Internationale Währungsprobleme

Autor(en): **Haberler, Gottfried**

Objektyp: **Article**

Zeitschrift: **Schweizer Monatshefte : Zeitschrift für Politik, Wirtschaft, Kultur**

Band (Jahr): **49 (1969-1970)**

Heft 3: **Einbürgerung der Kunst? : Um ein neues Selbstverständnis der Kritik**

PDF erstellt am: **14.05.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-162276>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.

Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.

Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Internationale Währungsprobleme

GOTTFRIED HABERLER

Einleitung

Das internationale Währungssystem hatte in den letzten drei Jahren eine Reihe von Krisen zu bestehen – die Pfundabwertung und die Verschlechterung der amerikanischen Zahlungsbilanz in 1967; die gewaltige Goldspekulation im Frühjahr 1968, die zur Schliessung des durch die Zentralbanken gespeisten Goldmarkts und zur Einführung des «doppelten Goldpreises» führte; der plötzliche Sturz des französischen Franc von einer der stärksten und härtesten Währungen zu einer schwachen und nur mit grösster Mühe unter Anwendung scharfer Devisenkontrollen gestützten labilen Existenz. Auch der Dollar stand Ende 1967 und während der ersten Monate 1968 unter schwerem Druck, was die Regierung Johnson veranlasste, den Kapitalexport unter schärfster Kontrolle zu nehmen und eine Reihe anderer Massnahmen (unter anderem eine hohe Touristensteuer!) zu beantragen, die jedoch vom Kongress nicht akzeptiert wurden. Im Laufe des Jahres 1968 trat dann ein ganz unerwarteter Umschwung in der amerikanischen Zahlungsbilanz ein. Die Handelsbilanz hat sich zwar weiter verschlechtert, doch kam es zu einem gewaltigen Zustrom ausländischen Kapitals. Die Hauptgründe dieser völlig unvorhergesehenen Wendung sind wohl das durch die Ereignisse in Frankreich und die Besetzung der Tschechoslowakei plötzlich neu erweckte Gefühl der Unsicherheit in Europa, die hohen Zinssätze in Amerika und die Hausse an den amerikanischen Börsen.

Die Lage der amerikanischen Zahlungsbilanz bleibt jedoch prekär; es ist jedenfalls eine Anomalie, dass das reichste Land der Welt Kapital in grossem Mass importiert. Dieser Umstand sowie die andauernde Schwäche des französischen Franc und des Pfundes machen es wahrscheinlich, dass die Serie von internationalen Währungskrisen noch nicht abgeschlossen ist.

Der vorliegende Aufsatz ist jedoch nicht dem Versuch gewidmet, Vergangenes zu schildern¹ oder die künftige Entwicklung vorherzusagen; ich will vielmehr versuchen, einige fundamentale Tatsachen und Entscheidungen zu skizzieren, denen die Welt für lange Zeit gegenüberstehen wird, gleichgültig ob es in der nächsten Zeit zu akuten Krisen kommen wird oder nicht.

Wir müssen uns zunächst vor Augen halten, dass der internationale Währungsmechanismus nicht Selbstzweck ist, sondern ein blosses Mittel zum Zweck – ein Mittel nämlich, um den internationalen Handel, den Touristenverkehr und die Kapitalbewegungen zu erleichtern und ihr Wachstum zu fördern. Welthandel, Tourismus und Kapitalübertragungen sind in der Nachkriegszeit rekordmässig gewachsen. Alle Länder der westlichen Welt, auch die Entwicklungsländer, haben an der Expansion des Welthandels – wenn auch in unterschiedlichem Grade – teilgenommen. Dieser Aufschwung des internationalen Handels hat in hohem Masse zum inneren wirtschaftlichen Wachstum und Wohlstand aller Länder beigetragen. Die Ausdehnung des Welthandels wurde ihrerseits dadurch begünstigt, dass in den Industrieländern keine schwerwiegenden Depressionen vorkamen. Die traurigen Erfahrungen der Zwischenkriegszeit, die durch die «Grosse Depression» der dreissiger Jahre gezeichnet waren, wiederholten sich nicht.

Das andere grundlegende Faktum der Expansion des Welthandels war der fast völlige Abbau der kriegsbedingten Restriktionen im internationalen Handels- und Zahlungsverkehr und die weitgehende Wiederherstellung der Konvertibilität der wichtigsten Währungen. Dieser Liberalisierungsprozess schritt – nach langsamem Start – rasch voran, nachdem Deutschland 1948 sein mit der Person von *Ludwig Erhard* verknüpftes «Wirtschaftswunder» eingeleitet hatte. Er kam jedoch in den letzten Jahren zum Stillstand – trotz dem erfolgreichen Abschluss der sogenannten «Kennedy-Runde» im Juni 1967, in der sich die Vereinigten Staaten und andere Industrieländer verpflichteten, ihre Zölle im Laufe von fünf Jahren beträchtlich herabzusetzen. Nicht nur ist der protektionistische Druck in den USA grösser geworden, sondern auch die Agrarpolitik der EWG ist protektionistisch eingestellt. Doch kann kein Zweifel darüber bestehen, dass die schwersten Gefahren für den freien Fluss von Gütern, Dienstleistungen und Kapital von den bestehenden monetären Ungleichgewichten drohen.

Das internationale Währungssystem in der jüngsten Vergangenheit: Tendenz zu Restriktionen

Das gegenwärtige internationale Währungssystem wird als «Gold-Devisen-Standard» bezeichnet. Gold und die beiden Reservewährungen, der Dollar und das Pfund Sterling, sind die wichtigsten Reservemedien, und die Statuten des Internationalen Währungsfonds bilden den Rahmen des Systems. Bis vor einigen Jahren funktionierte es befriedigend – obwohl bisweilen gesagt wird, es habe von allem Anfang an schwerwiegende Mängel aufgewiesen und damit den Keim seines eigenen Untergangs in sich getragen.

Eines kann sicher nicht in Abrede gestellt werden: dass es an der mone-

tären Grundlage für die befriedigende Entwicklung des Welthandels nicht gefehlt hat. Die wichtigsten Währungen der Industrieländer und die Währungen einiger Entwicklungsländer sind frei konvertierbar geworden. Die entwickelten Länder in Europa sowie einige Entwicklungsländer konnten Währungsreserven in Form von Gold und Dollars akkumulieren. Gewiss, die meisten Entwicklungsländer haben nicht genügend Währungsreserven, und in der Mehrzahl der Fälle bestehen vielfältige Beschränkungen, Systeme multipler Wechselkurse usw. Aber dies ist eindeutig eine Folge der Inflations-Politik jener Länder und nicht etwa die Schuld des internationalen Währungssystems.

