

## Berichte

### Treibende Kräfte und Synthesen in der Währungspolitik \*

Von Lukas Menkhoff, Frankfurt und Friedrich L. Sell, Gießen

#### I. Einleitung

Die internationale Währungspolitik gilt als ein besonders turbulentes Feld des Wirtschaftsgeschehens. In den letzten zwanzig Jahren mußte man geradezu den Eindruck bekommen, es herrsche eine Art „Währungsunordnung“ vor (Ehrlicher 1980, S. 115). Dieses Bild kontrastiert stark mit jahrzehntelangen Perioden der Stabilität im internationalen Währungssystem. Was also sind die treibenden Kräfte, die geltende Ordnungen zerstören und wie entstanden bzw. entstehen wiederum neue Ordnungen in Vergangenheit und Gegenwart? Diesen Fragen soll in drei Kapiteln nachgegangen werden:

- (i) Zuerst erfolgt eine Auseinandersetzung mit den Anforderungen, die an eine internationale Währungsordnung gestellt werden, den Grundformen solcher Ordnungen und schließlich den Kräften, die prägend darauf einwirken.
- (ii) Darauf aufbauend dient das Wechselspiel von verändernden Kräften und sich ergebenden Synthesen als analytischer Rahmen, um wesentliche Etappen der Währungsgeschichte nachzuvollziehen. Besonderes Augenmerk gilt dabei auch der Rolle, die die Wissenschaft in diesem Prozeß spielt.
- (iii) Damit ist das dritte Kapitel vorbereitet, in dem wichtige, aktuell diskutierte Reformvorschläge zum internationalen Währungssystem nach den vorher erarbeiteten Kriterien untersucht werden.

Ein übergreifender Gedanke, der in diesem Beitrag begründet werden soll, stellt auf die Bedeutung der Synthesenbildung ab: So wie eine stabile Währungsordnung nur zustande kommt, wenn die wesentlichen Interessengruppen sich verständigen können, so wird die Wirtschaft nur dann für den

---

\* Unserem verehrten Lehrer, Herrn Prof. Dr. Werner Ehrlicher, zum 70. Geburtstag.

praktischen Gestaltungsprozeß fruchtbar, wenn sie mit einem common sense aufwarten kann.

## II. Zur Analyse internationaler Währungssysteme

Vor einer Behandlung konkreter Ordnungen in der internationalen Währungsgeschichte und aktueller Reformvorschläge steht die Diskussion der Anforderungen an solche Ordnungen, ihrer abstrakten Ausprägungsmöglichkeiten sowie der sie gestaltenden Kräfte.

Hinsichtlich der Anforderungen, die ein internationales Währungssystem idealerweise erfüllen sollte, besteht weitgehend Einigkeit. Typischerweise werden dafür vier Teilanforderungen/Teilziele genannt: Zahlungsbilanzgleichgewichte, freie Konvertibilität der Währungen, Stabilität der Wechselkurse und hinreichende konjunkturpolitische Autonomie der beteiligten Länder. Diese vier Anforderungen stehen nicht unabhängig von- oder gleichberechtigt nebeneinander.

Das übergeordnete Ziel für jedes Währungssystem liegt – analog zum nationalen Geldsystem – in der effizienten Organisation eines internationalen Waren- und Kapitalverkehrs. Längerfristig ist dies zwischen Währungsräumen nur denkbar, wenn die Waren- und Kapitalströme wertmäßig in beiden Richtungen einigermaßen äquivalent sind, sich also die Zahlungsbilanz- bzw. die Leistungsbilanzen ausgleichen. Die Priorität des Zahlungsbilanzgleichgewichts ist auch klar zu erkennen, wenn man es sich gedanklich einmal als nicht gegeben vorstellt: In dieser instabilen Situation gerät das entsprechende Defizitland unter Druck, sein außenwirtschaftliches Gleichgewicht wiederherzustellen, weil es sonst aus den internationalen geregelten Wirtschaftsbeziehungen ausscheiden müßte.

Demgegenüber sind die Anforderungen der freien Konvertibilität und der Wechselkursstabilität eindeutig nachgeordnet. Ihre Einhaltung verbessert zwar die Effizienz des Währungssystems, sie ist aber nicht konstitutiv. Die Begründung für freie Konvertibilität leitet sich direkt aus der Allokationsfunktion freier Märkte ab. Diese schaffen Anreize zur Ausnutzung von Preisunterschieden bzw. bestehender Profitmöglichkeiten und sorgen dadurch für eine effiziente Nutzung der Ressourcen. Darüber hinaus kann man der freien Konvertibilität noch einen zusätzlichen nutzenstiftenden Beitrag zuerkennen, da sie die Handlungsspielräume der Privaten erweitert. Während dadurch elementare Voraussetzungen für eine Marktordnung gesichert werden, zielt die Anforderung der Wechselkursstabilität innerhalb dieses Rahmens auf möglichst vorteilhafte Marktverhältnisse<sup>1</sup>. Stabile Wechselkurse reduzieren die Anpassungslasten für die Realwirtschaft.

