Zeitschrift: Schweizer Monatshefte : Zeitschrift für Politik, Wirtschaft, Kultur
Herausgeber: Gesellschaft Schweizer Monatshefte
Band: 56 (1976-1977)
Heft: 6

Artikel: Zur künftigen Ordnung des internationalen Währungssystems
Autor: Pöhl, Karl Otto
DOI: https://doi.org/10.5169/seals-163202

Nutzungsbedingungen
Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation
L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use
The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 08.01.2026

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

KARL OTTO PÖHL

Zur künftigen Ordnung des internationalen Währungssystems

In Jamaika ist vor einigen Monaten die langjährige Diskussion über die Reform des internationalen Währungssystems zu einem vorläufigen Abschluss gebracht worden. Manche Kritiker glauben, der Berg habe nur eine Maus geboren, andere meinen, wir befänden uns nach wie vor in einem Übergangsstadium zu einer neuen, noch im Nebel liegenden Währungsordnung. Ich meine, wir sollten die Beschlüsse von Jamaika pragmatisch behandeln und davon ausgehen, dass hier die Grundpfeiler für eine Währungsordnung gelegt worden sind, mit der wir vielleicht sehr lange leben müssen und, wie ich glaube, auch durchaus leben können. Das gilt insbesondere für das Wechselkurssystem.

Wechselkurse: nicht «fest», sondern «stabil»

Der weitgehende Übergang zum *Floaten* Anfang 1973 wurde allgemein als vorübergehende und möglichst schnell zu beendende Erscheinung angesehen. In der Reformdiskussion im sogenannten Zwanzigerausschuss wurde dann auch fast selbstverständlich postuliert, das künftige Wechselkurssystem habe «fixed, but adjustable» zu sein. Später wurde aus dem «fixed» ein «stable», aber im Verständnis der meisten Delegationen bedeutete noch in Nairobi 1973 «stable» so viel wie fixiert, das heisst die Verpflichtung zu Deviseninterventionen zu festgelegten Preisen. Die Notwendigkeit erleichterter Wechselkursänderungen war zwar erkannt worden, aber über die Methoden konnte man sich nicht einigen. Diese Notwendigkeit dazu sollte von aussen, das heisst durch objektive Faktoren wie Reserve- oder Zahlungsbilanzveränderungen herbeigeführt werden. Floating dagegen sollte bestenfalls unter bestimmten Ausnahmeumständen geduldet werden.

Die *Ölkrise* zeigte besonders drastisch, wie weit entfernt die Welt von der Möglichkeit war, zu festen Wechselkursen zurückzukehren. Es entbehrt nicht einer gewissen Ironie, dass ausgerechnet das Land, das am stärksten und am längsten die Notwendigkeit fester Wechselkurse als Ordnungsfaktor für die Weltwirtschaft betonte, damals zum erstenmal den europäischen Währungsverbund verlassen musste, der ja weiterhin praktisch nach den alten Bretton-Woods-Regeln lebte.

Obwohl die Welt schon längst mit dem Floaten zu leben gelernt hatte, oder vielleicht sogar ohne Floaten praktisch nicht leben konnte, überschattete die Kontroverse über das richtige Wechselkurssystem noch lange die zähflüssigen Verhandlungen im Internationalen Währungsfonds. Erst im Spätherbst 1975 wurde in Rambouillet Einigung erzielt und der Grundstein für einen neuen Wechselkursartikel im *IMF-Abkommen* gelegt – ein Grundstein, der der Realität Tribut zollt und dessen Bedeutung vielleicht bisher nicht überall voll gewürdigt worden ist. Der neue Artikel 4 des IMF-Abkommens legalisiert jede Art von Wechselkurssystem, sei es die feste Bindung an eine andere Währung oder an einen Währungskorb, den Zusammenschluss zu einem Währungsverbund oder das unabhängige Floaten. Das Ziel ist nicht mehr ein System fester Wechselkurse, sondern ein System stabiler Wechselkurse. Endlich wird auch in den Statuten des Internationalen Währungsfonds die Erkenntnis festgelegt, dass der Aussenwert der Währung eines Landes nicht durch mehr oder weniger glaubwürdige Versprechungen, einen bestimmten Wechselkurs verteidigen zu wollen, bestimmt wird, sondern durch die eigene Wirtschaftspolitik – eine späte Rechtfertigung der bereits 1944 von Keynes vor dem Oberhaus vertretenen These, als er unter Bezug auf das englische Pfund sagte: «In the future, the external value of sterling shall conform to its internal value as set by our own domestic policies, and not the other way round.» Keynes hatte damals natürlich im Auge, dass die englische Vollbeschäftigungspolitik nicht durch, wie er meinte, falsche Rücksichtnahme auf den Wechselkurs beeinträchtigt werden sollte. Man kann den Satz aber auch anders interpretieren, dass nämlich Stabilitätspolitik im eigenen Land mit festen Wechselkursen nicht vereinbar ist, wenn andere Länder andere Vorstellungen über das tolerable oder unvermeidliche Mass an Inflation besitzen. Die deutsche Geldpolitik ist dafür ein beredtes Beispiel: Erst nach Freigabe der Wechselkurse im März 1973 war es möglich, die Geldmenge wieder unter Kontrolle zu bekommen.