In den letzten Jahren hat sich nun dieser im ganzen günstige Stand der Dinge eindeutig verschlechtert. Im Zentrum liegen die Schwierigkeiten der Reserveländer Grossbritannien und USA. Wir konzentrieren uns im folgenden auf die Vereinigten Staaten.

Die amerikanische Wirtschaft hat sich befriedigend entwickelt, geht doch die letzte – milde und kurze – Rezession auf das Jahr 1960 zurück. Seit Februar 1961 ist ein ständiger Konjunkturanstieg zu verzeichnen, und die Expansion hält auch jetzt noch an, obschon im ersten Halbjahr 1967 eine kleine «Unsicherheitsperiode» oder «Mini-Rezession» zu verzeichnen war. Die Preise blieben bis Mitte 1965 bemerkenswert stabil; seither stiegen die Verbraucherpreise um gut 3 Prozent pro Jahr, die Grosshandelspreise um etwas mehr. Doch gegen Ende 1967 begann die Inflation einen rascheren Rhythmus – 4 bis 5 Prozent pro Jahr – anzunehmen, und sie hält immer noch an.

Die Zahlungsbilanz weist seit zehn Jahren ununterbrochen ein Defizit auf. Das schlechteste Jahr war 1959, später verbesserte sich die Situation bis 1964. Seither gestaltete sich die Zahlungsbilanz ständig ungünstiger bis zur unerwarteten, aber prekären Verbesserung im vergangenen Jahr. Der amerikanische Goldbestand verminderte sich als Folge der anhaltenden Defizite in der Zahlungsbilanz von 20,6 Milliarden Dollar im Jahr 1958 auf 10,8 Milliarden im Februar 1969. Gleichzeitig erhöhten sich die kurzfristigen Verbindlichkeiten von 16,84 Milliarden (wovon 9,14 gegenüber ausländischen und internationalen Währungsbehörden) auf rund 33 Milliarden (wovon 12,50 gegenüber Währungsbehörden) im Jahr 1968. Es darf indessen nicht übersehen werden, dass in derselben Periode die amerikanischen Guthaben und Investitionen im Ausland viel stärker angestiegen sind, so dass der Nettobestand an Investitionen im Ausland (ohne Gold) von etwa 14 Milliarden Dollar im Jahr 1950 auf rund 52 Milliarden im Jahr 1967 anstieg.

Nachdem die Eisenhower-Administration im Jahre 1959 drastische antiinflationäre Massnahmen auf geld- und fiskalpolitischem Gebiet getroffen hatte (die zu einer raschen Verbesserung der Zahlungsbilanz

fürten und den Grund für den jahrelangen Aufschwung nach der Rezession von 1960 legten), behalfen sich die nachfolgenden Regierungen in zunehmendem Masse mit direkten Kontrollen und protektionistischen Mitteln, um mit dem Zahlungsbilanz-Defizit fertig zu werden. Die hauptsächlichsten Massnahmen waren: Herabsetzung des zollfreien Betrages für amerikanische Touristen, die Koppelung der Hilfsgelder und Regierungs-Darlehen an andere Länder an den Bezug amerikanischer Güter und Dienstleistungen, die Verschärfung der «Buy American»-Vorschriften für Regierungskäufe im Ausland und eine Reihe immer strengerer Massnahmen in bezug auf Besteuerung und Restriktion des Kapitalexports. Der letzte grosse Schritt auf dem Wege zu einem System umfassender direkter Kontrollen erfolgte am 1. Januar 1968. Durch einen Erlass des Präsidenten wurde der Kapitalexport für Direktinvestitionen auf dem europäischen Kontinent und in Südafrika verboten und der Kapitalexport nach andern Regionen scharfen Beschränkungen unterworfen; zugleich wurde die Pflicht zur Repatriierung von Gewinnen aus Investitionen im Ausland statuiert. Dazu kamen zahlreiche andere restriktive Massnahmen von geringerer Bedeutung.

Dies bedeutete – nach den Worten der «Neuen Zürcher Zeitung» – eine völlige Umkehr der Politik, die die Vereinigten Staaten während der ganzen Nachkriegsperiode mit missionarischem Eifer verfolgt hat: der Politik der Befreiung des internationalen Güter- und Kapitalverkehrs aus den Fesseln der Restriktionen. Es würde nicht schwer halten, zahlreiche Beispiele aus andern Ländern für den Rückfall in den verpönten Restriktionismus anzuführen, und es ist zu befürchten, dass das schlechte Beispiel der USA, Grossbritanniens und jüngstens Frankreichs auch in andern Industrieländern Schule machen wird.

Anpassung, Liquidität und Vertrauen

Es dürfte Einigkeit darüber bestehen, dass der gegenwärtige Trend in Richtung auf mehr und mehr Kontrollen unglücklich ist und dass er deshalb gestoppt und ins Gegenteil gewendet werden muss. Aber die Meinungen gehen auseinander, sobald man die Frage stellt, wie dieses Ziel zu erreichen sei. Es mag in diesem Zusammenhang nützlich sein, das Problem unter drei Aspekten zu diskutieren: Anpassung, Liquidität, Vertrauen.

Das Anpassungsproblem

Das Anpassungsproblem ist am wichtigsten und auch am schwierigsten, obwohl den mit der Liquidität und dem Vertrauen verknüpften Fragen

grössere Beachtung geschenkt wird. Wenn von Anpassung die Rede ist, meint man einen – automatischen oder durch Massnahmen ausgelöst – Mechanismus, durch den Ungleichgewichte in den Zahlungsbilanzen (Defizite oder Überschüsse) eliminiert werden. Funktioniert der Anpassungsmechanismus gut, so kommen Währungsreserven (die sogenannte «internationale Liquidität») nur in geringem Masse zum Einsatz, und die Vertrauensfrage kommt überhaupt nicht ins Spiel. Arbeitet indessen der Mechanismus nur langsam oder gar nicht, so kommt es zu beträchtlichen Defiziten, für deren Finanzierung grosse Beträge an Währungsreserven erforderlich sind. Da die Möglichkeiten zur Finanzierung der Defizite beschränkt sind, kann es leicht zu einer Vertrauenskrise kommen, wie sich dies etwa in der Spekulation gegen das Pfund und später gegen den Dollar und den französischen Franc gezeigt hat.