Dabei kommt es auf die realen Wechselkurse an, so daß ein System fester (nominaler) Wechselkurse – in dieser Hinsicht – nicht grundsätzlich flexiblen Wechselkursen überlegen ist.

Vor vielleicht zwanzig Jahren hätte man diesen drei ökonomischen Anforderungen an ein Währungssystem vermutlich noch eine weitere, nämlich die Gewährleistung ausreichender internationaler Liquidität, zur Seite gestellt. Doch unter den heute gegebenen Verhältnissen handelt es sich dabei längst um eine nationale Aufgabe. Dies gilt gleichfalls für das „umgekehrte“ Problem, die Inflationsfreiheit des internationalen Geldwesens sicherzustellen.

Von den erwähnten theoretisch-ökonomischen hebt sich die vierte Anforderung an ein Währungssystem, die der konjunkturpolitischen Autonomie der Länder, ab. Im Grunde genommen stellt sie einen Kontrapunkt zum Ziel des Zahlungsbilanzgleichgewichts dar, denn es wird immer ein prinzipielles Spannungsverhältnis zwischen außen- und binnenwirtschaftlichen Freiräumen in der Wirtschaftspolitik geben. In der Logik eines funktionierenden internationalen Währungssystems handelt es sich demnach um ein Nebenziel. Unter Wahrung der Hauptanforderungen sollte die konjunkturpolitische Autonomie einzelner Länder möglichst hoch sein. Aus der Sicht politischer Institutionen kann sich die Rangfolge der Ziele allerdings umkehren: Die konjunkturpolitische Autonomie erscheint als Hauptziel, dem sich zumindest die Wechselkursstabilität und die freie Konvertibilität nachzuordnen haben.

Aus der Dualität theoretisch-ökonomischer und wirtschaftspolitischer Anforderungen lassen sich zwei entsprechende Systematisierungen für denkbare Ausprägungen eines Währungssystems ableiten. Man kann prinzipiell auf die Mechanismen des Zahlungsbilanzausgleichs oder auf den Freiheitsgrad der nationalen Wirtschafts- bzw. Konjunkturpolitik abstellen.

Grundsätzlich ist – von der Mechanik her gesehen – der Zahlungs- bzw. Leistungsbilanzausgleich nur auf drei Arten möglich. Die erste Entscheidung muß über die Alternative „Devisenbewirtschaftung versus Markt“ fallen und, sofern die Marktlösung gewählt wurde, die zweite Entscheidung über „feste Wechselkurse bei flexiblen nationalen Preisniveaus“ versus „flexible Wechselkurse bei festen nationalen Preisniveaus“ (*Ehrlicher* 1980).

Sieht man dagegen die Frage des Zahlungsbilanzausgleichs stärker aus der wirtschaftspolitischen Perspektive, dann ergeben sich alternative

---

<sup>1</sup> „The ultimate objective is a world in which exchange rates, while free to vary, are in fact highly stable. Instability of exchange rates is a symptom of instability in the underlying structure“ (*Friedman* 1953, S. 158).

Lösungen über verschiedene Freiheitsgrade der nationalen Wirtschaftspolitik. Im Prinzip kennt man als Teil der Gesamtwirtschaftspolitik zwei Ausprägungen:

- (i) Feste Regeln oder „rules“, auf deren Einhaltung die Wirtschaftssubjekte sich unbedingt verlassen können sowie
- (ii) flexible Regeln oder „discretion“, also bedingte Regeln, die lediglich „bei bestimmten Schwellenwerten der Zielverletzung in Kraft“ (*Tichy* 1988, S. 247) treten. Man spricht hier auch von Regeln mit Rückkopplung bzw. mit Rückkopplungsschleife. Dabei können flexible nationale Regeln mit und ohne internationale Politikkoordination verfolgt werden (*Francke* 1989, S. 17 ff.).

Beide Strategien nehmen für sich in Anspruch, stabilisierend auf die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte zu wirken.

Was bedeuten diese Überlegungen für die jeweilige Ausgestaltung des Weltwährungssystems<sup>2</sup>?

Betrachten wir zunächst eine Ordnung starrer Paritäten. Es scheint legitim, diese als mit der Einhaltung starrer nationaler Regeln („rules“) verbunden zu bezeichnen. Im Falle eines Fixkurssystems mit einem Leitwährungsland – zu dem sich das Bretton-Woods-System entwickelt hat – führen die festen nationalen Regeln allerdings systembedingt stets zu einer internationalen Koordination oder genauer: Synchronisation der Politik.“ Alle Staaten müssen dem wirtschaftspolitischen Kurs des Leitwährungslandes folgen. Letztlich beinhaltet dies, daß sich die Inflationsraten der einzelnen Länder angleichen müssen“ (*Scheide / Sinn* 1987, S. 18).

