

Jarchow,, Hans-Joachim

Article

Feste oder flexible Wechselkurse?

Kredit und Kapital

Provided in Cooperation with:

Duncker & Humblot, Berlin

Suggested Citation: Jarchow,, Hans-Joachim (2002) : Feste oder flexible Wechselkurse?, Kredit und Kapital, ISSN 0023-4591, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 35, Iss. 4, pp. 481-502, <https://doi.org/10.3790/ccm.35.4.481>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/293468>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Feste oder flexible Wechselkurse?

Erfahrungen vom Goldstandard bis zur Gegenwart*

Von Hans-Joachim Jarchow, Göttingen

I. Einführung

Im Jahre 1968, also vor 35 Jahren, veröffentlichte die Zeitschrift „Kredit und Kapital“ im ersten Jahr ihres Erscheinens eine überarbeitete und erweiterte Fassung meiner Antrittsvorlesung¹. Das Thema lautete: „Die gegenwärtige währungspolitische Situation im Lichte der Diskussionen von Bretton Woods“. Mit meiner Abschiedsvorlesung² bleibe ich – Kontinuität während – im Bereich der Internationalen Währungspolitik. Damals hatte ich die grundsätzliche Frage fester oder flexibler Wechselkurse weitgehend ausgeklammert. Ihre Behandlung hole ich jetzt nach. Meine Antwort ergibt sich aus der Analyse währungspolitischer Erfahrungen, die sich auf fünf längere Ausschnitte aus einem Zeitraum von mehr als 120 Jahren beziehen. Sie behandeln:

- Charakteristika des Goldstandards,
- Probleme des Bretton-Woods-Systems,
- Entwicklungen bei der Europäischen Währungsintegration,
- Wechselkurserfahrungen im Transformationsprozeß osteuropäischer Länder und
- Wechselkursaspekte im Zusammenhang mit jüngeren Finanz- und Währungskrisen.

Ergänzend wird auch auf einige Erfahrungen mit der größeren Wechselkursflexibilität nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems Anfang der siebziger Jahre eingegangen.

* Für die Durchsicht des Manuskripts und Anregungen danke ich G. Engel. Mein Dank gilt auch einem anonymen Gutachter für einige Verbesserungsvorschläge.

¹ Jarchow (1968), S. 152 ff.

² Der vorliegende Beitrag ist eine überarbeitete und erweiterte Fassung meiner am 28. Januar 2003 gehaltenen Abschiedsvorlesung.

Im folgenden geht es vor allem um Fakten, nicht aber um ihre bloße Aufzählung. „Das Meer der Tatsachen ist stumm“ – oft habe ich diesen Satz als Student im Hörsaal aus dem Munde meines späteren Lehrers *Erich Schneider* vernommen. Tatsachen beginnen erst zu sprechen, wenn Zusammenhänge erkennbar werden.³ Um sie aufzudecken, braucht man ökonomisch fundierte Hypothesen. Zwei in diesem Zusammenhang bedeutsame Aussagen sollen den Ausführungen vorangestellt werden. Sie lauten:

- Bei liberalisiertem Kapitalverkehr und festen Wechselkursen verliert ein Land seine geldpolitische Autonomie in der Stabilisierungspolitik.
- Eine Wechselkursanbindung an eine als Stabilitätsanker fungierende Währung kann sich bei der Rückführung hoher Inflationsraten als hilfreich erweisen, gefährdet aber u.U. auf längere Sicht die internationale Wettbewerbsfähigkeit.

Die erste Aussage durchzieht die ersten drei folgenden Abschnitte, die zweite die beiden anschließenden.

II. Der Goldstandard

Der *klassische Goldstandard* (etwa von 1880/81 bis 1914) war ein Festkurssystem. Der Wechselkurs zwischen zwei Währungen, z.B. dem US-Dollar und der Mark, ergab sich dadurch, daß die beteiligten Regierungen einen offiziellen Goldpreis in ihrer Währung festlegten und bereit waren, zu diesem Preis von In- und Ausländern beliebige Mengen Gold zu kaufen und zu verkaufen. Der offizielle, gesetzlich verankerte Goldpreis, die sog. Goldparität, war in Deutschland 1 kg Gold = 2790 M und in den USA 1 kg Gold = 664,6 \$. Die Division beider Beträge lieferte einen festen Wechselkurs von 4,20 M/\$. Um diesen Parikurs konnte der Wechselkurs innerhalb einer engen Bandbreite zwischen dem (oberen) Goldexportpunkt und dem (unteren) Goldimportpunkt schwanken.⁴

Der klassische Goldstandard, der mit dem Ausbruch des Ersten Weltkrieges sein Ende fand, war – neben bemerkenswert stabilen (nominalen) Wechselkursen⁵ – durch einen i.a. reibungslosen Zahlungsbilanzausgleich ohne gravierende Währungskrisen und durch langfristige Preisni-

³ *Schneider* (1967), S. 151.

⁴ Siehe hierzu genauer *Jarchow, Rühmann* (2002), S. 17 ff.

⁵ Nach den von *Bordo* (1993, S. 130) für die sieben wichtigsten Industrieländer vorgelegten Statistiken waren die durchschnittlichen Veränderungen der nominalen Wechselkurse in der Phase des klassischen Goldstands (1881–1913) sehr klein

veaustabilität gekennzeichnet.⁶ Der Zahlungsbilanzausgleich kam dadurch zustande, daß man einen durch Goldzu- und Goldabflüsse ausgelösten Anpassungsprozeß nicht behinderte. Er läßt sich, z.B. im Falle eines Zahlungsbilanzdefizits, verbunden mit Goldabflüssen, in folgender Weise begründen: Goldabflüsse führen zu einer Geldmengenkontraktion, die im Inland Zinserhöhungen sowie Einkommens- und Preissenkungen bewirken. Zinserhöhungen machen Inlandsanlagen attraktiver, so daß Kapital ins Inland fließt. Sinkende Einkommen führen zu einem Importrückgang, und die nachgebenden Preise im Inland machen Inlandsgüter wettbewerbsfähiger, so daß die Importe auch hierdurch zurückgehen und außerdem die Exporte zunehmen. Alle Anpassungsvorgänge bedeuten, daß das anfängliche Zahlungsbilanzdefizit wieder abgebaut wird und sich automatisch eine Tendenz zum Zahlungsbilanzausgleich einstellt. Voraussetzung war allerdings, daß die Zentralbanken die sog. Spielregeln des Goldstandards (die berühmten „rules of the game“) befolgten und die sich aus den Goldabflüssen resultierende Geldmengenkontraktion zuließen (was durchweg der Fall war).

Der Zahlungsbilanzausgleichsmechanismus beinhaltete, daß sich die Goldabflüsse wieder umkehrten. Die Goldreserven wurden so vor ihrer Erschöpfung bewahrt, so daß die Aufrechterhaltung der Goldparität gesichert erschien. Somit sahen die Marktteilnehmer die Wechselkursstabilität aus *zwei* Gründen als glaubwürdig an. Erstens war sie wegen der Fixierung von Goldparitäten gesetzlich verankert, und zweitens erschien die Verankerung wegen des Zahlungsbilanzausgleichsmechanismus auch haltbar.

Da die durch Goldparitäten bestimmten Parikurse (z.B. 4,20 M/\$) und ihre Bandbreite⁷ glaubwürdig erschienen, wirkte die Devisenspekulation in bezug auf die Wechselkurse durchweg stabilisierend.⁸ Entfernte sich der Wechselkurs vom Parikurs z.B. nach oben, dann wußte man, daß die Aufwärtsbewegung durch den Goldexportpunkt begrenzt war und man

und deutlich geringer als in der Bretton-Woods-Phase (1946–1970) und der Phase flexibler Wechselkurse (1974–1989).

⁶ Nach den Zahlenangaben von *Bordo* (1993, S. 128) betrug die durchschnittliche Inflationsrate in der Phase des klassischen Goldstands 1 v.H.; sie war damit erheblich geringer als in der Bretton-Woods-Phase und in der Phase flexibler Wechselkurse.