Nach den Beschlüssen von Jamaika ist jedes Land verpflichtet, durch eine stabilitätsorientierte nationale Wirtschaftspolitik zu einem stabilen Wechselkurssystem beizutragen. In Abwandlung der schon beinah legendären Nairobi-Formel «stable but adjustable» könnte man sagen, das neue System sei «*stable but not fixed*». Der Wechselkursartikel legt eindeutig den Spielraum fest, innerhalb dessen Flexibilität geübt werden soll und darf. Manipulationen, die Zahlungsbilanzanpassungen vermeiden oder unfaire Wettbewerbsvorteile zur Folge haben, sind untersagt. Wechselkurse haben sich auf eine reagible Rolle zu beschränken, indem sie sich den Wettbewerbs- und Nachfrageveränderungen anpassen; eine aggressive Wechselkurspolitik ist ausdrücklich unzulässig.

Die Beschlüsse von Rambouillet stehen dem nicht entgegen. In Rambouillet ist lediglich beschlossen worden, «erratische» Kursbewegungen nach Möglichkeit durch Interventionen an den Devisenmärkten zu vermeiden. Dies ist praktisch eine Bestätigung früherer Abmachungen zwischen den Notenbanken, für «orderly market-conditions» zu sorgen. In der Tat ist die *Zusammenarbeit der Notenbanken* und auch der Regierungen in den letzten Jahren immer enger geworden. Dies kommt zwar nicht oder nur selten an die Öffentlichkeit, hat aber wesentlich dazu beigetragen, dass Währungskrisen, wie wir sie beispielsweise Anfang dieses Jahres, ausgelöst durch den Kursverlust der Lira, hatten, sehr viel geräuschloser und eleganter bewältigt worden sind als dies in früheren Jahren der Fall war. Durch Interventionen in beträchtlichen Grössenordnungen ist – überwiegend erfolgreich – versucht worden, «erratische» Schwankungen zu glätten – wie immer man den schillernden Begriff «erratisch» in diesem Zusammenhang interpretieren mag. Seit Beginn des Floating haben schätzungsweise Interventionen in einer Grössenordnung von mehr als 100 Mrd. Dollar stattgefunden.

Die engen Konsultationen der Notenbanken, in die ja auch die Schweiz, die USA und Japan einbezogen sind, und auch die verstärkten Kontakte der Regierungen auf währungspolitischem Gebiet bedeuten jedoch nicht, dass man sich im geheimen auf die Verteidigung bestimmter Interventionspunkte verpflichtet hätte. Dies ist in Rambouillet durchaus nicht geschehen.

Die verhängnisvolle Folge wäre gewesen, dass man *spekulativen Kapitalbewegungen* wiederum Tür und Tor geöffnet hätte. Einer der grossen Vorteile des Systems der «kontrollierten Flexibilität» – wie ich das jetzige Wechselkurssystem einmal nennen möchte – besteht gerade darin, dass es spekulative Kapitalbewegungen riskanter macht, als sie in einem System fester Kurse waren. Heute sind die Notenbanken nicht a priori auf der Verliererseite, weil diese Spekulation auf die Höher- oder Niedrigerbewertung einer Währung von einem bestimmten Punkt an eine Gegenspekulation auslöst, und weil die Notenbanken in aller Regel zu niedrigen Preisen «kaufen» und zu hohen Preisen «verkaufen». In der Anfangsphase des Floating gab es jene Auswüchse, die mit Namen wie Herstatt und anderen charakterisiert sind, Auswüchse, die aus dem Missverständnis entstanden, man könne auf den Devisenmärkten schnell und vor allem risikolos Geld verdienen. Devisentermingeschäfte sind natürlich notwendig, aber der Teil, der rein spekulativen Charakter hat, ist seit Herstatt drastisch zurückgegangen.

Natürlich sind spekulative Kapitalbewegungen auch in einem System ohne Interventionsverpflichtungen von Zeit zu Zeit ein Problem – vor allem,

wenn sie ausgelöst werden durch politische Befürchtungen. Ich wage aber selbst in der Schweiz zu sagen, dass das Problem der spekulativen Kapitalbewegungen in dem derzeitigen System besser gelöst ist, als es in einem System fester Kurse gelöst werden könnte. Ein Land wie die Schweiz – um bei diesem Beispiel zu bleiben – wäre ja in jedem Fall für Kapitalzuflüsse attraktiv. Bei der Verpflichtung zur Intervention würden diese Kapitalzuflüsse jedoch das Bankensystem derart mit Liquidität überfluten, dass die Schweiz dann wohl bald ihre Attraktivität als Hort der Stabilität verloren hätte. Die andere Alternative wäre ein System der wasserdichten Kapitaleinfuhrkontrollen, über dessen Schwächen und Mängel ich hier wohl nichts Näheres zu sagen brauche.