Drei Arten von Anpassung sind auseinanderzuhalten. Einmal die Anpassung mit Hilfe direkter Kontrollen: Das ist die Methode, die seit einigen Jahren immer stärker zur Anwendung kommt. Diese Methode soll hier nicht weiter besprochen werden, denn es handelt sich um jene Politik, die es zu vermeiden gilt. Nur das eine sei gesagt: Selbst wenn direkte Kontrollen auf breiter Basis eingeführt werden, müssen gleichwohl noch andere Methoden angewendet werden, denn durch solche Kontrollen allein können nur geringfügige Ungleichgewichte gemeistert werden.

Die beiden andern Methoden beruhen im einen Fall auf fixen Wechselkursen (Goldstandard-Technik), im andern auf Änderungen der Wechselkurse (flexible Wechselkurse). Beide stützen sich auf die Marktkräfte und stehen deshalb in Gegensatz zur Methode der direkten Kontrollen, bei welcher administrative Massnahmen der Regierung anstelle des Preismechanismus treten.

Anpassung bei fixen Wechselkursen

Das System fixer Wechselkurse sitzt noch immer fest im Sattel, obwohl viele akademische Volkswirtschaftler auf die Einführung dieser oder jener Art von Wechselkurs-Flexibilität drängen. Im folgenden sollen zunächst die Bedingungen aufgezeigt werden, unter denen ein System fixer Wechselkurse befriedigend arbeiten kann, das heisst in der Lage ist, so zu funktionieren, dass die Überschussländer keinem übermässigen inflatorischen Druck ausgesetzt werden und die Defizitländer von Deflation und Arbeitslosigkeit verschont bleiben.

Grundlegendes Erfordernis ist eine ausreichende gegenseitige Anpassung der monetären und Fiskalpolitik. Die Defizitländer müssen eine relativ restriktive Geld- und Fiskalpolitik befolgen, die Überschussländer einen

relativ expansionistischen Kurs in diesen beiden Bereichen. Im Idealfall lässt sich eine solche Politik durchführen, ohne dass in den Defizitländern dauernde Arbeitslosigkeit hervorgerufen oder die Wachstumsrate beschnitten würde. Wenn Preise und Löhne flexibel wären, gingen die Preise, *Nominallöhne* und *Nominaleinkommen* in den Defizitländern zurück, während zugleich die Beschäftigung, das *Realeinkommen* und das *reale* Wachstum unverändert blieben. Heutzutage sind aber die Nominallöhne überall nach unten hin starr. Doch in einer wachsenden Wirtschaft, in welcher die Produktion pro Kopf und Stunde (Produktivität) steigt, ist die Anpassung selbst bei starren Löhnen möglich. Einziges Erfordernis dafür ist, dass in den Defizitländern die Nominallöhne für einige Zeit stabil bleiben. Dann könnten die Preise parallel zum Anstieg der Produktivität sinken. Umgekehrt würden in den Überschussländern die Nominallöhne etwas stärker steigen als die Produktivität, die Preise würden leicht anziehen, und die Preisdifferenz brächte nach einer gewissen Zeit die notwendige Anpassung der Handelsbilanz zustande.

Doch wie sieht die Wirklichkeit aus? In den meisten Ländern – selbst wenn es gelingt, die Gesamtnachfrage zu beschränken (was bei wenigen der Fall ist) – ist es heute zusehends schwieriger oder gar unmöglich, den Anstieg der Nominallöhne auf das Mass des Produktivitätszuwachses zu begrenzen. Wenn die Defizitländer nicht in der Lage oder nicht gewillt sind, eine restriktive Geldpolitik zu betreiben, kann bei fixen Wechselkursen der Ausgleich nur über eine Inflation in den Überschussländern herbeigeführt werden. Und gerade das ist es, was sich in der Praxis abspielt. Soweit der Ausgleichsmechanismus tatsächlich funktioniert, geschieht dies über unterschiedliche Inflationsraten: die Überschussländer inflationieren stärker als die Defizitländer. Dem gegenwärtigen System ist somit eine starke inflatorische Tendenz inhärent.

Aber selbst diese Art des Ausgleichs – die unter dem Gesichtspunkt der Preisstabilität keineswegs zu befriedigen vermag – ist keine Dauerlösung. Denn die verschiedenen Länder haben unterschiedliche Toleranzen für die Inflation und geben den verschiedenen Zielen der Wirtschaftspolitik unterschiedliches Gewicht. Einige, wie etwa Deutschland, sind sehr empfindlich gegenüber inflatorischen Entwicklungen und deshalb im Interesse der Preisstabilität bereit, eine beträchtliche Arbeitslosigkeit in Kauf zu nehmen. Andere, etwa Grossbritannien, haben eine krankhafte Angst vor einem auch nur geringen und vorübergehenden Beschäftigungsausfall; sie akzeptieren deshalb eine gute Dosis Inflation, um einen hohen Beschäftigungsgrad beibehalten zu können. Einige Länder sind nicht in der Lage, gegen die Lohnerhöhungspolitik der Gewerkschaften erfolgreich anzugehen, andern gelingt es irgendwie, Lohndisziplin durchzusetzen. Einige Länder sind geradezu besessen von der Wachstumsrate ihrer Wirtschaft und

tolerieren einen erheblichen Grad von Inflation, damit sie ihr Wachstumsziel erreichen; andere haben nichts dagegen, wenn im Zuge der Inflationsbekämpfung die Wachstumsrate zeitweilig zurückgeht. (Wer *auf die Dauer* eine höhere Wachstumsrate erzielt, brauchen wir hier nicht zu beurteilen.)

Die entscheidende Frage, die die Befürworter eines Systems fixer Wechselkurse zu beantworten haben, lautet: Wie kann man sicherstellen, dass die verschiedenen Länder – in bezug auf das Ausmass der Inflation und die Abweichung von der Vollbeschäftigung, die sie tolerieren – ihre Wirtschaftspolitik und ihre wirtschaftspolitischen Ziele in ausreichendem Masse harmonisieren, damit der Ausgleich der Zahlungsbilanzen möglich wird ohne direkte Kontrollen und ohne übermässige Inflation?