⁷ Die durch den Abstand zwischen Goldexport- und Goldimportpunkt festgelegte Bandbreite wurde durch die mit Goldbewegungen verbundenen Transport- und Versicherungskosten bestimmt. Sie belief sich z.B. für den Dollarkurs (M/\$) auf etwa 1,2 v.H., bezogen auf den Parikurs.

⁸ Vgl. *Bloomfield* (1963), S. 90, *League of Nations* (1944), S. 15.

rechnete damit, daß er früher oder später wieder in Richtung auf den Parikurs fallen würde. Es erfolgten deshalb spekulative Devisenverkäufe, die den Wechselkurs tatsächlich sinken ließen. Die stabilisierende Spekulation konnte somit zur Folge haben, daß bei Störungen auf dem Devisenmarkt der Goldexport- bzw. Goldimportpunkt gar nicht erst erreicht wurde. Dieses könnte auch die Beobachtung von *Taussig*⁹ miterklären, daß die Goldbewegungen tatsächlich relativ gering ausfielen.

Die langfristige Preisniveaustabilität läßt sich – vereinfachend betrachtet – in folgender Weise begründen: Allgemein steigende Preise erhöhen bei fixiertem Goldpreis die Kosten der Goldproduktion (auch wegen höherer Löhne), so daß diese wegen abnehmender Rentabilität eingeschränkt wird. Mit dem Rückgang der Goldproduktion schrumpft das Geldmengenwachstum und wird kleiner als das Wachstum der Realeinkommen. Dadurch fallen die Preise wieder. Umgekehrt verringern allgemein sinkende Preise bei fixiertem Goldpreis die Kosten der Goldproduktion (auch wegen niedrigerer Löhne), so daß diese wegen zunehmender Rentabilität ausgedehnt wird. Mit der Goldmengenexpansion erhöht sich das Geldmengenwachstum und wird größer als das Wachstum der Realeinkommen. Dadurch steigen die Preise wieder.

Der Goldstandard hatte aber auch Nachteile. Sie zeigen sich bereits, wenn man die Preisentwicklung, z.B. in den USA, Großbritannien und Deutschland, genauer betrachtet (vgl. Abb. 1).

Offenbar waren die Großhandelspreise über den gesamten Zeitraum von 1880 bis 1913 gesehen (also langfristig) praktisch stabil oder geringfügig gestiegen (wie im Falle Deutschlands um 13 Indexpunkte auf 33 Jahre verteilt). Zwischendurch stellten sich allerdings erhebliche Veränderungen ein, durch die der Vorteil langfristiger Preisniveaustabilität relativiert wird. Außerdem ergaben sich vergleichsweise starke Schwankungen auch bei wichtigen realwirtschaftlichen Größen wie dem realen Pro-Kopf-Einkommen und der Beschäftigung.¹⁰ Zudem zeigte sich, daß ihre Entwicklung – wie auch die der Preise – in den Goldstandardländern weitgehend gleichförmig verlief, d. h., es bestand ein enger Konjunkturzusammenhang. Offenbar hat man für Wechselkursstabilität und den i. a. reibungslosen Zahlungsbilanzausgleich bei liberalisiertem Güter- und Kapitalverkehr den aus der ersten Hypothese folgenden Preis bezahlt: einen Verzicht auf den Einsatz der Geldpolitik zur Konjunktur-

⁹ Siehe hierzu *Taussig* (1927), S. 239, 261.

¹⁰ Vgl. hierzu *Jarchow, Rühmann* (2002), S. 32 ff., sowie *Bordo* (1981), S. 14 f., und *Bordo* (1993), S. 128.

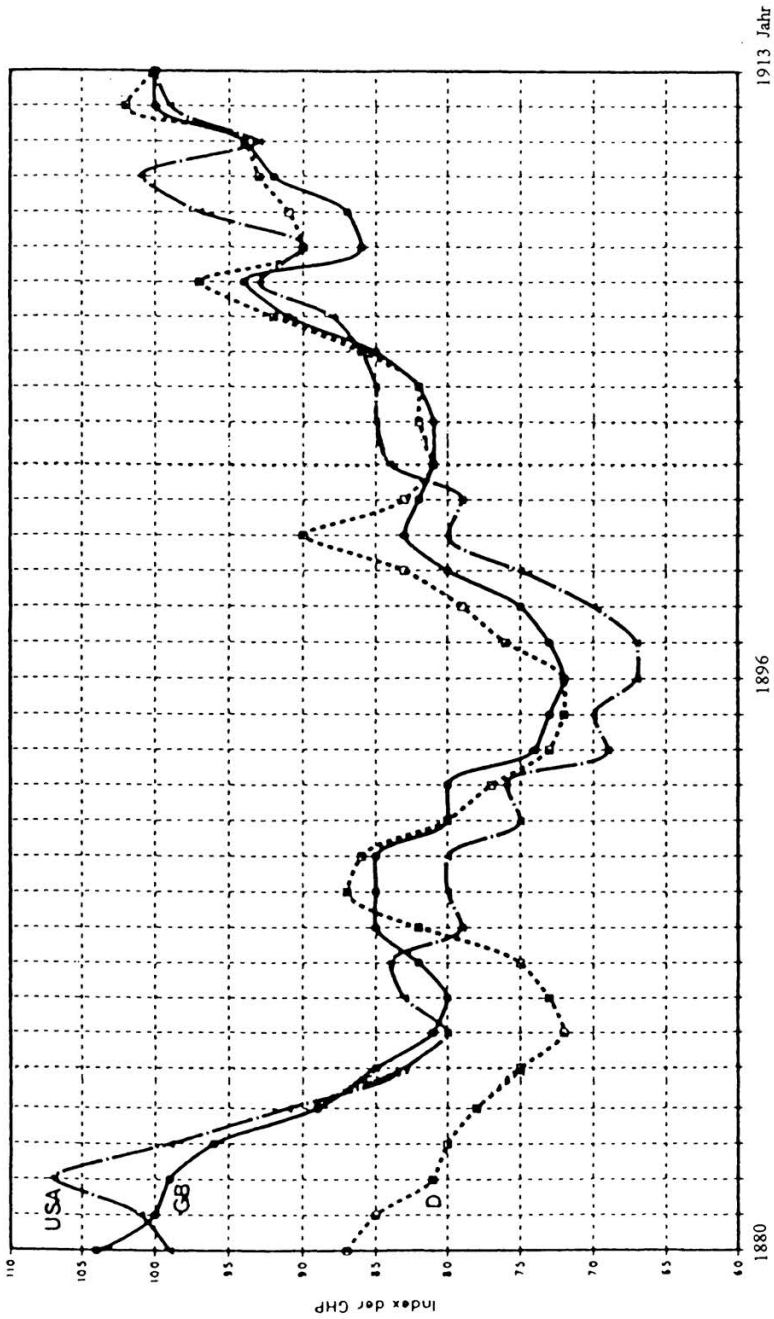


Abbildung 1: Großhandelspreise in den Vereinigten Staaten (USA), Großbritannien (GB) und Deutschland (D) 1880–1913 (1913 = 100)¹¹

¹¹ Quelle der zugrunde gelegten Zahlen: Veit (1969), S. 63 (für Großbritannien und die Vereinigten Staaten). – Deutsche Bundesbank (1976), S. 6 (für Deutschland).

stabilisierung. Die Bereitschaft hierzu folgte aus der damals vorherrschenden wirtschaftspolitischen Orientierung, die außenwirtschaftlich bestimmten Zielsetzungen gegenüber einer binnenwirtschaftlich orientierten Stabilisierungspolitik eindeutig Priorität einräumte.

III. Bretton-Woods-System

Mit der Zeit bekamen binnenwirtschaftliche Zielsetzungen ein stärkeres Gewicht. So wurde bereits in den zwanziger Jahren in den USA und in Frankreich nach der Rückkehr zu festen Wechselkursen bei Devisenbilanzüberschüssen eine sog. Neutralisierungspolitik betrieben, d.h., die mit den Zuflüssen von Währungsreserven verbundene Geldmengenerweiterung wurde durch kontraktive geldpolitische Maßnahmen unterbunden. Damit verhinderte man zwar einen Preisaufrtrieb, verletzte aber gleichzeitig die „rules of the game“. Diese hätten erfordert, die Geldmengenerweiterung und den damit verbundenen Preisaufrtrieb hinzunehmen, weil steigende Preise im Inland die heimische Wettbewerbsfähigkeit vermindern, dadurch einen Abbau von Zahlungsbilanzüberschüssen bewirken und so zum Zahlungsbilanzausgleich zurückführen. Die binnenwirtschaftlich motivierte Neutralisierungspolitik dürfte mit dazu beigetragen haben, daß der nach dem Ersten Weltkrieg in Form eines Gold-Devisenstandards restaurierte Goldstandard 1931 nach einer schweren Pfundkrise zusammenbrach.