Das europäische Währungssystem (EWS) ist ein anschauliches Beispiel für die Befolgung einer Politik flexibler Regeln: Die mittels internationaler Koordination festgelegten Bandbreiten der bilateralen Wechselkurse werden – bei Bedarf – von den Notenbanken durch Intervention verteidigt. Auch die Neufestlegung der bilateralen Kurse bedarf einer internationalen Abstimmung.

Schließlich ist es auch denkbar, flexiblen Regeln nachzugehen, ohne daß eine internationale Koordination damit einhergeht: Einzelne Länder streben eine Stabilisierung der Kurse gegenüber ihren wichtigsten Handelspartnern an und vermeiden durch Intervention zu starke Abweichungen von dem als wünschenswert angesehenen effektiven Wechselkursindex. Dieses

---

<sup>2</sup> Vgl. für eine Übersicht zu IWF-Kategorien und deren relativer Bedeutung, *Flood / Bhandari / Horne* 1989, S. 813 ff.

Verhalten läßt sich beispielsweise für eine Reihe (süd-)ostasiatischer Schwellenländer beobachten (*Sell* 1988, S. 403 ff.).

Welches sind nun – als drittes Thema in diesem Kapitel – die treibenden Kräfte, die auf die Ausbildung konkreter Formen des internationalen Währungssystems hinwirken? *H. Wallich* hat drei Kräfte unterschieden: volkswirtschaftliche Theorien, historische Erfahrungen sowie Markteinflüsse (*Wallich* 1982, S. 19). Dabei wirken im Kern Theorien und gewonnene Erfahrungen vor allem gestaltend auf gezielte Modifikationen oder den Neuaufbau des Währungssystems ein, d.h. sie definieren einen Soll-Zustand. Dagegen formen Markteinflüsse den jeweiligen Ist-Zustand und sorgen für entsprechende Abweichungen vom Soll.

Daraus ergibt sich ein permanenter Kreislauf. Marktkräfte im weitesten Sinne prägen Ist-Zustände, Erfahrungen helfen bei deren Beurteilung und setzen Standards, die wiederum durch Theorien beeinflusst werden. Darauf wirken erneut Marktkräfte ein, prägen einen neuen Ist-Zustand usw. In diesem fortlaufenden Prozeß bilden die Anforderungen an Währungssysteme gewissermaßen die Orientierungspunkte, auf die die gestaltenden Kräfte hin ausgerichtet sind. Zu welchen konkreten Ausprägungen es unter den jeweiligen Bedingungen in der neueren Währungsgeschichte gekommen ist, soll im folgenden Kapitel gezeigt werden.

### III. Etappen der neueren Währungsgeschichte

Für die Zeit nach dem zweiten Weltkrieg kann man vier aufeinander folgende Ordnungen im internationalen Währungssystem unterscheiden: die unmittelbare Nachkriegsordnung des Bretton-Woods-Systems, den sich daraus entwickelnden Gold-Dollar-Standard, dessen Zusammenbrechen und Aufgehen im freien Floating sowie schließlich – seit Mitte der 80er Jahre, als Beginn einer neuen Ordnung – die Koordinationsbemühungen (*Ehrlicher* 1984). In diesen vier Phasen wurden zugleich die drei Grundformen wirtschaftspolitischer Steuerung des Währungssystems realisiert: Die beiden ersten Phasen repräsentieren recht klar an feste Regeln gebundene Systeme, die beiden letzten Phasen dagegen sind durch diskretionäre Elemente bzw. flexible Regeln geprägt: das mehr oder weniger „reine“ Floating als System ohne, die derzeit gültige Ordnung als System mit internationaler Koordination.

Die Konzeption des Bretton-Woods-Systems entstand als Weiterentwicklung des Goldstandards, wobei negative Erfahrungen der Zwischenkriegszeit berücksichtigt wurden. Kommerzielle Konvertibilität sollte gewährleistet sein, um die Behinderung des Welthandels wie in den 30er Jahren zu

vermeiden, während finanzielle Konvertibilität bewußt nicht vorgesehen war, um starke Kapitalfluktuationen auszuschließen. Feste Wechselkurse – gestützt über internationale Kreditfazilitäten – sollten unheilvolle Abwertungswettläufe unterbinden, die Anpassungsmöglichkeit der Wechselkurse dagegen war zur Verhinderung aufgezwungener Deflationsprozesse gedacht. Die in diesem System angelegte Gleichwertigkeit aller Währungen entsprach allerdings nicht der Wirklichkeit und wurde zum Ansatzpunkt faktischer Modifikationen.