Hoher Kurs: mehr Vor- als Nachteile

Einige Länder haben offenbar zeitweise geglaubt, sie könnten im Schutze eines flexiblen Wechselkurssystems eine *laxe Finanz- und Geldpolitik* betreiben und sich vielleicht sogar durch eine niedrigere Bewertung ihrer Währungen ungerechtfertigte Wettbewerbsvorteile verschaffen. Doch derartige Fehlurteile sind hart bestraft worden. Inzwischen weiss man auch in den Ländern, die ich meine, dass eine durch eine falsche Fiskal- und Geldpolitik ausgelöste Abwärtsbewegung der eigenen Währung keinerlei Vorteile, aber massive Nachteile mit sich bringt. Sie trägt zur Verschärfung des Inflationsdrucks bei, aus dem sich leicht ein Circulus vitiosus entwickelt, der nur sehr schwer zu durchbrechen ist: die Inflation führt zur Abwertung, und die Abwertung führt zu noch mehr Inflation. Die Entwicklung der Preise in Italien und England in den letzten Monaten liefert dafür einen drastischen Anschauungsunterricht. Kurzfristig trägt die Abwertung einer Währung nicht einmal zur Verbesserung der Zahlungsbilanz bei, sondern vergrössert das Defizit, weil sich die Einfuhren sofort verteuern, während die Verbesserung der Wettbewerbslage im Export erst längerfristig deutlich wird. Aber nicht der flexible Wechselkurs ist der Grund für die Inflation, sondern die Inflation, die Unfähigkeit zur Kontrolle der Liquidität, der Staatsausgaben und der Einkommenszuwächse, ist der Grund für die niedrige Bewertung einer Währung an den Devisenmärkten. Man sollte nicht das Thermometer dafür verantwortlich machen, wenn das Fieber steigt.

Die *Höherbewertung* oder die zu hohe Bewertung einer Währung an den Märkten bringt natürlich auch ihre Probleme mit sich. Doch sie sind meines Erachtens leichter zu bewältigen als die umgekehrten Probleme einer zu niedrigen Bewertung. Was in den Abwertungsländern zu einer Beschleunigung der Inflation führt, führt in den Aufwertungsländern zu einem tendenziellen Druck auf die Kosten. So ist es denn kein Zufall, dass Länder wie

die Schweiz und die Bundesrepublik die niedrigsten Inflationsraten aufweisen. Die niedrigen Inflationsraten sind nicht nur der Grund für die Attraktivität des Schweizer Frankens oder der D-Mark – der Zusammenhang gilt natürlich auch umgekehrt. Wegen der hohen Wertschätzung unserer Währungen waren die Terms of trade für die D-Mark und den Schweizer Franken günstiger als für andere Währungen, was bedeutet, dass wir uns einen Teil der weltweiten Inflation erspart haben. Weiter ist von den Wechselkursen ein massiver Druck zur Rationalisierung, aber auch zur Mässigung bei Lohnforderungen ausgegangen; schliesslich hat uns die aussenwirtschaftliche Lage ein relativ niedriges Zinsniveau erlaubt.

Allerdings ist der Einwand nicht ganz von der Hand zu weisen, dass es im derzeitigen Wechselkurssystem leicht zu *Überreaktionen* kommen kann. Manches deutet darauf hin, dass die Abwertung der Lira und des Pfundes über das Mass hinausgegangen ist, das durch die unterschiedlichen Inflationsraten zwischen diesen und anderen Ländern zweifelsohne gerechtfertigt gewesen wäre. Ebenso ist es wohl herrschende Meinung, dass der Schweizer Franken «überbewertet» ist – woran immer man das messen mag (für die D-Mark würde ich das übrigens nicht sagen). Im grossen und ganzen und auf längere Sicht aber spiegeln die Wechselkurse recht gut die unterschiedliche wirtschaftliche Entwicklung wider. Unsere eigenen Berechnungen sowie die der OECD zeigen, dass sich die Wechselkursrelationen im allgemeinen in den letzten Jahren den relativen Wettbewerbsverhältnissen angepasst haben. Beispielsweise ist die D-Mark im Durchschnitt seit Anfang des Jahres um rund 7% aufgewertet worden. Eine Höherbewertung der D-Mark in dieser Grössenordnung ist meines Erachtens durch die grössere Preis- und Lohnstabilität in der Bundesrepublik gegenüber den meisten anderen Ländern durchaus gerechtfertigt. Nach Berechnungen des Internationalen Währungsfonds hatte die Bundesrepublik 1975 gegenüber den übrigen Industrieländern einen Vorteil bei der Entwicklung der Lohnstückkosten von 8%. Dies deckt sich zufällig fast genau mit dem Satz der De-facto-Aufwertung der D-Mark, die so betrachtet nur eine Kompensation für günstigere Kostenentwicklung in der Bundesrepublik gewesen ist.