In den dreißiger Jahren begann dann ein anderes binnenwirtschaftliches Ziel in den Vordergrund zu rücken: die Stimulierung der gesamtwirtschaftlichen Produktion und der Beschäftigung. Die veränderte Akzentsetzung in der Wirtschaftspolitik erscheint plausibel: Die Weltwirtschaftskrise Anfang der dreißiger Jahre hatte die Arbeitslosigkeit in der Gesellschaft zu *dem* beherrschenden Problem gemacht, und die 1936 erschienene „Allgemeine Theorie“ von Keynes bot eine theoretische Fundierung einer Nachfragesteuerung.

Die stärkere Betonung binnenwirtschaftlicher Ziele beeinflusste die Ausgestaltung des Wechselkurssystems für die Weltwährungsordnung der Nachkriegszeit. Sie entstand 1944 im nordamerikanischen *Bretton Woods* als Ergebnis einer internationalen Währungs- und Finanzkonferenz unter Mitwirkung von Keynes, dem Leiter der britischen Delegation. Hinsichtlich der Wechselkursbeziehungen wurde Stufenflexibilität vereinbart, d.h.: Die Wechselkurse waren in einer engen Bandbreite stabil, wobei aber deren Mittelkurs (die sog. Parität) von Fall zu Fall änderbar

war. So konnten Länder mit Zahlungsbilanzüberschüssen zur Herstellung des Zahlungsbilanzausgleichs ihre Währung aufwerten, d.h. verteuern, und waren nicht gezwungen, eine binnenwirtschaftliche Expansion mit Inflation zu akzeptieren. Umgekehrt konnten Länder mit Zahlungsbilanzdefiziten zur Herstellung des Zahlungsbilanzgleichgewichts ihre Währung abwerten, d.h. verbilligen, und waren nicht gezwungen, eine binnenwirtschaftliche Kontraktion mit Arbeitslosigkeit auf sich zu nehmen. Ein Problem der Stufenflexibilität bestand darin, daß die Wechselkursbindung wegen der fallweise änderbaren Paritäten – anders als im Goldstandard – nicht glaubwürdig erschien und Paritätsänderungen der Richtung nach zudem von der Spekulation relativ gut vorhersehbar waren. Währungen von Überschußländern, deren Währungsreserven zunahmen und deren Dollarkurs (in Preisnotierung) sich innerhalb der Bandbreite nach unten bewegte, wurden aufwertungsverdächtig, Währungen von Defizitländern, deren Währungsreserven abnahmen und deren Dollarkurs sich innerhalb der Bandbreite nach oben bewegte, wurden abwertungsverdächtig. Eine derartige Einbahnspekulation war weitgehend risikolos und bescherte den Spekulanten nach einer Paritätsanpassung stattliche Gewinne auf Kosten der Währungsbehörden und damit des Steuerzahlers. Sie begleitete auch den Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems Anfang der siebziger Jahre.

Vorausgegangen waren hohe, anhaltende Defizite in der amerikanischen Zahlungsbilanz. Ein wichtiger Grund hierfür waren inflatorische Entwicklungen in den USA in der zweiten Hälfte der sechziger Jahre, an denen ein hohes Geldmengenwachstum einen wesentlichen Anteil hatte. Defizite in der amerikanischen Grundbilanz (Leistungsbilanz plus langfristige Kapitalbilanz) wurden dabei durch Kapitalabflüsse aus den USA auf Grund einer Einbahnspekulation gegen den Dollar noch verstärkt. Spiegelbildlich zu dieser Entwicklung stellten sich in Überschußländern wie insbesondere der Bundesrepublik und der Schweiz hohe Dollarzuflüsse ein, die von den Zentralbanken zur Stabilisierung der Dollarkurse gegen Inlandswährung angekauft wurden.¹² So übertrug sich – wie in einem System kommunizierender Röhren – das starke Geldmengenwachstum in den USA auf die Überschußländer und beeinträchtigte dort eine wirksame Antiinflationpolitik. Eine autonome Geldpolitik zur Si-

¹² Anders als im klassischen Goldstandard lösten Defizite in der amerikanischen Zahlungsbilanz keinen automatischen Zahlungsbilanzausgleichsmechanismus aus, da die von den Zentralbanken der Überschußländer angekauften Dollarbeträge wieder in die USA außerhalb des Federal-Reserve-Systems zurückflossen, z.B. durch Anlage in US-Schatzwechseln oder in Form von Einlagen bei amerikanischen Banken.

cherung der Preisniveaustabilität war in diesen Ländern entsprechend der ersten Hypothese bei Aufrechterhaltung des Dollarkurses nicht möglich. Die Überschußländer konnten sich gegen die Dollarzuflüsse nur wehren, indem sie (wie dann auch geschehen) die Dollarankäufe zur Wechselkursstabilisierung einstellten und die Kursbildung damit den Devisenmärkten überließen. Der Dollarkurs wurde so flexibel, und das Bretton-Woods-System grundsätzlich fester Wechselkurse war damit zusammengebrochen. Offenbar waren die Überschußländer nur bereit, so lange Dollar zu einem festen Wechselkurs zu übernehmen, wie die für die Kaufkraftstabilität des Dollar verantwortlichen USA in ihrem Land für Preisniveaustabilität sorgten und damit für die Weltwährungsordnung einen Stabilitätsanker lieferten. Das war bis Mitte der sechziger Jahre auch der Fall gewesen.

IV. Europäische Währungsintegration

Einen wichtigen Schritt innerhalb der Europäischen Währungsintegration bildete die Errichtung des *Europäischen Währungssystems (EWS)* im Jahre 1979. Damit wurde der Versuch unternommen, sämtliche EG-Mitglieder (damals neun) in einen gemeinsamen Wechselkursverbund einzubeziehen. Der Wechselkursverbund war dabei als Block-Floating-System konzipiert, d.h.: Im Verhältnis der EG-Währungen untereinander waren die Wechselkursrelationen stabil, und zwar innerhalb einer Bandbreite von $\pm 2,25$ v.H. um einen Mittelkurs (den sog. bilateralen Leitkurs), der (wie im Bretton-Woods-System) von Fall zu Fall geändert werden konnte. Im Verhältnis gegenüber Drittwährungen (wie dem Dollar oder Yen) waren die Wechselkurse der Europäischen Blockwährungen demgegenüber flexibel. Da das EWS Elemente des Bretton-Woods-Systems enthielt, mußte – nicht zuletzt auf Grund einer Einbahnspekulation – mit problematischen Entwicklungen gerechnet werden. Tatsächlich durchlebte das EWS eine Reihe von Krisen, und in den Jahren 1992/93 führten währungspolitische Turbulenzen zu einer wesentlichen Veränderung des Systems. Vorausgegangen waren Entwicklungen, die zu einem erheblichen Preis- und Kostengefälle zwischen einigen stärker inflationierenden Ländern (nämlich Großbritannien, Italien, Portugal und Spanien) und einem „harten Kern“ stabilitätsbewußter Länder mit Deutschland im Zentrum geführt hatten.¹³ Zahlungsbilanzprobleme bei den Weichwährungsländern waren vorhersehbar, da sich diese angesichts einer rezessionsbestimmten Wirtschaftslage nicht zu

¹³ Siehe hierzu die Zahlenangaben in *Deutsche Bundesbank* (1993), S. 80.

einem geldpolitischen Kurswechsel mit kontraktiven, antiinflationären Maßnahmen entschließen konnten. Die Akteure an den Devisenmärkten (allen voran die in ihrer Bedeutung erheblich gewachsenen institutionellen Anleger)¹⁴ durchschauten dieses Dilemma und verkauften abwertungsverdächtige Währungen wie das englische Pfund, die italienische Lira, den portugiesischen Escudo oder die spanische Peseta. Diese Währungen konnten den hiermit verbundenen Devisenabflüssen nicht lange standhalten und wurden abgewertet oder schieden aus dem Wechselkursverbund des EWS aus (wie das britische Pfund und die italienische Lira).