Der Gold-Dollar-Standard bildete sich aufgrund der beherrschenden Rolle des US-Dollars in den 50er und 60er Jahren heraus. Die Währung der mit Abstand größten Wirtschaftsnation wurde zur Welthandels- sowie Weltreservewährung und erlangte damit eine deutliche Sonderrolle im ursprünglich symmetrisch gedachten Bretton-Woods-System. Weiterhin entwickelten sich Wechselkursneufestsetzungen immer mehr zu politischen Fragen, so daß das System erstarrte (*Wallich* 1982, S. 21 f.).

Der Übergang zum Floating vollzog sich, als der US-Dollar – bei weltweit bereits gestiegenen Inflationsraten und einer entsprechend erhöhten Sensibilität – zu einer umfassenden Inflationsquelle wurde. Hiergegen bot die alte Ordnung den übrigen Ländern keinen Schutz. Der Wandel im Währungssystem war somit Folge einer expansiveren US-Wirtschaftspolitik, aber darüber hinaus auch neuer theoretischer Erkenntnisse. Danach versprach man sich von flexiblen Wechselkursen vor allem die Möglichkeit zu einer stärkeren Autonomie der nationalen Wirtschaftsentwicklungen. Auf die einzelnen Argumente ist in diesem Kontext nicht weiter einzugehen, da die Wirklichkeit den hochgesteckten Erwartungen nur sehr bedingt entsprach. Um es knapp auszudrücken: Das „Inflationsproblem“ konnte insoweit gelöst werden, als erstens stabilitätsbewußte Länder ihre Zielvorstellungen realisiert haben und zweitens die negativen Wirkungen von Abwertungsspiralen auf die übrigen Länder einen Anpassungsdruck hin zu einer stabilitätsorientierten Politik ausübten. Damit wurde die Interdependenz der beteiligten Volkswirtschaften jedoch nicht aufgehoben, sondern lediglich neu gestaltet.

Da mithin die angestrebte „Unabhängigkeit“ der einzelnen Länder in praxi nicht zu realisieren war, lag es nahe, eine intensivere Koordination der nationalen Wirtschaftspolitiken zu entwickeln (*Frenkel / Goldstein* 1988). Dies war im Grunde genommen auch eine Antwort auf die zunehmende Integration der Waren- und insbesondere der Kapitalmärkte. Diese vorläufig letzte Phase hat ihre Ausreifung noch nicht erfahren, denn bislang dürfte hinter der häufig eher geheimnisvoll betriebenen Koordination tatsächlich oft ein Ad-hoc-Management stehen. Doch entscheidend ist zunächst einmal

der in die Tat umgesetzte Wille zur Zusammenarbeit, insbesondere bei der Dämpfung starker Wechselkursschwankungen zwischen den Hauptwährungen. Grundlage dieser Zusammenarbeit ist, wie in allen Ordnungen, ein gegenseitiges Einverständnis über akzeptierte Grundregeln (vgl. z.B. *Frankel / Rockett* (1988)). Dazu zählt zweifellos der von der Theorie abgestützte, grundsätzlich mittelfristig orientierte Kurs der Geldpolitik, sowie die Bereitschaft, zinspolitisch mehr auf den Wechselkurs als auf die Binnenkonjunktur zu achten.

Dieser kurze Überblick verdeutlicht, wie jede Währungsordnung – sofern man diesen Begriff wie hier geschehen für alle geltenden Ausprägungen des internationalen Währungsgeschehens gelten läßt – als Reaktion auf Probleme der vorhergehenden entsteht (*Flood / Bhandari / Horne* 1989). Als treibende Kräfte wirken Markteinflüsse in einem weiten Sinne, der auch Politikänderungen außerhalb des Währungsbereichs umfaßt. Dadurch wird die Wirklichkeit geprägt, aber Ordnung im Sinne einer bewußten Gestaltung bedarf eines theoretischen Konzepts und zu seiner Durchsetzung einer breiten Akzeptanz. Praktisch heißt dies, daß zwar auf der einen Seite eine ausreichende Interessengleichheit der beteiligten Länder vorliegen muß, auf der anderen Seite allerdings auch die Theorie mit einer gewissen Synthese aufwarten sollte, um praxisgestaltend wirken zu können.