Manchmal wird gesagt, das derzeitige System reagibler Wechselkurse sei nicht sehr vorteilhaft für die *privaten Investitionen* über die Grenzen hinaus. Es ist schwer, diesen gewichtigen Einwand heute schon endgültig zu beurteilen, angesichts des relativ kurzen Erfahrungszeitraums mit floatenden Kursen und der ganz aussergewöhnlichen wirtschaftlichen Ereignisse der letzten Jahre, von der Ölkrise bis zur Rezession. Aus deutscher Sicht lässt sich jedoch feststellen, dass Direktinvestitionen im Ausland seit dem Floaten eher zugenommen haben: Während des Fünf-Jahreszeitraumes 1965 bis 1970 nahmen deutsche Direktinvestitionen um netto 12 Mrd. DM zu; während

der vergangenen fünf Jahre dagegen fast um das Doppelte (23 Mrd. DM). Wenn auch nicht ganz so ausgeprägt, hat eine ähnliche Entwicklung ausländischer Privatinvestitionen in der Bundesrepublik stattgefunden. Während der beiden Vergleichsperioden waren die Nettozuflüsse 17 Mrd. DM (1965 bis 1970) und 25 Mrd. DM (1971–1975). Diese Zahlen sind also kein Beleg dafür, dass die Unsicherheit über die Wechselkursverhältnisse die Bereitschaft geschwächt hätte, in anderen Ländern zu investieren und damit den Prozess der wirtschaftlichen Integration zu bremsen.

Die Zahlen deuten eher in die umgekehrte Richtung, und wenn ich an meine eigenen Erfahrungen im Aufsichtsrat des Volkswagenwerks denke, wird dies bestätigt. Wir haben uns erst dann zum Bau eines Montagewerks in den USA entschlossen, als der unrealistische Wechselkurs DM/Dollar korrigiert worden war, und ein wesentliches Argument für die Entscheidung, ein Montagewerk in den USA zu errichten, war gerade die Unvorhersehbarkeit des Dollar/DM-Wechselkurses.

Bewährungsprobe bestanden

Trotz der gegenteiligen Erfahrungen der letzten Jahre ist das Missverständnis nicht auszurotten, feste Wechselkurse seien auch stabilere Wechselkurse. Oder umgekehrt: flexiblere Wechselkurse bedeuteten ein geringeres Mass an Stabilität. Davon kann nicht die Rede sein. Es gibt zwar eine inzwischen stark zusammengeschrumpfte Gruppe von Ländern, die untereinander feste und stabile Wechselkurse unterhalten, nämlich die sogenannte *Schlange*. Entgegen allen Unkenrufen hat sich dieser Verbund über die Ölkrise und die Rezession hinweg bewährt, und ich habe keinen Zweifel, dass wir ihn auch weiterhin zusammenhalten können, wenn alle Beteiligten die Lebensgrundlage dieses Verbundes beachten: nämlich eine gleichgerichtete Wirtschafts-, Finanz- und Geldpolitik zu verfolgen. Daneben gibt es aber eine ganze Reihe Länder, die zwar nicht Mitglieder der Schlange sind, aber doch stabile Wechselkurse zu dieser Zone de facto unterhalten. Ich meine beispielsweise die Schweiz und Österreich. Hier ist ohne grosse spektakuläre Aktion eine europäische Stabilitätszone entstanden, die – wie ich glaube – für die «weichen» Währungen zunehmend attraktiv wird. Das bemerkenswerteste Phänomen ist für mich aber die Tatsache, dass das Verhältnis des Dollars zu den europäischen «Stabilitätswährungen» seit vielen Monaten kaum verändert ist. Der Dollar ist heute keine schwache Währung mehr, sondern zusammen mit der D-Mark, dem Schweizer Franken und einigen anderen eine starke Währung. Die USA haben erfolgreiche Anstrengungen unternommen, ihre Inflationsrate unter Kontrolle zu bekommen, und sie sind zurzeit gerade dabei, so wie wir, die Weichen richtig

zu stellen, damit es nicht zu einer Wiederholung der Inflation kommt, die vor einigen Jahren das Gefüge der Weltwirtschaft so nachhaltig erschütterte. Dies bedeutet, dass die USA ebenso wie die Schweiz, die Bundesrepublik und einige andere Länder auch für Kapitalanlagen attraktiv sind und bleiben. Dies alles spricht dafür, dass die Relation des Dollars gegenüber den stabilen europäischen Währungen in Zukunft relativ stabil bleiben wird, dass wir also den Wechselbädern stark schwankender Dollarkurse nicht mehr oder zumindest nicht in dem Masse früherer Jahre ausgesetzt sein werden.

Das Wechselkurssystem der «kontrollierten Flexibilität», das sich in den letzten drei Jahren herausgebildet hat und das in Jamaika legalisiert worden ist, hat sich meines Erachtens durchaus *bewährt* und vor allem die Stürme der Ölkrise besser überstanden, als es ein System fester Wechselkurse je gekonnt hätte. Trotz der schwersten Rezession der Nachkriegszeit ist es unter diesem System möglich gewesen, einen Rückfall in Protektionismus und Devisenbewirtschaftung zu verhindern. Die notwendigen Anpassungen an unterschiedliche wirtschaftliche Entwicklungen sind weit geräuschloser und alles in allem effizienter vollzogen worden, als dies früher möglich war. Deshalb spricht eigentlich alles für die Vermutung, dass dieses System das Wechselkurssystem der Zukunft sein wird und dass wir keinen Grund haben, zu einem System fester Wechselkurse, das heisst zu einem Netz von Verabredungen über Interventionen an den Devisenmärkten zurückzukehren.