Später gerieten auch Währungen von Ländern unter spekulativen Druck, die im Abbau ihrer Inflationsraten recht erfolgreich waren und dem harten Kern zugerechnet wurden wie der französische Franc und die dänische Krone. Diese Entwicklung hing indirekt mit den Spätfolgen der deutschen Wiedervereinigung zusammen. Im wiedervereinigten Deutschland stand dem durch Budgetdefizite finanzierten Nachfrageschub keine vergleichbare Ausweitung der Angebotskapazitäten gegenüber, so daß sich hier starke inflationäre Anspannungen ergaben. Aus der Sicht der Deutschen Bundesbank war deshalb der Spielraum für Zinssenkungen sehr begrenzt. Deutliche Zinssenkungen waren aber in anderen Hartwährungsländern (wie in Frankreich und Dänemark) erwünscht, weil sich dort die Konjunktur- und Beschäftigungslage verschlechtert hatte. Diese Länder konnten sich jedoch bei fixierten bilateralen Wechselkursen vom relativ hohen deutschen Zinsniveau nicht lösen, da niedrigere Zinssätze wegen der hohen Kapitalmobilität bei ihnen zu starken Kapitalabflüssen geführt hätten. Die Spekulation erkannte den in dieser Konfliktsituation möglichen Ausweg: eine Abwertung. So gerieten auch der französische Franc und die dänische Krone unter den Druck einer spekulativen Verkaufswelle mit der Folge einer schnellen Erschöpfung der französischen und dänischen Währungsreserven. Angesichts dieser Entwicklungen entschlossen sich die Minister und Zentralbankpräsidenten der Europäischen Gemeinschaft im August 1993 zu einer einschneidenden Maßnahme: Sie weiteten die für das EWS maßgebliche Bandbreite der Wechselkursschwankungen (beiderseits der bilateralen Leitkurse) von $\pm 2,25$ v.H. auf ± 15 v.H. aus. Damit wurde das Europäische Währungssystem in seiner ursprünglichen Form aufgegeben, und man hatte einen großen Schritt in Richtung größerer Wechselkursflexibilität getan.

¹⁴ Siehe *Deutsche Bundesbank* (1994), S. 91.

Die geschilderten Ereignisse verdeutlichen wieder einmal, daß eine autonome Geldpolitik, z. B. zur Beschäftigungsstimulierung, bei hoher Kapitalmobilität und Aufrechterhaltung bestehender Wechselkursrelationen nicht möglich ist. Diese These ist mit der Tatsache vereinbar, daß die Wechselkursrelation des holländischen Guldens wie auch des österreichischen Schillings trotz der Turbulenzen im EWS-System Bestand hatte. Im Vertrauen auf den Stabilitätsanker D-Mark hatten die Niederlande und Österreich die antiinflationär ausgerichtete Bundesbankpolitik übernommen und damit auf eine geldpolitische Autonomie in der Stabilisierungspolitik verzichtet.

Den Abschluß der Europäischen Währungsintegration bildete die am 1. Januar 1999 errichtete *Europäische Wirtschafts- und Währungsunion* mit dem seit 2002 als gesetzlichem Zahlungsmittel fungierenden Euro. Wie ist diese Währungsordnung vor dem Hintergrund der bisherigen Betrachtungen zu sehen? Was die Unionsländer anbelangt, entspricht sie einem System fester Wechselkurse. Eine autonome Geldpolitik in den Mitgliedsländern wäre also zum Scheitern verurteilt gewesen. Deshalb hat man naheliegender Weise hierauf verzichtet und die Geldpolitik innerhalb der Union in Gestalt der Europäischen Zentralbank vergemeinschaftet und damit vereinheitlicht. Ihre geldpolitische Autonomie wird durch eine offene außenwirtschaftliche Flanke nicht bedroht, solange der Wechselkurs des Euro gegenüber wichtigen Drittwährungen wie dem Dollar flexibel bleibt. Die Europäische Währungsunion weist also nicht die inhärenten Schwachstellen auf, die im Bretton-Woods-System und im EWS zu heftigen Währungskrisen geführt hatten. Die Kaufkraftstabilität des Euro ist damit allerdings noch nicht garantiert. Im Goldstandard war es die Bindung der Währung an das Gold, die auf lange Sicht die Preise bemerkenswert stabil hielt, im Bretton-Woods-System wirkte der Dollar bis in die Mitte der sechziger Jahre als Stabilitätsanker, und im Eurosystem liegt es in der Verantwortung der EZB, das Geldmengenwachstum in der Union so zu kontrollieren, daß von ihm keine inflationären Impulse ausgehen. Preisniveaustabilität ist im Maastrichter Vertrag als vorrangiges Ziel der Geldpolitik kodifiziert. Unabdingbare Voraussetzung für die Erfüllung dieses Auftrags ist es, daß sich die Europäische Zentralbank ihre gesetzlich verankerte Unabhängigkeit bewahrt, auch gegenüber indirekt ausgeübtem politischen Druck.

V. Wechselkurserfahrungen in Transformationsländern

Zusätzliche Erkenntnisse zur Wechselkursfrage liefert auch der Transformationsprozeß ehemaliger sozialistischer Staaten in Mittel- und Osteuropa. Bei dem Übergang zu marktwirtschaftlichen Systemen standen diese Länder vor einer doppelten Aufgabe: Zum einen hatten sie strukturelle Maßnahmen durchzuführen, z.B. eine Liberalisierung des Preissystems, der Wechselkursbildung und des Außenhandels. Zum anderen mußten sie eine makroökonomische Stabilisierungspolitik betreiben, um die als Folge des Geldüberhangs und der Preisliberalisierung stark erhöhten Inflationsraten zurückzuführen. Sowohl für den außenwirtschaftlichen Bereich als auch für die binnenwirtschaftliche Stabilisierungspolitik war die Wechselkurspolitik von Bedeutung.

Zur Reduzierung der hohen Inflationsraten fixierte eine Reihe von Transformationsländern den Wechselkurs ihrer Währung gegenüber einer anderen Währung. Die Bezugswährung wies dabei die folgenden Eigenschaften auf: Sie spielte im Außenhandel des Transformationslandes eine große Rolle und war kaufkraftstabil. Auf diese Weise wurde über den Außenhandel Preisniveaustabilität importiert. Durch die Wechselkursbindung an eine Ankerwährung verzichtete man aber auch auf die Möglichkeiten (und Versuchungen) einer autonomen Geldpolitik. Man handelte ähnlich wie Odysseus, der sich an den Mast seines Schiffes binden ließ, um den Lockrufen der Sirenen nicht zu erliegen.¹⁵

Probleme durch spekulative Attacken ergeben sich dann, wenn die einseitige Wechselkursanbindung nicht glaubwürdig erscheint. Glaubwürdigkeit wird gefördert, wenn die Wechselkursbindung institutionell stärker verankert wird. Das ist bei einem sog. *Currency Board* der Fall, wie er z.B. in Estland, Litauen und Bulgarien Anwendung findet. In einem derartigen System wird der Wechselkurs auf gesetzlicher Grundlage fixiert, z.B. 15,65 estnische Kronen für einen Euro. Wesentlich für einen *Currency Board* ist, daß sich die monetäre Basis – wichtiger Einflußfaktor der Geldmenge – grundsätzlich¹⁶ nur dadurch ändert, daß der *Currency Board* Devisen (im Falle Estlands: Euro) gegen Inlandswährung ankauft bzw. verkauft. Im ersten Fall, d.h. bei Devisenzuflüssen, kommt

¹⁵ Siehe *Rodrik* (1989), S. 13 f.