In welcher Weise theoretische Ideen – in ihrer Abbildung der Wirtschaftswirklichkeit – grundlegend auf die konkrete Ausformung eines Weltwährungssystems wirken, läßt sich exemplarisch anhand der Vorstellungen über die Wechselkursbildung verdeutlichen. Zur Zeit der Schaffung des Bretton-Woods-Systems dominierte in der außenwirtschaftlichen Theorie der Elastizitätsansatz, im Prinzip ein rein güterwirtschaftliches Modell. In dessen Logik beschrieb der Wechselkurs das reale Austauschverhältnis zwischen In- und Ausland. Bei einer solch starken Konzentration auf Realwirtschaft und Handelsströme lag die Befürwortung fester Wechselkurse und die Beschränkung der Konvertibilität auf kommerzielle Transaktionen nahe.

Demgegenüber erweiterte das *Mundell / Fleming*-Modell der 60er Jahre den Blickwinkel durch Integration zinsabhängiger Kapitalströme. Die dadurch implizierte „Wiederentdeckung“ der Geldpolitik bereitete im Zusammenhang mit den Zielen keynesianischer Stabilisierungsvorstellungen intellektuell die Einführung flexibler Wechselkurse vor. Damit schien der Ansatzpunkt gefunden, um die volle nationale Handlungsfreiheit zurückzuerlangen. Zum Durchbruch kam der Gedanke des Floating aber erst mit dem Erstarren des Monetarismus und des daraus entwickelten Finanzmarktansatzes, demzufolge Wechselkurse durch die Kaufkraftpari-

täten und die jeweiligen Preisniveaus durch den Expansionspfad der nationalen Geldmengenpolitiken bestimmt sind.

Das Overshooting-Modell von *R. Dornbusch* Mitte der 70er Jahre zerstörte dann in der theoretischen Diskussion die Hoffnung, Wechselkurse würden auch kurzfristig der Kaufkraftparität folgen. Als in den 80er Jahren deutlich wurde, daß die Kaufkraftparitäten auch über Jahre hinweg verfehlt wurden und über das zinsdifferenzbedingte Überschießen hinaus zusätzliche, fundamental schwer erklärbare Bubbles auftraten, war die theoretische Basis für einen erneuten währungspolitischen Kursschwenk gelegt. Nun lautete das Credo, durch Abstimmung der nationalen Wirtschaftspolitik Erwartungen zu leiten und Wechselkurs-destabilisierende Spekulationen zu begrenzen. Allen seit Mitte der 80er Jahre unterbreiteten Vorschlägen zur Reform des Weltwährungssystems ist gemeinsam, daß die beobachtete kurz- und langfristige Variabilität der (nominalen und realen) Wechselkurse reduziert werden soll. Als deren Auslöser – und damit als treibende Kräfte – werden in erster Linie die unsicheren Erwartungen der Marktteilnehmer an den Devisenmärkten (*Dornbusch / Frankel 1987, S. 10 ff.*) sowie die destabilisierende Wirkung spekulativer Anlageentscheidungen gesehen<sup>3</sup>.

Die in diesem Zusammenhang wichtigsten Reformvorschläge werden im folgenden Kapitel untersucht.

#### IV. Einordnung der wichtigsten aktuellen Reformvorschläge

##### 1. Darstellung

Im folgenden werden wir dreierlei in Angriff nehmen: Einmal soll versucht werden, die vier wichtigsten neueren Vorschläge zur Reform des Weltwährungssystems knapp vorzustellen und sie den oben dargelegten Formen von „rules“ versus „discretion“ zuzuordnen. Zum anderen sollen sie anschließend daraufhin geprüft werden, inwieweit sie den oben erläuterten Anforderungen an eine internationale Währungsordnung genügen und schließlich wird auf die Relevanz der Vorschläge hinsichtlich der möglichen Herausbildung eines neuen Weltwährungssystems eingegangen.

Als zentrale Vorschläge haben sich der Gedanke eines Rohstoffpreisstandards von *Baker* und anderen, die Idee einer koordinierten Weltgeldmen-

---

<sup>3</sup> „It appears that little of the speculation that takes place is stabilizing. The arguments are of several directions. In the first place, expectations may be not rational... In the second place, even if speculation is rational, rational speculation may not in fact be stabilizing... In the third place, there is direct evidence, that most market participants pay scant attention to fundamentals“ (*Dornbusch / Frankel 1987, S. 19 f.*)



gensteuerung durch *McKinnon*, der Zielzonenvorschlag einer Stabilisierung der Wechselkurse innerhalb bestimmter Bandbreiten durch *Williamson*, sowie schließlich der Ansatz einer Politikkoordination über Indikatoren von Baker und Williamson herausgestellt.