Dies schliesst Gruppierungen wie die «Schlange» in Europa oder eine Yen-Zone in Asien nicht aus, die durchaus ihren politischen und auch ökonomischen Wert haben – denkt man etwa daran, dass ein Land wie Holland mit der Bundesrepublik rund 30% seines gesamten Aussenhandels abwickelt und deshalb verständlicherweise an einer möglichst engen Bindung interessiert ist. Doch entscheidend für die Stabilität der Wechselkursverhältnisse ist nicht, um es noch einmal zu wiederholen, die Verabredung bestimmter Interventionspunkte – ob in engeren oder weiteren Bandbreiten – oder die Schaffung neuer Beistandsmechanismen, sondern die Bereitschaft, eine gleichgerichtete Politik zu betreiben und eine wirksame internationale Zusammenarbeit mit dem Ziel, die Quellen der Inflation zu verstopfen. Die Kontrolle der Liquiditätsschöpfung ist wohl die entscheidende Voraussetzung für ein funktionierendes Währungssystem der Zukunft. Oder mit anderen Worten: Ein Währungssystem, das sich zur Inflationsmaschine entwickelt, bedeutet schliesslich den Tod einer freien Weltwirtschafts- und -währungsordnung.

In der Endphase des Bretton-Woods-Systems kam es zu einer geradezu explosionsartigen *Vermehrung der Liquidität*, die nicht nur letzten Endes zum

Zusammenbruch dieses Systems führte, sondern auch die wesentliche Ursache für die weltweite Beschleunigung der Inflation Anfang der siebziger Jahre gewesen ist, unter der unser Wirtschafts- und Gesellschaftssystem noch heute leidet. Bis Mitte der sechziger Jahre war Liquidität knapp, weil der Dollar knapp war. Dies änderte sich, als die Zahlungsbilanz der USA ins Defizit geriet. Die Vermehrung international akzeptierter Zahlungsmittel wurde noch geschürt, als die Zentralbanken ihre Dollar-Reserven in den sich entwickelnden Off-shore-Märkten anlegten. Die Aufnahme von Währungskrediten auf diesen Märkten setzte dann einen regelrechten Währungsreservenmultiplikator in Gang. Während des Drei-Jahreszeitraums 1970 bis 1972 stieg die freie verfügbare internationale Liquidität, also die Reserven aller Währungsbehörden, um 67,5 Mrd. Sonderziehungsrechte verglichen mit einer Zunahme von 22,3 Mrd. Sonderziehungsrechten während der langen Periode von 1955 bis 1969. Allerdings beschlossen 1971 die Zentralbanken der Zehnergruppe, diesem Prozess dadurch ein Ende zu bereiten, dass sie sich verpflichteten, keine zusätzlichen Währungsreserven mehr auf internationalen Geld- und Kapitalmärkten anzulegen. Aber auch diese späte Entscheidung vermochte den Inflationsprozess nicht mehr zu stoppen. Ironischerweise fiel diese Phase stürmischer Liquiditätsausweitung mit der ersten Zuteilung an Sonderziehungsrechten zusammen, die einige Zeit zuvor beschlossen worden war.

Die Inflation an leicht verfügbaren internationalen Zahlungsmitteln war einer der entscheidenden Faktoren, die das Bretton-Woods-System zu Fall brachten: Das Festhalten an starren Kursen wurde bei auseinanderlaufenden nationalen Wirtschaftspolitiken letztlich dadurch ermöglicht, dass die Defizitländer ohne grosse Schwierigkeiten ihre Zahlungsbilanz finanzieren konnten und somit in der Lage waren, den Anpassungsprozess immer weiter aufzuschieben. Die Überschussländer – getreulich ihrer Devisenankaufspflicht folgend – akkumulierten immer grössere Reservebestände mit all den unheilvollen Folgewirkungen für ihre binnenwirtschaftliche Stabilität. Die internationale Liquidität wurde zum Vehikel der Übertragung inflationistischer Tendenzen. Die durchschnittliche jährliche Inflationsrate, die in dem Zeitraum 1965 bis 1970 für Industrieländer noch bei 4,1% (für Entwicklungsländer bei 11,8%) gelegen hatte, stieg auf 7% in 1973 (Entwicklungsländer 21%) und auf knapp 12% im Jahre 1974 (29%). Gleichzeitig wuchs die internationale Liquidität zwischen 1970 und 1972 um 86%.