Die Lösung über den Gold-Standard

Es ist den Befürwortern des altmodischen Goldstandards zuzugestehen, dass sie auf diese Frage eine unzweideutige Antwort haben: «Der Goldstandard ist wieder herzustellen», sagen sie, «denn dessen strenge Disziplin wird die Länder zu richtigem Verhalten zwingen.» Ihre Kritik am jetzigen Gold-Devisen-Standard bezieht sich ausgerechnet darauf, dass er den Reservewährungs-Ländern keine Disziplin auferlegt. Wenn eine Währung, zum Beispiel der Dollar, allgemein als Reservewährung dient und von allen andern Ländern ohne Vorbehalte unbeschränkt akzeptiert wird, so stimmt es, dass sich das Reservewährungs-Land um seine Zahlungsbilanz nicht zu kümmern brauchte. Seine interne Politik würde von der Zahlungsbilanz her keinen Einschränkungen unterworfen sein. Aber den Befürwortern des Goldstandards ist entgegenzuhalten:

1. Seit mehreren Jahren wird der Dollar nicht ohne Vorbehalte von andern Ländern akzeptiert.

2. Obschon ich die amerikanische Finanz- und Geldpolitik nicht verteidigen möchte (ich habe sie zu verschiedenen Malen kritisiert), so kann doch nicht bestritten werden, dass im grossen und ganzen die finanzielle Disziplin der USA nicht schlechter war als die irgendeines andern wichtigen Landes. Beweis dafür ist, dass die Kaufkraft des Dollars – gemessen an den Verbraucherpreisen – besser gewahrt wurde als die Kaufkraft irgendeiner andern Währung (Ausnahme: Venezuela, Guatemala und ein oder zwei andere Fälle). Das stimmt, ob man nun zwanzig, zehn oder fünf Jahre zurückblickt – wenn es auch in einzelnen Jahren anders war und in den beiden letzten zwei Jahren die Inflation zu einem eigentlichen Problem wurde. Man mag fragen, wie die lange Serie von Zahlungsbilanz-Defiziten möglich war, wenn die Vereinigten Staaten – verglichen mit andern Ländern – weniger Inflation hatten. Die Antwort ist: Beinahe alle andern

Währungen wurden im Laufe der Jahre gegenüber dem Gold und dem Dollar abgewertet; ferner erholten sich Europa und Japan von den Kriegsschäden und konkurrenzten die amerikanische Industrie in wachsendem Masse; und schliesslich ist zu bedenken, dass das amerikanische Engagement in der Auslandhilfe, die Militär- und Kriegsausgaben sowie der Kapital-export gestiegen sind. Unter diesen Umständen war eben das vergleichsweise gute Abschneiden der USA in bezug auf die Inflation doch nicht ausreichend.

3. Die Annahme, die Wiederherstellung des Goldstandards würde den Trend der heutigen Wirtschaftspolitik hinsichtlich Vollbeschäftigung, Wachstum und Preisstabilität ändern und die Starrheit der Löhne nach unten sowie den ständigen Lohnauftrieb zum Verschwinden bringen, ist unrealistisch, ja naiv. Nehmen wir einmal an, der Goldpreis würde verdoppelt oder wäre bereits früher (als der amerikanische Goldbestand noch bedeutend höher war) verdoppelt worden. Dadurch wäre es den USA und andern goldstarken oder goldproduzierenden Ländern möglich, eine expansionistische Politik zu betreiben und das Faktum der Lohnstarrheit und des Kostenauftriebs zu ignorieren. Aber die Verdoppelung des Goldpreises würde bloss eine inflatorische Atempause zur Folge haben und den Zeitpunkt für entscheidende Massnahmen in bezug auf die Zahlungsbilanz nur hinausschieben.

Fassen wir zusammen: Wenn auch von den Befürwortern des Goldstandards das Problem der Anpassung der internen Politik klar gesehen wird, so ist doch die Lösung, die sie anzubieten haben, gänzlich unzureichend.

Andere Befürworter fixer Wechselkurse ignorieren das Problem der Anpassung überhaupt. Sie kritisieren den Gold-Devisen-Standard weitgehend aus denselben Gründen wie die Vertreter des Goldstandards. Das System kranke an einer inhärenten Unstabilität, behaupten sie, und überdies könne es ein genügendes Wachstum der internationalen Liquidität nicht gewährleisten. Aber während die Anhänger des Goldstandards die Goldbasis durch eine Verdoppelung des Goldpreises verbreitern möchten, tritt diese Gruppe von Reformern für die Ergänzung – und allenfalls für die sukzessive Ersetzung – der Gold- und Dollarreserven durch «künstliche» internationale Zahlungsmittel ein, durch «Papiergold», wie die Bezeichnung oft lautet.

Das Liquiditäts- und Vertrauensproblem

Manche Ökonomen sind der Meinung, es werde bald zu einer Knappheit an internationaler Liquidität kommen – wenn sie nicht schon heute bestehe. Liquiditätsmangel ist indessen ein vager Begriff, dessen Definition recht

schwierig ist und der vom Problem des Vertrauens unterschieden werden sollte. Die Beziehung zwischen Liquidität und Vertrauen lässt sich am besten erkennen, wenn man zwei mögliche Gründe auseinanderhält, weshalb die Nachfrage nach internationaler Liquidität (internationalen Reserven) zunimmt und das Angebot an internationaler Liquidität abnimmt und so eine Knappheit an Liquidität entstehen kann. Der erste Grund ist die allmähliche Expansion des Welthandels und internationaler Transaktionen; der zweite Grund liegt im Mangel an Vertrauen in eine Währung, besonders in eine Reservewährung, was zu grossen internationalen Kapitalbewegungen führt; die kürzliche Flucht aus dem Pfund Sterling und dem französischen Franc sind Beispiele dafür.

Aber akute Vertrauenskrisen kommen nicht wie ein Blitz aus heiterem Himmel. Sie sind fast immer die Folge von anhaltenden Zahlungsbilanz-Defiziten. Das gegenwärtige System ist jedoch gut gerüstet, um selbst grosse Kapitalverschiebungen – verursacht durch Vertrauenseinbusse – zu meistern. Die rasche Überwindung verschiedener Pfundkrisen und der italienischen Währungskrise im Jahr 1963, die die Aufbringung – beinahe über Nacht – von mehreren Milliarden Dollar nötig machten, um die Währungen gegenüber spekulativen Angriffen zu verteidigen, ist ein Beweis dafür. Wenn die Verteidigung des Pfund Sterling schliesslich ohne Erfolg blieb, so deshalb, weil die internen antiinflationistischen Massnahmen Englands ungenügend waren. Ganz anders im Falle Italiens, wo die Zentralbank die nötigen geldpolitischen Restriktionen durchführte. Eine starke Dosis «klassischer Medizin» führte sehr rasch zu einer aktiven Zahlungsbilanz, so dass die durch die restriktiven Massnahmen bedingte Verlangsamung des wirtschaftlichen Wachstums bald überwunden wurde.