Zum Jahreswechsel 1987/88 forderte *James Baker* zusammen mit *Robert Heller* und *Nigel Lawson* einen Rohstoffpreisindikator – inklusive Gold – zu definieren. An diesen Rohstoffpreisindikator, den man sich als einen Signalgeber für die weltweite Preisniveauentwicklung vorstellte, sollten zwei Regeln für die Geldpolitik der wichtigsten Industrienationen gebunden werden: (i) Alle Länder – als Gruppe – steuern ihre Geldpolitik absolut restriktiver (expansiver) bei steigenden (sinkenden) Rohstoffpreisen. (ii) Der relative geldpolitische Restriktionsgrad der einzelnen Länder zueinander richtet sich nach der Stärke des Außenwerts der jeweiligen Währungen.

Der Rohstoffpreisindex ist für alle Länder in ihrer jeweiligen Währung auszudrücken. Da die Rohstoffpreise an den Weltrohstoffmärkten i. d. R. in Dollar notiert werden, bedeutet dies, daß ein Land wie die Bundesrepublik sowohl bei einem Anstieg der Rohstoffpreise in Dollar als auch bei einer Abwertung der D-Mark gegenüber der US-Währung eine kontraktive Geldpolitik zu beschließen hätte (*Menkhoff / Sell* 1990).

Zweitens wäre der *McKinnon*-Vorschlag (*McKinnon* 1988) zu nennen, der auf eine koordinierte Steuerung der Weltgeldmenge hinausläuft. *McKinnon*'s Vorschlag enthält im wesentlichen zwei Komponenten. Zum einen soll das Wachstum der Weltgeldmenge verstetigt werden, wobei die jeweiligen nationalen Geldmengen am Ziel einer vereinbarten Inflationsrate (von langfristig Null) auszurichten sind. Damit wird gleichzeitig eine Glättung der Weltkonjunkturentwicklung als auch eine Stabilisierung der Erwartungen auf den Devisenmärkten angestrebt. Zum anderen sollen immer dann kompensatorische Geldmengenanpassungen stattfinden, wenn unerwünschte Veränderungen der realen Wechselkurse eintreten<sup>4</sup>. So ist die Zentralbank einer unerwünscht starken Währung verpflichtet, die Geldmenge über den Trend hinaus auszudehnen, während das Geldmengenwachstum der schwachen Währung eingeschränkt werden soll. Der Wachstumstrend der Welt-

---

<sup>4</sup> „Wenn die Wachstumsraten der nationalen Geldmengen auf diese Weise in Einklang mit den ausländischen Gleichgewichtsbedingungen festgelegt werden, können Wechselkursschwankungen nur noch als Folge von Veränderungen internationaler Portfoliopräferenzen auftreten. Abweichungen der Marktkurse vom Gleichgewichtswechselkurs werden als derartige Präferenzänderungen interpretiert. Zur Befriedigung der geänderten Nachfragestruktur nach nationalen Währungen wird das Geldmengenwachstum der (ab)aufwertenden Währung(en) angepaßt“ (*Willms* 1987, S. 159).

geldmenge soll dabei von den Bemühungen zur Wechselkursstabilisierung unberührt bleiben (*Willms* 1988, S. 42).

Der sogenannte „Zielzonenplan“ ist – als drittes Konzept – vor allem von *John Williamson* und auch von *Daniel Lebeque* zur Diskussion gestellt worden (*Williamson / Miller* 1987). Als Zielzone bezeichnet *Williamson* einen von einer Reihe von Ländern vereinbarten Schwankungsbereich der Wechselkurse um einen real fixierten Gleichgewichtskurs. Er verwendet dafür nicht die Kaufkraftparitätentheorie, sondern entwickelt statt dessen das Konzept des „Fundamental Equilibrium Exchange Rate“ (FEER). Der FEER ist jener reale Wechselkurs, der gleichzeitig internes und externes Gleichgewicht sicherstellt<sup>5</sup>. Zwar sollen Überschreitungen der Zielzone nicht grundsätzlich ausgeschlossen sein; sie lösen aber internationale Konsultationen aus, mit der Absicht, das Ausbrechen aus der Zielzone wieder rückgängig zu machen (*Willms* 1988, S. 43). Der Gleichgewichtswechselkurs soll dabei kontinuierlich an unterschiedliche Entwicklungen der nationalen Inflationsraten angepaßt werden. Änderungen der Zielzone und/oder wirtschaftspolitische Maßnahmen eines Landes, um in den Bereich der Zielzone zurückzukehren, bedürfen einer internationalen Abstimmung. Wirtschaftspolitisch ist am Zielzonenvorschlag bemerkenswert, daß ein „Zielzonenverhalten“ der wichtigsten Notenbanken seit dem Plaza-Agreement im September 1985 in der Praxis bereits beobachtet werden kann.

Auch im Zielzonenvorschlag fällt der Geldpolitik die entscheidende Rolle zu. Länder, deren Wechselkurs sich auf die Obergrenze der Zielzone zubewegt bzw. tendenziell abwertet, sollen eine restriktivere, Länder, deren Wechselkurs zur Untergrenze tendiert bzw. tendenziell aufwertet, eine expansivere Geldpolitik einschlagen.