¹⁶ In Ausnahmesituationen kann die Zentralbank den Geschäftsbanken bei Liquiditätsschwierigkeiten Überbrückungskredite gewähren (und dadurch die monetäre Basis sowie die Geldmenge erhöhen), vorausgesetzt es existieren Überschußreserven, d.h., die monetäre Basis ist mit über 100 v.H. durch Devisenreserven gedeckt.

es zu einer Erhöhung der Geldmenge, im zweiten Fall, d.h. bei Devisenabflüssen, zu einer Senkung der Geldmenge. Wie im klassischen Goldstandard wird die Geldmengenentwicklung bei einem Currency Board also durch die Zahlungsbilanzentwicklung bestimmt, d.h., auf eine autonome Geldpolitik wird verzichtet.¹⁷ Das Festkurssystem gewinnt dadurch an Glaubwürdigkeit.

Die Erfahrungen in den Transformationsländern bestätigten die Erwartung, daß eine Wechselkursanbindung an eine kaufkraftstabile Währung bei der Reduzierung hoher Inflationsraten hilfreich sein kann. Allerdings zeigt das Beispiel Sloweniens, daß eine erfolgreiche Stabilisierungspolitik im Transformationsprozeß auch bei Wechselkursflexibilität möglich ist. Voraussetzung hierfür ist eine entsprechende Geldmengenkontrolle. Eine derartige Strategie dürfte jedoch anspruchsvoller sein als eine Wechselkursanbindung, da sie ohne genauere Vorstellungen über den Transmissionsmechanismus monetärer Impulse auf die Inflation nicht auskommt. Insbesondere muß man prognostizieren können, wie sich die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes verändert¹⁸. Hierüber bestanden aber in den meisten Transformationsländern – gerade in der frühen Phase des Reformprozesses – erhebliche Unsicherheiten, so daß deren Entscheidung für eine Wechselkursanbindung zur Senkung der Inflationsraten verständlich erscheint.

Unter dem Aspekt des Inflationsabbaus von Nutzen, erwies sich die Wechselkursfixierung jedoch im Hinblick auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit und damit für die Zahlungsbilanzentwicklung nicht selten als problematisch. Der Grund hierfür ist darin zu sehen, daß die hohen Inflationsraten zwar kräftig reduziert werden konnten, aber nicht auf das Niveau ihrer westlichen Handelspartner. Dieses war vorhersehbar; deshalb hatten die Transformationsländer auch bei der Wechselkursfixierung einen Kurs gewählt, der auf eine kräftige Unterbewertung

¹⁷ Eine noch strengere und noch glaubwürdigere Variante eines Goldstandardsystems liegt vor, wenn die Rolle eines gesetzlichen Zahlungsmittels in einem Land von einer Fremdwährung, z.B. dem US-Dollar, übernommen wird (wie in Panama, Ekuador und El Salvador). Eine derartige *Dollarisierung* kann beim Abbau hoher Inflationsraten von Nutzen sein, und sie bewirkt auch durch den Wegfall von Wechselkursrisiken und eine Reduzierung von Inflationsrisiken niedrigere nominale und reale Zinssätze. Sie impliziert aber auch den vollständigen Verzicht auf eine eigene Geldpolitik, auf die Seigniorage und die „Lender of Last Resort“-Funktion gegenüber Geschäftsbanken. Siehe zur Dollarisierung genauer *Antinolfi, Keister* (2001), S. 29 ff. – *Berg, Borensztein* (2000).

¹⁸ Dieses erfordert eine hinreichend stabile Geldnachfrage, eine Bedingung, die zumindest in der Anfangsphase der Reformen in den Transformationsländern nicht erfüllt gewesen ist. Siehe hierzu *Gerloff* (2001), S. 61, 73.

ihrer Währung hinauslief und ihre Waren damit für Ausländer zunächst recht billig machte. Der hiermit verbundene Wettbewerbsvorteil wurde aber mit der Zeit aufgezehrt, weil trotz Wechselkursbindung inländische Preisauftriebskrafte wirksam waren. Sie resultierten zum einen daraus, daß die Liberalisierung der vorher auf niedrigem Niveau vom Staat fixierten Preise, der sog. administrierten Preise, nicht in einem Schritt, sondern in mehreren vorgenommen wurde.¹⁹ Zum anderen waren sie häufig Folge von Kapitalzuflüssen aus dem Ausland, die durch das anfängliche Vertrauen in die Wechselkursstabilität gefördert wurden. Kapitalzuflüsse, z.B. in Form von Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen, bedeuteten Zuflüsse von Devisen. Im Zuge der Wechselkursstabilisierung wurden diese auf dem Devisenmarkt von der Zentralbank gegen Abgabe der heimischen Währung angekauft, d.h. monetisiert. Werden die Auswirkungen auf die monetäre Basis nicht vollständig neutralisiert (was offenbar der Fall gewesen ist), dann erhöhet sich die Geldmenge. Die Geldmengenexpansion ließ mit der Zeit die Inlandspreise steigen. Hierdurch und durch Erhöhungen der administrierten Preise ergab sich eine reale Aufwertung, so daß sich die Leistungsbilanz verschlechterte. Bei derartigen Entwicklungen wird das Vertrauen in die Wechselkursbindung, insbesondere wenn sie nicht institutionell fest verankert ist (wie in einem Currency Board), in Frage gestellt, und es wird gegen die betreffende Währung spekuliert. Erfahrungen dieser Art machte Tschechien; sie führten dort zunächst (1996) zu einer Ausweitung des Wechselkursbandes und schließlich (1997) zur Freigabe des Wechselkurses.

Polen gelang ein krisenfreier Übergang von festen zu flexiblen Wechselkursen. Die anfängliche Wechselkursbindung und der damit verbundene Stabilitatsimport führte zwar zu einer beträchtlichen Reduktion der Inflationsrate; dennoch stiegen die Preise in Polen deutlich stärker als bei den westlichen Handelspartnern. Dadurch wurde der Wettbewerbsvorteil, der bei der mit einer starken Abwertung des Zloty einhergehenden Wechselkursfixierung anfangs vorhanden war, bald aufgezehrt und die Wettbewerbsfähigkeit verschlechterte sich. Der hieraus resultierenden Zahlungsbilanzproblematik begegnete Polen mit einer flexiblen Anwendung eines *Crawling Peg*. Ein *Crawling Peg* ist ein System, in dem die Wahrungsbehore vorab eine Wechselkursanderungsrate für eine bestimmte Periode festlegt und ankündigt, so daß der Wechselkurspfad für eine gewisse Zeit vorhersehbar ist. Polen legte eine monatliche Abwertungsrate gegenüber einem aus fünf Währungen bestehendem Währungs-

¹⁹ Siehe *ebenda*, S. 51 f.

korb²⁰ fest, und um die so bestimmte gleitende Zloty-Parität konnte sich der tatsächliche Wechselkurs innerhalb einer Bandbreite von $\pm 0,5$ v.H. bewegen. Mit der Abwertung trug man den Erfordernissen der Wettbewerbsfähigkeit Rechnung; mit ihrer Begrenzung engte man die Preisauftriebskräfte ein. Der Übergang zur Wechselkursflexibilität wurde fließend gestaltet, indem man schrittweise die Abwertungsrate reduzierte und die Bandbreite ausdehnte. Die Freigabe des Wechselkurses im April 2000 verband man mit der Einführung eines Inflationsziels für die Zentralbank – eine geldpolitische Strategie, wie sie auch in Industrieländern angewendet wird, z.B. im Vereinigten Königreich, Kanada, Australien und Neuseeland.

Insgesamt gesehen lassen die Erfahrungen im Transformationsprozeß entsprechend der zweiten Hypothese vermuten, daß feste Wechselkurse in einer frühen Phase wegen des preisstabilisierenden Einflusses der Ankerwährung zwar Vorteile bieten, letztendlich aber wohl Wechselkursflexibilität in Hinblick auf die Sicherung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit vorzuziehen ist, wobei kleine offene Volkswirtschaften mit einem Currency Board eine Ausnahme bilden dürften.