Um es zu wiederholen: Ernste Vertrauenskrisen sind in der Regel die Folge eines anhaltenden Ungleichgewichts in der Zahlungsbilanz. Das will nicht heissen, dass Vertrauenskrisen etwa nicht gefährlich wären. Es bedeutet nur, dass sie nicht vorkommen würden, wenn das grundlegende Anpassungsproblem gelöst wäre und die zunehmende Nachfrage nach internationaler Liquidität, die sich aus der fortschreitenden Expansion der Weltwirtschaft ergibt, befriedigt würde.

Besteht ein Mangel an internationaler Liquidität, und zwar unabhängig von den heftigen Nachfragesteigerungen und den Verminderungen des Angebots, wie sie sich im Zuge akuter Vertrauenskrisen ergeben? Ist es wahrscheinlich, dass eine solche Knappheit an internationaler Liquidität in Zukunft entstehen wird, so dass die Schaffung künstlicher Währungsreserven ratsam wäre?

Eine Knappheit an internationaler Liquidität würde sich darin geltend machen, dass zahlreiche Länder eine restriktive monetäre Politik befolgen oder die Einfuhr beschränken *mit dem Ziel, ihre Währungsreserven zu*

verstärken. Dabei ist zu beachten, dass nicht jede Handels- oder Kreditrestriktion als Zeichen eines Liquiditätsmangels zu werten ist. Wenn ein Land im Interesse der Inflationsbekämpfung – oder um ein Zahlungsbilanz-Defizit zu beheben – eine straffe Geldpolitik befolgt, so besteht kein Anlass, darin ein Symptom einer Liquiditätsknappheit zu sehen. Ebenso wenig haben Handelsrestriktionen aus protektionistischen Gründen etwas mit einem Mangel an Liquidität zu tun.

Es muss allerdings zugegeben werden, dass es Grenzfälle gibt, die schwierig zu interpretieren sind. Ein Beispiel dafür: Die Hauptfunktion der Währungsreserven besteht darin, Zeit zu gewinnen, um eine *allmähliche* Korrektur der Zahlungsbilanz vornehmen zu können, um mit andern Worten der Notwendigkeit einer schmerzhaften, abrupten Anpassung zu entgehen. Es könnte deshalb in gewissen Fällen eingewendet werden, dass restriktive Massnahmen zur Bekämpfung eines Zahlungsbilanz-Defizits nicht nötig gewesen wären oder milder und weniger abrupt und schmerzhaft hätten sein können, wenn ein grösserer Bestand an internationalen Reserven verfügbar gewesen wäre.

Es wird im allgemeinen – meines Erachtens zu Recht – angenommen, in der Nachkriegszeit hätte bis heute kein globaler Mangel an internationaler Liquidität (im eben dargelegten Sinne) bestanden. Aber für die Zukunft mögen die Dinge anders aussehen.

Es ist anzunehmen, dass der Bedarf an Reserven mit dem Wachstum des Welthandels und der übrigen internationalen Transaktionen zunimmt. Dies wird bisweilen bestritten mit dem Argument, dass für internationale Zahlungen keine Reserven verwendet würden. Wohl trifft es zu, dass internationale Reserven bloss dazu dienen, die Differenz zwischen Einnahmen und Ausgaben im internationalen Verkehr eines Landes zu begleichen und dass die grosse Masse der internationalen Zahlungen durch private Clearing-Operationen ohne Verwendung offizieller Reserven geregelt werden. Aber je grösser das Volumen internationaler Transaktionen ist, desto breiter ist der Spielraum für solche Diskrepanzen zwischen Einnahmen und Ausgaben. In der Nachkriegszeit wurden die Währungsreserven aus zwei Quellen gespeist: durch neuproduziertes Gold und durch die Anhäufung von Dollarguthaben (die aus dem amerikanischen Zahlungsbilanz-Defizit stammten). Beide Quellen sind nun weitgehend ausgetrocknet. Manche Zentralbanken halten mit der weiteren Äufnung ihrer Dollarguthaben zurück. Und die Spaltung des Goldmarktes in einen privaten und einen offiziellen, der nur für Transaktionen zwischen den Währungsbehörden benützt wird, bedeutet wahrscheinlich, dass kein neuproduziertes Gold mehr in die Währungsreserven fliessen wird.

Zwei Wege sind vorgeschlagen worden, um das Liquiditätsproblem zu lösen: Verdoppelung des Goldpreises und Schaffung von Sonderziehungs-

rechten (Special Drawing Rights) beim Internationalen Währungsfonds. Eine starke Erhöhung des Goldpreises würde zwar das Liquiditätsproblem für einige Zeit aus der Welt schaffen, aber um den Preis verschärfter Inflation – eine schwache Erhöhung des Goldpreises, zum Beispiel um 20 Prozent, würde ja nur den Appetit der Goldhamsterer anregen – und einer höchst arbiträren und ungerechten Verteilung der erhöhten Reserven. Von einer Dauerlösung des Liquiditätsproblems könnte auf keinen Fall die Rede sein, und zur Lösung des Problems des Ausgleichsmechanismus der Zahlungsbilanz trägt die Erhöhung des Goldpreises nichts bei.

Die Sonderziehungsrechte

Das Liquiditätsproblem könnte ein für allemal gelöst werden, wenn es gelänge, das im Stadium der Ratifikation befindliche Abkommen über die Sonderziehungsrechte (SZR) in Kraft zu setzen und folgerichtig durchzuführen. Das Abkommen sieht bekanntlich vor, dass im Rahmen des Internationalen Währungsfonds (IWF) Kreditfazilitäten geschaffen werden, die neben dem Gold als internationale Reserven dienen und sich allmählich zum Hauptreservemedium entwickeln können.

Die Ratifikation des Abkommens dürfte noch im laufenden Jahr erfolgen. Zur «Aktivierung» des Plans und ersten Zuteilung der künstlichen Reserven an die Mitgliedstaaten bedarf es allerdings nach der Ratifikation noch einiger Schritte (Antrag des Exekutivdirektors des IWF und Annahme seines Antrags durch 85 Prozent der Stimmen im IWF). Die konsequente Durchführung des Plans auf lange Sicht, insbesondere das Nebeneinanderbestehen zweier oder dreier Reservemedien (Gold, Dollar, SZR), wird nur möglich sein, wenn die grosse Mehrheit der führenden Wirtschaftsmächte, die «Gruppe der Zehn», auch weiterhin ein hohes Mass an verantwortungsvoller Zusammenarbeit entwickeln. Die Chancen dafür sollen hier nicht weiter erörtert werden. Nur zwei allgemeine Bemerkungen seien gestattet.