Viertens ist der Indikatorenvorschlag zu nennen, für den vor allem *James Baker* und *John Williamson* stehen. Der ursprüngliche Indikatorenansatz besagt, daß für wichtige makroökonomische Variablen Zielgrößen bzw. Indikatorenwerte quantifiziert werden sollen und es bei Abweichungen der Ist- von den Sollwerten zu einer international koordinierten Politikaktion kommen müsse. Die Verpflichtung zu Anpassungsmaßnahmen und mögliche Sanktionsmechanismen bei Nichtanpassung der Wirtschaftspolitik sind zwar vorgesehen, aber nur wenig konkretisiert worden.

---

<sup>5</sup> Internes Gleichgewicht bedeutet hierbei eine möglichst hohe Auslastung des Produktionspotentials ohne Inflation. Externes Gleichgewicht ist erreicht, wenn der Leistungsbilanzsaldo „genau demjenigen Saldo der Kapitalbilanz entspricht, der sich aufgrund der inländischen Spar- und Investitionsneigung ohne Störung durch die Kreditaufnahme der öffentlichen Haushalte einstellt“ (*Willms* 1988, S. 46).

Während sich *Williamson*, um den Indikatorenansatz operabel zu machen, auf das nominale Bruttosozialprodukt und den Wechselkurs als sogenannte Endzielvariable sowie auf Geld- und Fiskalpolitik als Politikvariable<sup>6</sup> beschränkte, betrieb *Baker* auf der Konferenz der Gruppe der 7 in Tokio im Mai 1986 die „Anerkennung“ von zehn maßgeblichen Indikatoren (Wachstumsrate des realen Bruttosozialprodukts, Inflationsrate, Arbeitslosenquote, Defizit des öffentlichen Haushalts, Leistungsbilanzsaldo, Handelsbilanzsaldo, Zinssatz, Wachstumsrate der Geldmenge, Währungsreserven und Wechselkurs).

Es leuchtet ein, daß der Zielzonen- und der Indikatoren-Vorschlag auf die Einhaltung von flexiblen Regeln („discretion“) hinauslaufen, die zudem einen internationalen Koordinationsbedarf enthalten. Ebenso deutlich läßt sich der Rohstoffpreisstandard-Vorschlag einer Politik fester Regeln („rules“) zuordnen.

Im Unterschied dazu enthält der *McKinnon*-Vorschlag sowohl Elemente von „rules“ als auch von „discretion“. Die mehr oder weniger strenge Bindung des Wachstums der (Weltgeldmenge) an die Preise für international handelbare Güter bzw. der nationalen Geldmengen an die Entwicklung der inländischen Geldnachfragen hat den Charakter einer festen Regel. Dagegen sind die erforderlichen diskretionären Eingriffe der (nationalen) Geldpolitiken als flexible Regeln, also Regeln mit Rückkopplungsmöglichkeit, einzustufen.

## 2. Diskussion

Prüfen wir nun weiterhin die Leistungsfähigkeit der dargestellten Reformvorschläge anhand der Anforderungen, denen eine internationale Währungsordnung genügen sollte (s. Kap. 2):

- (i) die freie Konvertibilität der Währungen
- (ii) eine hinreichende konjunkturpolitische Autonomie der Länder
- (iii) das Zustandekommen von Zahlungsbilanzgleichgewichten
- (iv) die Stabilität der Wechselkurse

Während das erste Kriterium für alle Vorschläge sicher kein Problem darstellt, sind die drei folgenden Kriterien im einzelnen zu diskutieren, wobei

---

<sup>6</sup> Dabei soll die Geldpolitik überwiegend zur Wechselkursstabilisierung und die Fiskalpolitik zur Stabilisierung der Binnennachfrage eingesetzt werden. „Mit diesem letzten Schritt rückt der Indikator-Ansatz deutlich in die Nähe des Zielzonen-Ansatzes“ (*Willms* 1987, S. 163).

wir die Pläne in der bisherigen Reihenfolge (Rohstoffpreisstandard, Weltgeldmengensteuerung, Zielzonen, Indikatoren) behandeln.

Zu (ii): Da im *Baker / Heller / Lawson*-Vorschlag nur Geldpolitik als Instrument betrachtet wird, kann – billigerweise – die Autonomiefrage auch nur für diese gestellt werden<sup>7</sup>. Bei einer rigiden Auslegung des Rohstoffpreisstandards ergeben sich die folgenden Überlegungen: Die nationale Geldpolitik eines Landes strebt einen konstanten Wert des Rohstoffpreisindex an. Durch die Kopplung an den US-Dollar hält die Geldpolitik fixe Wechselkurse zwischen den beteiligten Währungen aufrecht. Damit verbleibt letztlich kein geldpolitischer Handlungsspielraum mehr, sondern die geldpolitische Steuerung folgt einem monetären Automatismus.