VI. Jüngere Finanz- und Währungskrisen

Wechselkursprobleme zeigten sich schließlich auch in Zusammenhang mit Finanz- und Währungskrisen wie der lateinamerikanischen (insbesondere der mexikanischen) Krise von 1982/83, der Mexikokrise von 1994/95 und der südostasiatischen Krise von 1997/98. In allen drei Fällen gingen der akuten Krise starke Kapitalzuflüsse aus dem Ausland voraus, die mit der Zeit eine nicht mehr tragbare, insbesondere kurzfristige und in Fremdwährung denominierte Auslandsverschuldung entstehen ließen. Diese Entwicklung war begleitet von hohen Leistungsbilanzdefiziten. Das saldenmechanische Spiegelbild der Leistungsbilanzdefizite war im Fall der lateinamerikanischen Krise von 1982/83 ein negativer Budgetsaldo des Staates, in den beiden anderen Fällen ein negativer privater Finanzierungssaldo. Genauer ausgeführt wurde die wirtschaftliche Entwicklung vor der Krise im ersten Fall durch eine expansive Fiskalpolitik, akkomodiert durch eine Geldmengenexpansion, bestimmt, während sie sich im Fall der Mexikokrise von 1994/95 durch einen Konsumboom und im Fall der südostasiatischen Krise von 1997/98 durch einen privaten Investitionsboom charakterisieren läßt.

²⁰ Seit Anfang 1999 enthält der Währungskorb nur noch zwei Währungen (Euro und US-Dollar).

Die hohen Kapitalzuflüsse wurden in allen drei Fällen dadurch begünstigt, daß international reichlich liquide Mittel vorhanden waren, die weltweit Anlage suchten. Die Kapitalimporte gingen im Fall der latein-amerikanischen Krise insbesondere auf Kreditaufnahmen des öffentlichen Sektors bei ausländischen Banken zurück; in den beiden anderen Fällen spielten optimistische Einschätzungen der Geldgeber bezüglich der Ertragsaussichten von Anlagen in Mexiko (z.B. auf Grund der vorgenommenen Deregulierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen) und in Südostasien (auf Grund des starken Wirtschaftswachstums) eine besondere Rolle.

Die Umkehrung der Kapitalströme und die einsetzende Kapitalflucht war die Folge einer veränderten Bewertung der Ausfall- und Wechselkursrisiken und hing auch teilweise mit speziellen nichtökonomischen Ereignissen zusammen (dem Falkland-Krieg bei der lateinamerikanischen Krise 1982/83 und der Ermordung des Präsidentschaftskandidaten bei der Mexikokrise 1994/95). Da die Wechselkurse der Krisenwährungen gegenüber dem Dollar stabilisiert wurden, bewirkten starke Kapitalabflüsse erhebliche Verluste an Währungsreserven, die schließlich die Aufgabe des „exchange-rate pegging“ erzwangen und in Mexiko 1983 zu einem dualen Wechselkurssystem²¹ und im Fall der beiden anderen späteren Krisen zur Freigabe der Wechselkurse führten.

Die zunächst stabil gehaltenen Wechselkurse gegenüber dem Dollar waren an der Entstehung der Finanz- und Währungskrisen nicht unbeteteiligt gewesen.²² Stabilisierte Wechselkurse können dazu verleiten, das Wechselkursrisiko zu vernachlässigen, und stimulieren so durch rückläufige Risikoprämien die Kapitalimporte. Wechselkursbindungen erschweren bei starken Kapitalzuflüssen und deren Monetisierung außerdem die in Boomphasen erforderliche kontraktive Geldpolitik. Nicht zuletzt besteht bei fixiertem nominalen Wechselkurs auch die Gefahr realer Aufwertungen der Schuldnerwährungen, die ihre Wettbewerbsfähigkeit belasten.²³ Dieser Aspekt spielte sowohl bei der Südostasienkrise eine

²¹ Der Devisenmarkt in diesem System bestand aus einem kontrollierten Segment (u. a. für Außenhandelstransaktionen) und einem freien Segment. Für das kontrollierte Segment wurde dann ein „crawling peg“ eingeführt. Siehe hierzu *Solís, Zedillo* (1985), S. 276.

²² Vgl. zum folgenden auch *Lamfalussy* (2000), S. 30 f.

²³ Werden die Wechselkurse im Rahmen einer Bandbreite fixiert, dann ergibt sich auch ein kleiner Spielraum für eine *nominale* Aufwertung als Folge von Kapitalzuflüssen. Diese Möglichkeit spielte offenbar in Mexiko in den Jahren 1992 und 1993 eine gewisse Rolle. Siehe hierzu *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* (1995), S. 175.

wichtige Rolle als auch bei der Mexikokrise. Die reale (effektive) Aufwertung von Währungen in der südostasiatischen Krisenregion ging insbesondere darauf zurück, daß ihre Wechselkurse an den Dollar gebunden waren und sich der Dollar seit Mitte 1995 gegenüber Drittwährungen, vor allem gegenüber dem japanischen Yen, kräftig aufgewertet hatte. Da Japan im Außenhandel der südostasiatischen Länder eine besondere Rolle zukommt, verschlechterte sich deren Wettbewerbssituation drastisch.²⁴ Durch eine rechtzeitige Anpassung des nominalen Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar hätte sich die Einbuße an Wettbewerbsfähigkeit vermeiden lassen. Im Falle Mexikos hing die reale Aufwertung des Peso, die sich gegenüber dem als Ankerwährung fungierenden US-Dollar einstellte, damit zusammen, daß Mexiko zwar erhebliche Fortschritte beim Inflationsabbau erzielte, diese aber nicht ausreichten, um ein deutliches Inflationsgefälle gegenüber den USA verhindern zu können. Deshalb ist auch im Fall Mexikos in dem Hinauszögern der letztlich unumgänglichen Abwertung der Inlandswährung ein Grund für die Entstehung der Krise von 1994/95 zu sehen.

Im Zusammenhang mit der Behandlung von jüngeren Finanz- und Währungskrisen sollte die in ihren Auswirkungen noch nicht überwundene Argentinienkrise 2001/02 nicht übergangen werden. Sie ist ein Beispiel dafür, daß unter bestimmten Umständen auch die Aufgabe eines Currency Board unumgänglich wird. Anzumerken ist hierzu allerdings, daß Argentinien – anders als andere kleine offene Länder, die einen Currency Board erfolgreich praktizieren (wie Estland und Litauen) – eine Volkswirtschaft mit vergleichsweise niedrigem Öffnungsgrad darstellt.²⁵

Der sich Ende 2001 zuspitzenden Argentinien-Krise war – wie bei den anderen Finanz- und Währungskrisen – eine längere Periode mit beträchtlichen Leistungsbilanzdefiziten vorausgegangen. Begleitet waren diese – als Folge einer expansiven Fiskalpolitik – von negativen Budgetsalden, zu deren Deckung der Staat massiv Schuldtitel an internationalen Kapitalmärkten absetzte²⁶ und so zur hohen Auslandsverschuldung Argentiniens maßgeblich beitrug. Ein wichtiger Grund für die defizitäre

²⁴ Vgl. *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* (1998), S. 42.

²⁵ Der Öffnungsgrad (Exporte plus Importe, bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt, ausgedrückt in v.H.) betrug im Durchschnitt der Jahre 1998–2000 in Argentinien rd. 18 v.H., in Estland rd. 145 v.H. und in Litauen rd. 81 v.H. (Ermittelt aus Angaben in *International Monetary Fund* (2002), S. 94 und 96 für Argentinien, 324 und 328 für Estland sowie 534 und 536 für Litauen.)

²⁶ Siehe *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* (2000), S. 62.

Leistungsbilanzentwicklung war die Wettbewerbsverschlechterung der argentinischen Wirtschaft gegenüber dem Ausland, die sich aus einer realen Aufwertung des Peso ergab. Diese ging zum einen darauf zurück, daß sich der effektive Außenwert des US-Dollar, an den der Peso im Verhältnis 1:1 gebunden war, im Laufe der zweiten Hälfte der neunziger Jahre beträchtlich erhöht hatte, und wurde zum anderen noch dadurch verstärkt, daß Brasilien, Hauptabnehmer argentinischer Exporte, die Dollarbindung Anfang 1999 aufgegeben hatte und der brasilianische Real danach eine kräftige Abwertung erfuhr. Fortbestehende Budget- und Leistungsbilanzdefizite, eine hieraus resultierende Ausweitung der Staats- und Auslandsverschuldung, der damit einhergehende hohe Schuldendienst sowie eine 1999 einsetzende Rezession²⁷ mit hoher Arbeitslosigkeit ließen die Zweifel wachsen, ob die Regierung die feste Dollaranbindung des Peso würde aufrechterhalten können. Ausländische Anleger zogen demzufolge ihre Anlagen aus Argentinien zurück, und Inländer begannen, Einlagen bei ihren Banken in Dollar umzutauschen, was deren Liquidität ernstlich bedrohte. So mußte schließlich das schon seit 1991 praktizierte Currency-Board-Regime Anfang 2002 aufgegeben werden, und im Februar 2002 erfolgte der Übergang zu einem flexiblen Wechselkurs. Das Beispiel Argentiniens zeigt, daß auch ein Currency Board zusammenbrechen kann, wenn eine reale Aufwertung die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes nachhaltig verschlechtert und die Regierung durch Finanzierung andauernder Budgetdefizite zum Anstieg einer hohen Auslandsverschuldung und damit zur Erschütterung des Marktvertrauens maßgeblich beiträgt.