Erstens ist die künstliche Liquiditätsschaffung im Prinzip der Liquiditätskreierung durch Goldpreiserhöhung weit überlegen, weil sie eine über Zeit und Raum gleichmässige und kontinuierliche Erhöhung der Währungsreserven gestattet und diese von den unvorhersehbaren Schwankungen der Goldproduktion, den Launen und Psychosen der Goldhortung und den Entscheidungen der Sowjetregierung über Goldverkäufe unabhängig macht.

Zweitens muss man sich darüber im klaren sein, dass die SZR an und für sich keinen Beitrag zur Lösung des Anpassungsproblems darstellen. Umgekehrt kann das SZR-Regime auf die Dauer nicht funktionieren, wenn die Beseitigung von Zahlungsbilanz-Ungleichgewichten zu sehr hinausgeschoben wird; das folgt aus der Überlegung, dass Überschussländer nicht

gewillt sein werden, unbeschränkt SZR zu akzeptieren, um chronische Defizite anderer Länder zu finanzieren. Wir werden also zwangsläufig zur Frage zurückgeführt, ob und wie es möglich ist, im Zeitalter der Vollbeschäftigung und der Wachstumspolitik den Zahlungsbilanz-Mechanismus zu verbessern. Wir haben gesehen, dass das bei fixen Wechselkursen ohne Anwendung direkter Kontrollen nur dann möglich ist, wenn es gelingt, die Finanz- und Geldpolitik der verschiedenen Länder viel stärker zu harmonisieren als es bisher der Fall war, was weiter voraussetzt, dass die Rangordnung und Prioritäten der obersten Ziele der Wirtschaftspolitik – Vollbeschäftigung, Wachstum, Preisstabilität – in den Wirtschaftsplänen der verschiedenen Länder im grossen und ganzen übereinstimmen oder einander angepasst werden. Dass dies international nicht der Fall ist – trotz ständiger Fühlungen, Verhandlungen, Konsultationen in unzähligen Konferenzen und in zahlreichen internationalen Gremien – liegt auf der Hand. Die Konfrontation von D-Mark und französischem Franc im November vorigen Jahres hat klar gezeigt, dass nicht einmal im Schosse der EWG, wo die Bedingungen doch viel günstiger liegen als im grösseren Kreis, eine ausreichende Harmonisierung der Geld- und Finanzpolitik besteht.

Es herrscht ein auffallender Kontrast zwischen dem nahezu reibungslosen Funktionieren des *interregionalen* Zahlungsbilanzausgleichs (unter den einzelnen Teilen eines Landes) und dem so häufig gestörten *internationalen* Ausgleich. Der Hauptgrund liegt meines Erachtens darin, dass innerhalb jedes Landes, auch des grössten, die Geld- und Finanzpolitik automatisch vollständig harmonisiert ist, was international, von gewissen Ausnahmen abgesehen, nicht der Fall ist. Dieser meines Erachtens unleugbare Tatbestand hat einen immer grösseren Kreis akademischer Fachleute, aber auch mehr und mehr Praktiker der Währungspolitik veranlasst, sich für grössere Flexibilität der Wechselkurse einzusetzen.

Das Problem der flexiblen Wechselkurse

Die Befürworter flexibler Wechselkurse bestreiten nicht, dass stabile Kurse für den internationalen Waren- und Reiseverkehr und insbesondere für die internationalen Kapitalbewegungen von grossem Vorteil sind – vorausgesetzt, dass die freie Konvertibilität der Währungen gewahrt bleibt und es nicht notwendig ist, die Konvertibilität zu fixen Kursen durch grosse Arbeitslosigkeit und Verlangsamung des Wirtschaftswachstums zu erkaufen. Je höher die Arbeitslosigkeit und je mehr der Waren-, Reise- und Kapitalverkehr durch direkte Kontrollen beschränkt wird, desto problematischer wird der Wert der nominellen Stabilität und desto mehr werden die Ziele der Wirtschaftspolitik den Mitteln geopfert.

Die Verfasser der Charta von Bretton Woods anerkannten – angesichts der veränderten Verhältnisse – die Notwendigkeit von Wechselkursanpassungen. Die Statuten des IWF erlauben und fördern gelegentliche Änderungen der Wechselkurse, falls ein «fundamentales», das heisst anhaltendes schweres Ungleichgewicht der Zahlungsbilanz vorliegt. Das ist es, was die Volkswirtschaftler als «adjustable pegs» (verstellbare Pflöcke) bezeichnen. Tatsächlich hat sich aber das internationale Währungssystem nicht in der damals in Aussicht genommenen Richtung entwickelt. Es wurde zu einem System starrer Wechselkurse mit nur sporadischen Änderungen (ausgenommen in Ländern mit starker Inflation, in welchen ein System fester Kurse zu unerträglichen Folgen führt).

Es gibt gute Gründe für diese «Versteifung» der ursprünglichen Charta. Die Methode der «verstellbaren Pflöcke» lässt sich nicht sanft handhaben und führt immer wieder zu abrupten Veränderungen. Dies aus zwei Gründen. Einmal wird eine Währung, sobald sie unter Druck kommt und ihre Stabilität angezweifelt wird, zum Gegenstand heftiger spekulativer Attacken, denn der «adjustable peg» begünstigt den Spekulanten; dieser weiss, dass er im schlimmsten Fall nicht viel verlieren kann, da der Wechselkurs einer Währung, die unter Druck steht, nicht ansteigen kann. Er weiss auch, dass er einen grossen Gewinn einheimst, wenn die Spekulation gelingt, wie das etwa bei der Pfundabwertung vom November 1967 für viele der Fall war. Andererseits entspricht es, wenn der Wechselkurs geändert werden muss, einem Gebot der Vorsicht, eine *grosse* Korrektur vorzunehmen; andernfalls würde man das Risiko eingehen, die schmerzhafteste Operation innert kurzer Zeit wiederholen zu müssen. Deshalb werden Abwertungen immer zu spät vorgenommen, und deshalb ist der Abwertungssatz meist zu gross. Es ist sicherer, zu stark als zu wenig abzuwerten.