Problem Liquiditätskontrolle

Es ist verständlich, dass angesichts dieser Situation im Mittelpunkt der Diskussion zur Reform des Weltwährungssystems die Frage stand, wie die

Schaffung internationaler Liquidität besser gesteuert werden könne. Saldenausgleich, Reservebewegungen, Konsolidierung des Dollar-Overhang und Erhebung des SZR zum Hauptreservemedium waren deshalb die wichtigsten Diskussionspunkte. Verschiedene Möglichkeiten wurden erörtert, wie die Finanzierung des Zahlungsbilanzungleichgewichtes der USA durch eigene Reserven, beziehungsweise, was praktisch das gleiche gewesen wäre, wie die Konvertierbarkeit der Reservewährung wieder sichergestellt werden könnte. Besonders populär war der Gedanke eines Substitutionskontos beim IMF, wo Dollarguthaben gegen SZR hätten eingetauscht werden können. Um den immensen Dollar-Überhang abzubauen, und um Vorkehrungen gegen eine neue Dollarakkumulation zu treffen, hätten IMF-Mitglieder die Pflicht oder das Recht gehabt, aus Zahlungsbilanzüberschüssen erworbene Dollarbestände gegen SZR einzutauschen. Defizite hätten dagegen mit der Primärreserve SZR beglichen werden müssen, und damit wären die USA anderen Ländern gleichgestellt worden. Die Konsolidierung der Dollarverbindlichkeiten aus dem Überhang wäre durch Emission langfristiger Obligationen seitens der USA erfolgt – um so nicht die USA vor die unmögliche und für die weltwirtschaftlichen Beziehungen unerträgliche Aufgabe zu stellen, kurzfristig die Sünden der Vergangenheit gutzumachen. In einem Atemzug wäre somit über einen strengen Saldenausgleich – ähnlich dem heutigen Prinzip der Schlange – eine grössere Symmetrie im Weltwährungssystem erzielt und das SZR zum Hauptmedium erhoben worden.

Dies war in der Tat ein faszinierendes Konzept der Liquiditätskontrolle, das den Internationalen Währungsfonds zu einer Art «Weltzentralbank» gemacht hätte. Wer die traurige Geschichte einer europäischen Währungsunion verfolgt hat, wird nicht darüber erstaunt sein, dass diese Konzeption nicht realisiert wurde. Sie wäre wohl auch ohne die Ölkrise gescheitert, weil nicht nur die USA einer Entthronung des Dollars entschieden Widerstand entgegensetzten, sondern auch viele kleinere Länder auf der Freiheit zur Ansammlung von Dollar-Reserven bestanden.

Eine grosse Mehrheit fand sich lediglich für die sogenannte *Demonetisierung des Goldes*. In Jamaika wurde auch in bezug auf das Gold praktisch nur legalisiert, was die Praxis bereits vorweggenommen hatte. Mit der Aufblähung der Dollar-Reserven war seine Verwendbarkeit zum Zahlungsbilanzausgleich, jedenfalls zum offiziellen Preis, unmöglich geworden. Einen neuen amtlichen Goldpreis festzusetzen aber war niemand bereit.

Deshalb ist der Begriff des Goldes aus den Statuten des IMF weitgehend verschwunden; die Goldbestände des Währungsfonds sollen sukzessive abgebaut werden. Ein Teil dieser Goldbestände wird in wenigen Wochen an die IMF-Mitglieder zurückgegeben und ein anderer Teil am Markt zugunsten der Entwicklungsländer verkauft werden.

Die nächste Zeit wird zeigen, ob es zu einer den Preis stabilisierenden Goldpolitik einzelner Notenbanken kommen wird. Ich will darüber keine Prognosen abgeben, schon gar nicht in der Schweiz. Sicher scheint mir nur zu sein, dass diejenigen Notenbanken, die in erheblichem Umfang Gold in ihren Währungsreserven halten, kein Interesse an einem weiteren Verfall des Goldpreises haben können. Auf der anderen Seite ist Gold auch für Notenbanken ein so risikoreiches Anlageobjekt geworden, dass es des Selbstbeschränkungsabkommens der Industrieländer, in den nächsten zwei Jahren ihren globalen Goldbestand nicht zu erhöhen, wahrscheinlich gar nicht bedurft hätte. Dies ist bedauerlich, denn es wäre sicher besser, wenn das eine oder andere Defizitland Gold am Markt verkaufen könnte, statt Kredit aufzunehmen.

Zwar ist die währungspolitische Rolle des Goldes stark reduziert worden. Ein rationales System der Liquiditätsschaffung und -kontrolle ist jedoch nicht an seine Stelle getreten. Die SZR sind auch nach Jamaika weit davon entfernt, das Hauptreserveaktivum zu werden, und der Dollar steht mehr denn je als Reserve- und Interventionswährung im Mittelpunkt des Währungssystems.

Allerdings: In einem System flexibler Wechselkurse sind Währungsreserven und Kreditoperationen grösseren Umfangs an sich nicht notwendig, wenn man einmal von Interventionen zur Glättung «erratischer» Schwankungen und von einer «eisernen Devisenreserve» für den Notfall absieht. Leistungsbilanzdefizite werden entweder durch normalen Kapitalimport ausgeglichen oder aber durch Bewegungen der Wechselkurse. Umgekehrt ist es bei Leistungsbilanzüberschüssen. Das Problem der Liquiditätskontrolle ist also, so scheint es, auf elegante Art gelöst. Selbst ein neues Zahlungsbilanzdefizit der USA müsste uns nicht erschrecken, denn auch und gerade für den Dollar besteht ja keine Ankaufsverpflichtung mehr.

