eine Ab- oder Aufwertung erlauben. Wir haben es hier mit einem Kompromiß zu tun, in dem weder unveränderliche Goldparitäten die Nationalwirtschaften integrieren, noch auch flexible Kurse ein Zahlungsbilanzgleichgewicht herbeiführen.

Das System der Stufenflexibilität ist schweren Störungen ausgesetzt, wenn der feste Wechselkurs offensichtlich nicht mehr dem Gleichgewichtskurs entspricht, also im Falle eines ernsten und dauernden Zahlungsbilanzdefizits. Solange der Wechselkurs nur stufenweise geändert wird und die Richtung einer voraussichtlichen Änderung keinem Zweifel unterliegt, muß die Spekulation störend wirken. „Bei festen Wechselkursen ist die Spekulation fast risikolos. Sie riskiert für den Fall, daß das erhoffte oder gefürchtete Ereignis nicht eintritt, höchstens die Marge zwischen den sogenannten Goldpunkten. Es besteht also kein Grund, weshalb sie nicht gegen die Währung spekulieren sollte²⁷.“

Nur solange eine „gesunde“ nationale Wirtschaftspolitik das Vertrauen für die Stabilität einer Währung aufrecht erhält, kann diese gefährliche Eigenschaft des Systems der Stufenflexibilität ignoriert werden. Damit aber schließen wir gerade jene Flexibilität aus, durch die das internationale Zahlungssystem in Bretton Woods den Erfordernissen moderner Wirtschaftspolitik angepaßt werden sollte.

Zinsunterschiede und flexible Wechselkurse

Die praktischen Vorschläge, die bis jetzt untersucht worden sind, zielen alle darauf hin, die Leitwährung dadurch zu entlasten und zu sichern, daß größere Liquiditätsreserven bereitgestellt werden. Keiner dieser Vorschläge aber hat die Beschränkung beseitigt, denen die nationale Wirtschaftspolitik des Leitwährungslandes unterliegt.

Im Falle der Vereinigten Staaten darf bezweifelt werden, daß in dieser Richtung dadurch viel zu erreichen ist, daß man dem Federal Reserve System erlaubt, für die Spareinlagen fremder Regierungen höhere Zinsen zu zahlen als für heimische Depositen. Zweifel ergeben sich aus folgenden Gründen.

²⁷ L. Albert Hahn, „Monetäre Integration — Illusion oder Realität?“ in: Wilhelm Meinhold (Her.), *Internationale Währungs- und Finanzpolitik*, Berlin 1961, S. 119.

1. Sollte eine ausländische Zentralbank an die Möglichkeit einer Abwertung der Leitwährung glauben, so würden höhere Zinsen sie kaum von einer Einlösung in Gold zurückhalten.

2. Eine Politik künstlicher Preisdifferenzierung verletzt ein Grundprinzip der Marktwirtschaft und kann deshalb nicht dauernd erfolgreich sein. *Keynes* hielt es für unmöglich, das Problem gleichgewichtsstörender Kapitalbewegungen dadurch zu lösen, daß man ausländischen und einheimischen Einlegern verschiedene Zinsen zahlt. Er schrieb: „Kredit ist gleich Wasser. Während es für eine Vielzahl von Zwecken verwendet werden kann, ist es als solches undifferenziert, kann durch alle denkbaren Risse tröpfeln und wird unbedenklich in dem ganzen Gebiet den gleichen Stand zu halten trachten, sofern nicht die einzelnen Felder durch unbedingt wasserdichte Schotten abgetrennt werden — was im Falle des Kredits kaum möglich ist²⁸.“

3. Vorzugszinsen für fremde Einleger wären viel zu schwach um dem Leitwährungsland die Unabhängigkeit seiner Geld- und Fiskalpolitik zu erkaufen. Zinsunterschiede wären in dieser Beziehung wesentlich weniger wirksam als Wechselkursschwankungen.

Leider ist man heute ziemlich allgemein der Meinung, daß selbst bescheidene Wechselkursschwankungen der Leitwährung nicht geduldet werden können. Obwohl sich viel für die Einführung eines Systems flexibler Wechselkurse sagen läßt²⁹, sind seine Aussichten kaum besser als die der oben erwähnten supranationalen Zentralbank. Während aber eine solche Bank auf politische Entwicklungen der Zukunft warten muß, könnte ein System flexibler Wechselkurse eingeführt werden, sobald die gegenwärtigen Zahlungsbilanzschwierigkeiten des Leitwährungslandes überwunden sind und die Aufgaben des Leitwährungslandes mit anderen führenden Ländern geteilt werden (multi-currency standard).

Ein System flexibler Wechselkurse hätte die folgenden Vorteile: Es würde den Bedarf an internationalen Reserven sehr reduzieren, da die Wechselkurse als Gleichgewichtspreise funktionieren könnten; der nationalen Wirtschaftspolitik würde größere Freiheit eingeräumt, um

²⁸ John Maynard Keynes, *Vom Gelde*, München 1932, S. 555—556.

²⁹ Vgl. zum Beispiel Milton Friedman, „The Case for Flexible Exchange Rates“, in *Essays in Positive Economics*, Chicago 1953; Gottfried Haberler, „Konvertibilität der Währungen“, in: *Die Konvertibilität der europäischen Währungen*, Erlench-Zürich 1954; L. Albert Hahn, „Monetäre Integration — Illusion oder Realität?“, in *Internationale Währungs- und Finanzpolitik*, Berlin 1961; George N. Halm, „Feste oder flexible Wechselkurse?“, *Kyklos*, Vol. XVI (1963); Emil Küng, *Zahlungsbilanzpolitik*, Zürich-Tübingen 1959; James E. Meade, „The Case for Variable Exchange Rates“, *The Three Banks Review*, No. 27, September 1955; W. M. Scammell, *International Monetary Policy*, London 1961; Egon Sohmen, *Flexible Exchange Rates*, Chicago 1961; Charles R. Whittlesey, *International Monetary Issues*, New York 1937.

die Wechselkurse zu stabilisieren; und die Spekulation würde zu einem stabilisierenden und nicht zu einem störenden Faktor, da die Stufenflexibilität durch echte Flexibilität ersetzt würde.

Das System flexibler Wechselkurse könnte in einer bescheidenen und vorläufigen Form im Rahmen des Währungsfonds dadurch eingeführt werden, daß man den Mitgliedern erlaubt nach Artikel IV, 2 die Spanne zwischen den An- und Verkaufspreisen von Gold zu vergrößern. Flexible Kurse könnten dann wenigstens innerhalb des so geschaffenen Bandes ihren gleichgewichtsfördernden Einfluß ausüben³⁰.

³⁰ Keynes führte bereits im Jahre 1930 (*Vom Gelde*, Kapitel 36) aus, daß durch einen größeren künstlichen Abstand der Goldpunkte mehr Freiheit für die nationale Wirtschaftspolitik geschaffen werden könnte.