Falls ein kleines Land zu stark abwertet und dadurch einen Überschuss in der Zahlungsbilanz erzielt, kann dieser von den übrigen Ländern leicht absorbiert werden. Wenn aber ein grosses Land ein gleiches tut, so wird dies sehr schmerzhaft für die andern sein, und die Welt wird schlechter dran sein als zuvor.

Aus diesen Gründen befürworten die meisten Experten eine Flexibilität im Sinne schwankender Wechselkurse, die bestimmt werden durch Nachfrage und Angebot auf freien Devisenmärkten anstatt durch gelegentliche, von den Behörden dekretierte Anpassungen des «peg». Die Spekulation hat bei schwankenden Wechselkursen kein so leichtes Spiel. Wenn eine Währung unter Druck kommt, sinkt der Wechselkurs sofort, und die Spekulanten gehen ein Risiko ein: Denn der Kurs mag dann ebensogut wieder ansteigen als auch weiter sinken. Die Spekulation ist deshalb bei schwankenden Wechselkursen keine Einbahnstrasse, wie dies unter dem Regime des «adjustable peg» der Fall ist.

Viele akademische Volkswirtschaftler sind zu Befürwortern flexibler Wechselkurse geworden. Aber manche machen sich noch Sorgen über den destabilisierenden Effekt der Spekulation, die den Kurs unter den Gleichgewichtsstand drücken könnte. Das könnte, so meinen sie, die Importe verteuern und auch die Exportgüterpreise in die Höhe treiben, woraus sich dann eine Preis-Lohn-Spirale entwickeln könnte. Hauptsächlich um die destabilisierende Spekulation zu vermeiden, wurden verschiedene Kompromissvorschläge für eine *beschränkte* Flexibilität gemacht. Dazu gehört der sogenannte «band proposal». Unter diesem Regime würden sich die Wechselkurse innerhalb einer bestimmten Bandbreite bewegen können, zum Beispiel um 4 Prozent nach jeder Seite der Parität. Eine Währung, die unter Druck kommt, könnte um nicht mehr als 4 Prozent unter die Parität absinken, und umgekehrt wäre es nicht erlaubt, die Währung eines Überschusslandes um mehr als 4 Prozent über die Parität ansteigen zu lassen, so dass sich insgesamt eine Spanne von 8 Prozent ergäbe. Dadurch würden in den Defizitländern die Exporte angeregt und die Importe gebremst und auf diese Weise der Anpassungsmechanismus wesentlich verbessert.

Immerhin: ein Land, dessen Währung auf dem tiefsten Niveau des Bandes verharret, könnte gleichwohl die Hände nicht «in den Schoss legen». Die Zentralbank müsste auch in diesem Fall eine restriktive Politik führen, doch wäre ihre Aufgabe bedeutend erleichtert.

Wie steht es aber, wenn ein Land nicht bereit ist, von der Vollbeschäftigung und vom Ziel des Wachstums bei Vollbeschäftigung abzugehen, und es deshalb den ihm zufallenden Teil am Ausgleichsprozess nicht leistet? Falls die Inflation weitergeht, würde der Wechselkurs auf dem untersten Niveau des Bandes verbleiben und müsste mit der Zeit dieses durchstossen. Beschränkte Flexibilität würde in diesem Fall nicht genügen, doch unbeschränkte Flexibilität würde den Schaden – verglichen mit einem System starrer Kurse unter strenger Kontrolle – auf ein Minimum begrenzen.

Für Fälle milder Inflation wurde eine andere Form beschränkter Flexibilität vorgeschlagen: der «*crawling peg*» (kriechender Pflock) oder der «*crawling band*». Unter diesem System würden die Wechselkurse nach und nach angepasst, zum Beispiel um maximal 2 Prozent pro Jahr oder $\frac{1}{6}$ Prozent pro Monat. Dieser Vorschlag beruht auf der Überlegung, dass bei der gegebenen engen Begrenzung des Abwertungssatzes destabilisierende Kapitalbewegungen dadurch verhindert werden können, dass eine genügende Zinsspanne zwischen Defizit- und Überschussländern geschaffen wird. Wenn zum Beispiel die Spekulanten wissen, dass die Abwertung nicht mehr als 2 Prozent in Jahr betragen kann und wenn zugleich die Zinsdifferenz ebenfalls 2 Prozent beträgt, so haben die Spekulanten kein Interesse an einer Kapitalverschiebung nach Überschussländern.

Welches sind nun die Einwände gegen flexible Wechselkurse? Der grund-

legende Einwand bezieht sich auf die grossen Vorteile und die Annehmlichkeit fixer Wechselkurse für Handel, Tourismus und Kapitalverkehr. Wie bereits erwähnt, können diese positiven Momente nicht bestritten werden. Aber man sollte sich darüber im klaren sein, dass diese Vorteile davon abhängen, ob die freie Konvertibilität aufrechterhalten werden kann. Je mehr Handel, Reiseverkehr und Kapitalübertragungen unter Kontrolle genommen werden, um die nominelle Stabilität zu erhalten, desto mehr vermindern sich die Vorteile fixer Wechselkurse und desto mehr werden die Ziele den Mitteln geopfert.

Es stimmt *nicht*, dass flexible Wechselkurse gleichbedeutend sind mit stark schwankenden und schnell wechselnden Kursen. Wenn ein Land eine von Verantwortung getragene interne Geldpolitik befolgt und andere dasselbe tun, so kann ein System flexibler Wechselkurse recht stabil sein. In der Zeit von 1950 bis 1961, als Kanada mit gutem Erfolg ein System flexibler Wechselkurse praktizierte, war der Kurs des kanadischen Dollars gegenüber dem US-Dollar nur mässigen Schwankungen ausgesetzt.

Ein anderer, oft zu hörender Einwand geht dahin, flexible Wechselkurse würden einen der wichtigsten Anreize, der Inflation zu widerstehen, aus dem Wege räumen. Wenn die monetären Behörden – anders als unter einem System fixer Kurse – sich bei einer Inflationspolitik nicht um die Entwicklung der Währungsreserven zu kümmern brauchen, dann werden sie eher geneigt sein, den Forderungen zugunsten einer expansionistischen Politik nachzugeben. Die monetäre Disziplin würde unterminiert.