Insgesamt gesehen gelangt man im Hinblick auf die Wechselkursfrage bei Betrachtung der Finanz- und Währungskrisen (insbesondere der Mexikokrise 1994/95 und der Argentinienkrise 2001/02) zu einer Folgerung, die in gewisser Weise dem Fazit aus den Wechselkurserfahrungen in Transformationsländern entspricht: Eine Wechselkursanbindung an eine kaufkraftstabile Währung kann bei der Reduzierung von zu hohen Inflationsraten zeitweilig eine sinnvolle Strategie sein.²⁸ Sie auf längere Sicht durchzuhalten, erscheint aber wegen einer Gefährdung der internationa-

²⁷ Zur Rezession hatten neben der realen Aufwertung des Peso und dem durch die Finanzierung von Budgetdefiziten sowie durch höhere Risikoprämien bedingten Zinsanstieg auch politische Instabilitäten beigetragen, die das Vertrauen von Konsumenten und Investoren beeinträchtigten. Siehe hierzu *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* (2001), S. 54.

²⁸ Betrug die Inflationsrate (gemessen an den Verbraucherpreisen) in Mexiko im Durchschnitt der Jahre 1982–1991 noch 64,4 v.H., so belief sie sich 1994 auf 7,0 v.H. Siehe *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* (1995), S. 34.

len Wettbewerbsfähigkeit häufig nachteilig²⁹, und ein rechtzeitiger Übergang zu einem flexiblen Wechselkurs wegen der damit verbundenen Wechselkursanpassung vorteilhaft.³⁰

VI. Flexible Wechselkurse

Die bisher betrachteten Erfahrungen lassen flexible Wechselkurse gegenüber festen als vorteilhaft erscheinen. Schon lange vor ihrer Verbreitung Anfang der siebziger Jahre hatte man insbesondere im Kreis der Wissenschaft für diese Option plädiert. Man hegte dabei auch die Erwartung, daß die Wechselkursschwankungen nicht allzu stark ausfallen würden. In dieser Hinsicht wurden die Befürworter flexibler Wechselkurse enttäuscht. In den ersten zehn Jahren nach dem endgültigen Zusammenbruch des Festkurssystems von Bretton Woods im Jahre 1973 war die (nominale) Wechselkursvariabilität sechsmal höher als in den sechziger Jahren.³¹ Verschiedene Hypothesen tragen zur Erklärung der volatilen Wechselkurse bei. Besonders wichtig erscheint die Tatsache, daß Wechselkurse – wie Aktienkurse – erwartungsbestimmte Größen darstellen. Jede Veränderung in den Erwartungen über den zukünftigen Wechselkurs schlägt sich durch Kauf- und Verkaufstransaktionen der Devisenmarktakteure sofort im tatsächlichen Wechselkurs nieder. Als z.B. der IFO-Geschäftsklima-Index in Deutschland nach den Terroranschlägen in den USA im September 2001 einen starken Einbruch verzeichnete, drückte das den Wechselkurs des Euro gegenüber dem Dollar als Folge von Euro-Verkäufen spürbar. Entsprechend ist mit einer Dollarabschwächung zu rechnen, wenn bekannt wird, daß der Vertrauensindikator für die Verbraucher in den USA sinkt oder die Wachstumsaussichten dort in neuen Prognosen nach unten revidiert werden. Der ständige Strom neuer Informationen und seine Verarbeitung durch die Marktteilnehmer führen zu ständigen Veränderungen der Wechselkurse.

Zu bedenken ist ferner, daß viele Marktteilnehmer in der Einschätzung zukünftiger Wechselkurse unsicher sind. Sie werden deshalb zu Mitläufern. Sie sehen z.B. in einer Abwertung der Inlandswährung ein Indiz dafür, daß andere (von ihnen als informiert angesehene) Marktteilnehmer

²⁹ So schreibt *Lamfalussy* (2000), S. 54: „Pegging the exchange rate to the US-Dollar turned out to be a pretty explosive device for both Mexico and the Asian countries“.

³⁰ Siehe hierzu *Edwards, Steiner, Losada* (1996), S. 112. – *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* (1995), S. 177.

³¹ Siehe hierzu *International Monetary Fund* (1984), S. 12.

die Inlandswährung verkaufen. Sie wollen deshalb noch „auf den rollenden Wagen aufspringen“, verkaufen auch und verstärken dadurch die Abwärtsbewegung. Zu einem derartigen Herdenverhalten wird es vermutlich insbesondere dann kommen, wenn die Beschaffung verlässlicher Informationen schwierig ist; es kann dazu führen, daß sich der tatsächliche Wechselkurs von seinem langfristigen (ökonomisch fundierten) Gleichgewichtskurs für längere Zeit entfernt. Dabei erscheint es für den einzelnen Spekulanten durchaus rational, für eine gewisse Zeit mit der Herde zu laufen, obwohl die Spekulation insgesamt möglicherweise irrational handelt. Schließlich wird ein Grund für die starken Wechselkursausschläge auch darin gesehen, daß Wechselkurse – wie auch andere Finanzmarktvariable (z.B. Aktienkurse) – wesentlich schneller auf neue Gegebenheiten reagieren als güterwirtschaftliche Größen, wie das Inlandsprodukt und vor allem die Lohnsätze und Güterpreise. Bei Störungen im güterwirtschaftlichen oder monetären Bereich tragen die Wechselkurse deshalb zunächst allein die Anpassungslast und reagieren dementsprechend heftig.

Starke Wechselkursschwankungen bedeuten erhöhte Risiken im Außenhandel und sind insofern von Nachteil. Diesem Argument kann man aber entgegenhalten, daß die Wirtschaftsakteure erfinderisch sind und dem Außenhandel die Möglichkeit bieten, sich gegen Wechselkursrisiken abzusichern (z.B. durch Terminkontrakte oder Optionsgeschäfte auf dem Devisenmarkt). Dieses mag den empirischen Befund miterklären, daß sich die Entwicklung des Welthandels gegenüber der erhöhten Wechselkursvolatilität als bemerkenswert robust erwiesen hat.³² Außerdem ist zu bedenken, daß ein flexibler Wechselkurs die für feste, aber anpassungsfähige Paritäten bekannte Einbahnspekulation beseitigt, da sich kein Wechselkursanpassungsbedarf aufstaut und die Spekulanten deshalb mit Wechselkursbewegungen nach oben und unten rechnen müssen. Zu berücksichtigen ist ferner, daß Wechselkursflexibilität einen Spielraum für autonome Geldpolitik ermöglicht, den ein System fester Wechselkurse nicht bieten kann. Ohne die größere Wechselkursflexibilität nach dem Zusammenbruch des Festkurssystems von Bretton Woods wäre die Deutsche Bundesbank nach 1973 nicht in der Lage gewesen, ihre Antiinflationpolitik strikter und erfolgreicher durchzuführen als ihre meisten Handelspartner. Weiter darf man nicht außer acht lassen, daß ein beweglicher Wechselkurs die inländische Produktion und Beschäftigung gegenüber Störungen des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts abfedern und ein Land vor einer Verschlechterung seiner Wettbewerbsfähigkeit schüt-

³² Siehe ebenda, S. 16 ff., und *Schubert* (1991), S. 147.

zen kann. Schließlich sollte auch nicht in Vergessenheit geraten, daß das Festkurssystem von Bretton Woods wegen seiner inhärenten Schwächen zusammengebrochen ist – ebenso wie das ursprüngliche Europäische Währungssystem mit enger Bandbreite.