Doch dieser systemimmanente *Ausgleichsmechanismus*, der das Problem der Kontrolle internationaler Liquidität an sich leichter lösbar machen sollte, *funktioniert nicht immer*. Ein drastisches Beispiel für die Grenzen lieferte die Ölkrise. Damals bestand allgemeine Einigkeit darüber, dass ölpreisbedingte Zahlungsbilanzdefizite durch Kreditgewährung – möglichst seitens der Ölländer – finanziert werden müssten, weil es sonst zu einer weltweiten Deflation und zu einem Zusammenbruch des freien Welthandels gekommen wäre. Deshalb ist in den letzten Jahren ein gigantisches Kreditsystem zur Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten entwickelt worden. Der überwiegende Teil der Defizite ist bemerkenswerterweise durch das private Bankensystem auf dem Euro-Markt finanziert worden. Daneben hat sich aber auch die internationale Zusammenarbeit auf diesem Felde bewährt. So sind

beispielsweise vom Internationalen Währungsfonds im Rahmen der sogenannten Ölfazilität rund 8 Mrd. Dollar den Defizitländern zur Verfügung gestellt worden. Ausserdem wurde 1976 in Jamaika beschlossen, auch die normalen Kreditfazilitäten des IMF um rund 13 Mrd. SZR aufzustocken. Den Bundesbankkredit an Italien habe ich bereits erwähnt. Die Bundesrepublik garantiert überdies bis zu 44% der EG-Anleihe in Höhe von 1,3 Mrd. Dollar, die kürzlich zugunsten Italiens und Irlands aufgelegt worden ist. Schliesslich bleibt als letzte grosse Kreditfazilität noch der OECD-Fonds zu erwähnen, der infolge der Ölkrise gegründet worden ist und der ein maximales Volumen von 25 Mrd. Dollar umfasst, auf den bisher aber noch kein Land ziehen konnte, weil die Gesetzgebungsverfahren noch nicht überall abgeschlossen worden sind.

Der eigentliche Anlass für die enormen Kreditfazilitäten, die in den letzten Jahren geschaffen worden sind, ist fast vergessen, nämlich der explosionsartige Anstieg der Ölpreise und die dadurch ausgelösten Zahlungsbilanzdefizite. Inzwischen werden diese Fazilitäten längst benutzt, um Defizite zu finanzieren, die ganz andere Ursachen haben. Ich halte das für eine bedenkliche Entwicklung, die der Inflationierung Vorschub leistet und die häufig verhindert, dass notwendige Anpassungsschritte vorgenommen werden.

Ich habe allerdings den Eindruck, dass die fast hemmungslose *Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten* durch Kreditaufnahme geringer wird. Dazu trägt sicherlich die Tatsache bei, dass die Verschuldungskapazität vieler Länder erschöpft ist oder sich der Erschöpfung nähert. So gesehen ist auch das «nachfragebestimmte» Liquiditätsschöpfungspotential durchaus limitiert – selbst wenn die Grenze sich nicht genau quantifizieren lässt. In der Tat hat sich in der letzten Zeit eine Verschiebung dieser Grenze bemerkbar gemacht: Eine der Methoden ist die Bindung der Kreditaufnahme eines einzelnen Landes an den Abschluss eines Stand-by-Kredits mit dem IMF. Die andere, mengenmässig wirksamere Methode beinhaltet die Einschaltung internationaler Institutionen wie beispielsweise der EG über die Gemeinschaftsanleihe, die die Mittel am Kapitalmarkt beschafft und sie gekoppelt an wirtschaftspolitische Auflagen an die kreditsuchenden Länder weitergibt. Beide Verfahren transformieren private in internationale Liquidität.

Die Tendenz zur Verwendung eines höheren Anteils an konditionaler Liquidität in der Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten, zu der ja auch die in Jamaika beschlossene temporäre Ausdehnung der IWF-Kredittranchen um 45% gehört, ist nur zu begrüssen. Die Auflagen müssen sich an zwei Grundkriterien orientieren: nämlich der Rückkehr zur binnenwirtschaftlichen Stabilität und zur Aufrechterhaltung der Reagibilität der Wechselkurse. Unter diesen Voraussetzungen kann eine temporäre Finanzhilfe

den Zweck einer Anpassung erfüllen. Unkonditionierte Liquidität, zumal wenn sie unlimitiert zur Verfügung steht, hat dagegen leicht das gegenteilige Ergebnis zur Folge.

Ein Nebeneffekt: Die Einschaltung internationaler Institutionen hat den nicht zu unterschätzenden Vorteil, die politisch anrüchige «Einmischung in die inneren Angelegenheiten» der Empfängerländer akzeptabler zu machen, da die Ausarbeitung der Auflagen der Neutralität und Objektivität der internationalen Organisationen unterstellt ist. Ein effizientes Funktionieren der internationalen Organisationen selbst symbolisiert ja internationale Kooperation und Solidarität, die als Grundvoraussetzung für die Aufrechterhaltung eines freien Handels und Kapitalverkehrs unerlässlich sind.