Es ist richtig, dass in manchen Ländern ein Rückgang der Währungsreserven abschreckend auf die inflatorische Politik gewirkt hat. Aber dasselbe würde erreicht durch ein Absinken des Wechselkurses. In jenen Ländern, wo der Widerstand gegen die Inflation stark ist, das heisst in den meisten hochentwickelten Industrieländern sowie in einigen Entwicklungsländern, ist ein absinkender Wechselkurs ein deutlicheres Gefahrensignal und eine stärkere Abschreckung vor der Inflation als ein Verlust an Währungsreserven. Wo der Widerstand gegen die Inflation praktisch zusammengebrochen ist, wie in vielen Entwicklungsländern, hilft allerdings weder ein Rückgang der Währungsreserven noch ein sinkender Wechselkurs. Aber ein flexibler Wechselkurs begrenzt wenigstens die Verluste auf ein Minimum, wogegen die nominelle Beibehaltung des fixen Wechselkurses mit Hilfe einschneidender Kontrollen den Schaden maximiert. Zurückgestaute Inflation ist unendlich viel schlechter als offene Inflation wie *Wilhelm Röpke* so oft dargelegt hat.

Es ist nicht zu erwarten und auch nicht notwendig, dass sämtliche Währungen gegeneinander schwanken. Viele Länder, besonders kleine und wirtschaftlich schwache, werden es vorziehen, ihre Währung an die eines grossen Nachbarn anzuschliessen. Aber jedes Land muss sich im klaren sein, dass

ein solcher Anschluss es dazu zwingt, seine Geld- und Finanzpolitik der des Leitwährungslandes anzupassen. Wenn es der Ansicht ist, dass das Leitwährungsland zuviel Inflation (oder Deflation) betreibt und es diese nicht mitmachen will, muss es den Kurs seiner eigenen Währung steigen (oder fallen) lassen. Der deutsche Sachverständigenrat hat seit Jahren versucht, dies der deutschen Regierung klar zu machen; im November 1968 hat die deutsche Regierung versucht, sich mit einer leichten «Ersatzaufwertung» zu begnügen, was ihr aber kaum gelingen wird.

Die besondere Stellung des Dollars

Als die führende Reserve-, Transaktions- und Interventionswährung nimmt der Dollar eine ganz besondere Stellung ein. Voraussetzung dafür ist nicht nur die Wirtschaftsmacht der Vereinigten Staaten, sondern auch dass die Kaufkraft des Dollars von der Inflation nicht allzusehr beeinträchtigt wird. Tatsache ist – wie schon erwähnt –, dass der Dollar seine Kaufkraft besser bewahrt hat als jede andere Währung, von den letzten drei Jahren abgesehen; aber auch in dieser Zeit war die Inflation in Amerika schwächer als in vielen andern Ländern, und es besteht begründete Hoffnung, dass der Inflation nun ein Ende gesetzt oder dass sie auf ein erträgliches Mass reduziert werden wird.

Eine Folge der besonderen Stellung des Dollars ist, dass es für Amerika nicht möglich wäre – selbst wenn es wollte, was bis jetzt nicht der Fall war, obwohl es von manchen Experten gefordert wurde – auf eigene Faust den Dollar abzuwerten oder für den Dollar einen flexiblen Kurs einzuführen. Angenommen der Goldwert des Dollars werde um 10 Prozent reduziert – die Folge wäre, dass die Mehrzahl der übrigen Länder dem amerikanischen Beispiel folgen würde. Ein paar Überschussländer in Europa, Deutschland, die Schweiz und vielleicht Italien würden *vielleicht* ihre Währung gegenüber dem Dollar steigen lassen. Aus analogen Gründen könnte Amerika – wiederum angenommen, es wäre dazu bereit – nicht einfach zu einem flexiblen Wechselkurs übergehen.

Das bedeutet jedoch nicht, dass den Vereinigten Staaten währungs- politisch die Hände gebunden sind. Nehmen wir hypothetisch an – *posito non concessio* – die Zahlungsbilanz verschlechtere sich aus irgendeinem Grund und die Überschussländer wären nicht geneigt, ihre Währung steigen zu lassen; die USA wären dann keineswegs gezwungen, Kontrollen einzuführen oder eine ruinöse Deflationspolitik zu betreiben. Sie könnten einfach die Goldkonvertibilität des Dollars suspendieren. Die Folge wäre *nicht*, dass der Dollar gegenüber anderen Währungen stark sinken würde; niemand würde sich der starken Konkurrenz der amerikanischen Industrie aussetzen

wollen. Die Folge wäre vielmehr, dass die meisten Länder weiter ihre Währung dem Dollar gegenüber stabilisieren würden. Das würde allerdings voraussetzen, dass sie im Notfall Dollar kaufen. Das würden sie zweifellos tun, es sei denn, Amerika betreibe eine unverantwortliche Inflationspolitik. Wiederum wären es nur einige wenige europäische Überschussländer, die vor die Wahl gestellt wären, entweder ihre Dollarguthaben zu erhöhen oder ihre Währung dem Dollar gegenüber steigen zu lassen. Amerika könnte ihnen diese Wahl ruhig überlassen.

Eine letzte Frage: Wo bleiben, so gesehen, die Vorteile der flexiblen Kurse? Die Antwort lautet: Es wäre das Vernünftigste, wenn eine Erweiterung der Bandbreite und bewegliche Paritäten durch ein internationales Übereinkommen im Rahmen des IWF eingeführt würden, und zwar für diejenigen Länder, die es nicht vorziehen, ihre Währung an eine andere anzuschliessen. Falls viele Länder oder Ländergruppen zum beweglichen Kurs übergangen, würde auch die amerikanische Zahlungsbilanz daraus Vorteil ziehen, obwohl es für Amerika selbst kaum möglich wäre, für den Dollar direkt einen beweglichen Kurs einzuführen.

Abschliessend sei nochmals betont, dass fixe Kurse wohl einen grossen Vorteil für den internationalen Handels- und Kapitalverkehr bedeuten, dass aber dieser Vorteil in sein Gegenteil verkehrt wird, wenn nominelle Stabilität durch direkte Kontrollen oder grosse Arbeitslosigkeit erkaufte werden muss.

¹Die Entwicklung der amerikanischen Zahlungsbilanz und Zahlungsbilanzpolitik habe ich in einer Broschüre geschildert. Vgl. U.S. Balance-of-Payments Policies

and International Monetary Reform: A Critical Analysis, American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington D.C., 1968.

Nach einem Vortrag, gehalten an der Tagung der «Mont Pélerin Society» in Aviemore (Schottland) im September 1968. Das Manuskript wurde für die «Schweizer Monatshefte» überarbeitet und auf den neuesten Stand der Diskussion gebracht (abgeschlossen am 23. April 1969).