VII. Fazit

Auf längere Sicht haltbar sind nach den Erfahrungen offenbar nur Systeme mit größerer Wechselkursflexibilität oder institutionell stark verankerte Festkurssysteme wie der klassische Goldstandard und i. a. auch ein von kleinen offenen Ländern praktizierter Currency Board. Somit lautet die Antwort auf die mit dem Thema gestellte Frage, wie ein Wechselkurs gestaltet werden soll, im Grundsatz kurz so: Flexibel oder wenn fest, dann glaubwürdig fest.

Literatur

Antinolfi, Gaetano and *Todd Keister*: „Dollarization as a Monetary Arrangement for Emerging Market Economies“, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 83, November/December 2001, S. 29–39. – *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich*: 71. Jahresbericht, Basel 2001, 70. Jahresbericht, Basel 2000, 68. Jahresbericht, Basel 1998, 65. Jahresbericht, Basel 1995. – *Berg*, Andrew, *Eduardo Borensztein*: „Full Dollarization. The Pros and Cons“, *Economic Issues*, 24, International Monetary Fund, Washington, D. C., 2000. – *Bloomfield*, Arthur. I.: „Short-Term Capital Movements Under The Pre-1914 Gold Standard“, *Princeton Studies in International Finance*, 11, Princeton, N.J., 1963. – *Bordo*, Michael David: „The Classical Gold Standard: Some Lessons for Today“, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 63, May 1981, S. 2–17. – *Bordo*, Michael David: „The Gold Standard, Bretton Woods and other Monetary Regimes: A Historical Appraisal“, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 75, March/April 1993, S. 123–191. – *Deutsche Bundesbank*: Geschäftsbericht 1993, Frankfurt a.M. 1994, Geschäftsbericht 1992, Frankfurt a.M. 1993. – *Deutsche Bundesbank*: Deutsches Geld- und Bankwesen in Zahlen 1876–1975, Frankfurt a.M. 1976. – *Edwards*, Sebastian, *Roberto Steiner*, *Fernando Losada*: „Capital Inflows, the Real Exchange Rate and the Mexican Crisis of 1994“, in *Hermann Sautter* and *Rolf Schinke* (Eds.), *Stabilization and Reforms in Latin America: Where do we stand?* Frankfurt a.M., Madrid 1996, S. 69–121. – *Gerloff*, Axel: *Wechselkurspolitik in Mittel- und Osteuropa. Eine theoretische Analyse unter besonderer Berücksichtigung der Erfahrungen der zehn Kandidaten für eine EU-Osterweiterung*, Frankfurt a.M. 2001. – *International Monetary Fund*: *International Financial Statistics*, May 2002, Washington, D. C., 2002. – *International Monetary Fund*: „Exchange Rate Volatility and World Trade“, *Occasional Paper*, 28, Washington, D. C., 1984. – *Jarchow*, Hans-Joachim: „Die gegenwärtige währungspolitische Situation im Lichte der Diskussionen von Bretton Woods“, *Kredit und Kapital*, 1, 1968, S. 152–174. – *Jarchow*, Hans-Joachim, *Peter Rüh-*

mann: Monetäre Außenwirtschaft, II. Internationale Währungspolitik, 5., neu bearb. u. wes. erw. Aufl., Göttingen 2002. – *Lamfalussy*, Alexandre: Financial Crises in Emerging Countries. An Essay on Financial Globalisation and Fragility, New Haven, London, 2000. – *League of Nations*: International Currency Experience. Lessons of the Inter-War Period, 1944. – *Rodrik*, Dani: „Credibility of Trade Reform – a Policy Maker’s Guide“, *The World Economy*, 12, No. 1, S. 1–16. – *Solís*, Leopoldo and Ernesto *Zedillo*: „The Foreign Debt of Mexico“, in Gordon W. *Smith* and John T. *Cuddington* (Eds.), *International debt and the developing countries*, World Bank, Washington, D. C., 1985, S. 258–288. – *Schneider*, Erich: Einführung in die Wirtschaftstheorie. I. Teil. Theorie des Wirtschaftskreislaufs, 13., durchgesehene Aufl., Tübingen 1967. – *Schubert*, Michael: Flexible Wechselkurse, Wechselkursvolatilität und Welthandel, Göttingen 1991. – *Taussig*, Frank W.: *International Trade*, New York 1927 (Nachdruck New York 1966). – *Veit*, Otto: Grundriß der Währungspolitik, 3., durchgängig ern. Aufl. unter Mitwirkung des Instituts für das Kreditwesen, Frankfurt a.M. 1969.

Zusammenfassung

Feste oder flexible Wechselkurse?

Erfahrungen vom Goldstandard bis zur Gegenwart

Der vorliegende Beitrag greift im Hinblick auf das Thema währungspolitische Erfahrungen aus einem Zeitraum von mehr als 120 Jahren auf. Sie beziehen sich auf den klassischen Goldstandard, das Bretton-Woods-System, die europäische Währungsintegration, den Transformationsprozeß osteuropäischer Länder und jüngere Finanz- und Währungskrisen. Bei der Auswertung werden zwei Hypothesen besonders hervorgehoben und durch währungspolitische Erfahrungen belegt:

1. Bei liberalisiertem internationalen Kapitalverkehr und festen Wechselkursen verliert ein Land seine geldpolitische Autonomie in der Stabilisierungspolitik.
2. Eine Wechselkursanbindung an eine als Stabilitätsanker fungierende Währung kann sich bei der Rückführung hoher Inflationsraten als hilfreich erweisen, führt aber u.U. auf längere Sicht zur einer Gefährdung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des betreffenden Landes. Unter Einbeziehung auch von Erfahrungen mit der größeren Wechselkursflexibilität nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems lautet die Antwort auf die im Thema gestellte Wechselkursfrage als Fazit aus den währungspolitischen Erfahrungen folgendermaßen: Flexibel oder wenn fest, dann glaubwürdig fest. (JEL F 31, F 33)

Summary

Fixed or Flexible Rates of Exchange?

Experience Ranging from the Gold Standard up to the Present Time

This article discusses a period of over 120 years of exchange-rate policy experience gathered with the classic gold standard, the Bretton Woods System, European monetary integration, the transformation process in eastern Europe as well as more recent financial and monetary crises. Especially two hypotheses have been highlighted in this article's evaluation and been substantiated by exchange-rate policy experience: 1. Countries with liberalised systems of capital movement and fixed rates of exchange lose their monetary policy autonomy in a policy course aimed at economic stability. 2. Tying the exchange rate to a currency functioning as an anchor of stability may be helpful in curbing high rates of inflation, but may under certain circumstances result in risks to the country's international competitiveness in the long run. When including into the evaluation also the experience gathered with the wider post-Bretton Woods System flexibility of the exchange-rate system, the answer to the question put in the title of this article that is based on the conclusions derived from exchange-rate policy experience is as follows: exchange rates should be flexible or, if they are fixed, they should be fixed in a credible manner.

Résumé

Taux de change fixes ou flottants?

Expérience depuis l'étalon-or jusqu'aujourd'hui

Cet article analyse les expériences de la politique monétaire sur une période de plus de 120 ans. Celles-ci se réfèrent à l'étalon-or classique, au système de Bretton-Woods, à l'intégration monétaire européenne, au processus de transformation des pays de l'Europe de l'Est et aux crises financières et monétaires. Deux hypothèses sont particulièrement mises en évidence et justifiées par les expériences des politiques monétaires: 1. un pays pratiquant une politique de stabilisation perd son autonomie politique monétaire lorsque le mouvement international des capitaux est libéralisé et lorsque les taux de change sont fixes. 2. un rattachement des taux de change à une monnaie considérée comme ancre de stabilisation peut se montrer utile lorsque les taux d'inflation sont remontés, mais peut menacer à long terme la compétitivité internationale du pays concerné. En incluant aussi les expériences de la plus grande flexibilité des taux de change après l'effondrement du système de Bretton-Woods, la question qui se pose dans ce contexte, résumant les expériences de politique monétaire est la suivante: cours flottants ou si fixes, fixes de manière crédible.