Forderungen der Entwicklungsländer

Es ist verständlich, dass auflageschwache, automatische Kreditfazilitäten begehrter sind als mit wirksamen Auflagen versehene Kredite.

Ein besonderes Problem sehe ich hier im Verhältnis zu den *Entwicklungsländern*. Unter dem Stichwort «Neue Wirtschaftsordnung» haben sie eine Reihe dezidierter Wünsche vorgetragen, die zum Teil auf eine Umfunktionierung der Währungspolitik zu einem Instrument der Entwicklungsfinanzierung unter Loslösung der währungspolitischen Massnahmen vom Zahlungsbilanzkriterium hinauslaufen. So drängen die Entwicklungsländer auf den Einbau automatischer Vorrichtungen in die internationale Währungspolitik, wie beispielsweise die Bereitstellung langfristiger, zinsgünstiger und unkonditionierter Zahlungsbilanzkredite, Verknüpfung von SZR-Zuteilungen mit Entwicklungshilfefinanzierung («link») und Neuverteilung der Währungsreserven. Die tiefe Weltrezession von 1974/75 wird darüber hinaus zum Anlass genommen, der Währungspolitik eine internationale Konjunktursteuerungsfunktion zuordnen zu wollen, etwa der Art, dass Zahlungsbilanzdefizite der Entwicklungsländer als Ausfluss der konjunkturellen Abschwächung in den industrialisierten Ländern voll durch langfristige Kredite von IMF oder Notenbanken kompensiert werden sollen, oder dass die Industrieländer ganz oder teilweise auf die Schuldenrückzahlung verzichten sollen – wie jetzt in Nairobi gefordert.

Ich glaube, es ist gar nicht notwendig, im Detail auf die einzelnen Forderungen der Entwicklungsländer einzugehen, um deren Unvereinbarkeit mit der Philosophie von Jamaika hervorzuheben. Dort war der grundsätzliche Gedanke, die Verantwortung für das Währungsgeschehen auf die nationale Wirtschaftspolitik der einzelnen handeltreibenden Nationen zurückzuführen – und nicht umgekehrt. Dieses Prinzip ist und muss universell

anwendbar sein und kann nicht durch Zubilligung einer währungspolitischen Sonderrolle für bestimmte Ländergruppen umgangen werden.

Ausserdem scheinen die Entwicklungsländer mehr und mehr von einem Zahlungsbilanzverständnis auszugehen, das ich schwer teilen kann. Defizite werden offensichtlich nur als Massstab für Finanzierungswünsche betrachtet, auf die ein Anspruch besteht. Dabei wird der Unterschied zwischen strukturellen und temporären Zahlungsbilanzdefiziten ausser acht gelassen. Auch die entwicklungsbedingten Defizite sollen durch monetäre Massnahmen finanziert werden.

Mit einer solchen Vorstellung von der Funktion der Zahlungsbilanz berauben sich die Entwicklungsländer selbst eines der verlässlichsten wirtschaftspolitischen Informations- und Orientierungsinstrumente, die einen Eindruck über die Effizienz ihres entwicklungspolitischen Kurses vermitteln.

Die Diskussion über die sozusagen latente Zahlungsunfähigkeit der Entwicklungsländer liegt meines Erachtens am allerwenigsten in deren eigenem Interesse, denn sie beeinträchtigt auf das schwerste ihr Kreditstanding an den internationalen Finanzmärkten. Mitbetroffen sind davon auch jene Entwicklungsländer, die ihre Finanzen in Ordnung gehalten haben und noch der altmodischen Ansicht huldigen, Schulden müssten zurückgezahlt werden.

*

Das Währungssystem, mit dem wir heute und in der voraussehbaren Zukunft leben müssen, ist kein «grand design», sondern unter Schmerzen in den Währungskrisen Anfang der siebziger Jahre geboren. Es ist aber durchaus ein System, das die wichtigste Anforderung an eine Währungsordnung erfüllen kann, nämlich einen möglichst ungehinderten Austausch von Waren, Dienstleistungen und Kapital zu ermöglichen. Das Wechselkurssystem ist flexibel genug, um divergierende wirtschaftliche Entwicklungen auszugleichen und um jedem Land die Wirtschaftspolitik zu ermöglichen, die es für richtig hält. Ich habe die Hoffnung, dass dabei immer mehr Länder die Entdeckung machen werden, dass Stabilität zwar gewisse Opfer und ein hohes Mass an Disziplin erfordert, aber am Ende attraktiver und leistungsfähiger ist als der scheinbar so leichte Weg einer permissiven Geld- und Fiskalpolitik. Eine stabile Weltwährungsordnung ist die Grundlage unserer Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung. Aber Stabilität kann nicht durch Verträge verordnet werden. Stabilität beginnt zu Hause.

Leicht gekürzter und geänderter Text des Vortrages vor dem Schweizerischen Institut für Auslandforschung vom 1. Juni 1976 in Zürich.