Zu (iii): Der Interventionsautomatismus wirkt bei Überschuß-(Defizit-)ländern kurzfristig über eine expansive (restriktive) Geldpolitik anregend (dämpfend) auf das Einkommen und damit die Importnachfrage. Mittel- bis langfristig entscheiden die Preisniveaus über den Abbau der Ungleichgewichte.

Zu (iv): Mit Hilfe eines makroökonomischen Gleichgewichtsmodells (vgl. *Menkhoff / Sell* 1990) lassen sich die Bestimmungsgründe für eine Stabilisierung der Wechselkurse bei Gültigkeit der Rohstoffpreisregel ermitteln<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Das Konzept enthält explizit keine Hinweise auf die Fiskalpolitik. Fiskalpolitisch ausgelöste Wechselkursschwankungen können aber unter Umständen durch die Geldpolitik ausgeglichen werden. Darüber hinaus ergeben sich erhebliche Ausgestaltungs- und Wirkungsprobleme (*Menkhoff / Sell* 1990).

<sup>8</sup> *Annahmen und Schlußfolgerungen des Modells:*

- (i) Die Rohstoffpreise werden in US-Dollar ausgedrückt.
- (ii) Die Industrieländer (ohne USA) und die USA werden als zwei hauptsächlich miteinander Handel treibende Blöcke behandelt;  $E$  gibt den Wechselkurs zwischen dem US-Dollar und dem gewogenen Durchschnitt der übrigen Industrieländer-Währungen an.
- (iii) Der Wechselkurs  $E$  sei eine Funktion des kurzfristigen Handelsbilanzsaldos zwischen beiden Blöcken,  $H^*$  und eines Faktors  $X$ . Dieser spiegelt beispielsweise exogene Finanzmarkteinflüsse wider, die etwa von der Fiskalpolitik ausgelöst werden können.
- (iv) Für beide Blöcke sind die Importnachfragefunktionen sowohl einkommens- als auch wechselkursabhängig.
- (v) Das (reale) Geldangebot in den Industrieländern ohne USA ist eine Funktion des Rohstoffpreisindex<sup>7</sup>; steigen die Rohstoffpreise und/oder wertet der US-Dollar gegenüber den übrigen Industrieländerwährungen auf, so schränken die Notenbanken dieser Länder ihr Geldangebot ein. Da die Güterpreise in der kurzen Frist träge sind, sinkt auch das *reale* Geldangebot.
- (vi) Der ausgelöste Zinsanstieg dämpft die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, während das gesamtwirtschaftliche Angebot auf die Verteuerung von Inputs negativ reagiert. Damit ist eindeutig auf kontraktive Einkommenseffekte zu schließen, die den Import der Industrieländer (ohne USA) drosseln.

Zu (ii): Die geldpolitische Problematik des *McKinnon*-Vorschlags besteht darin, daß die vorgesehenen diskretionären Interventionen nicht sterilisiert werden sollen (*McKinnon* 1988, S. 93). Erfährt ein Land – aus welchen Gründen auch immer – starke Kapitalabflüsse, so wäre die Notenbank gehalten, eine restriktive, zinssteigernde Politik einzuschlagen und entsprechende Rückwirkungen auf die inländische Nachfrage und Produktion hinzunehmen. Die fiskalpolitische Autonomie wird im *McKinnon*-Plan durch die Selbstbindung an ausgeglichene staatliche Budgets praktisch aufgehoben.

Zu (iii): Was den Abbau bzw. die Vermeidung von Zahlungsbilanzungleichgewichten anbelangt, so sieht der *McKinnon*-Vorschlag ausdrücklich die Freiheit von Kapitalverkehrskontrollen vor. Nicht ausgeschlossen ist dagegen eine Beeinflussung der Handelsströme: „*McKinnons' case for international currency cooperation... calls for fiscal policies to take care of trade imbalances*“ (*Landmann* 1988, S. 317). Im übrigen wird offensichtlich angenommen, daß die Orientierung an der Kaufkraftparität im Zusammenwirken mit den übrigen Politikvorgaben genügt, um Zahlungsbilanzgleichgewichte herzustellen.

Zu (iv): Für die Prüfung des Stabilisierungsbeitrags des *McKinnon*-Vorschlags ist die Wahl der Referenzgröße besonders wichtig. Die Ausrichtung an den Kaufkraftparitäten ist dabei mehr als problematisch, hat sich doch gezeigt, daß dieses Konzept nicht einmal in der langen Frist besonders leistungsfähig ist. Selbst wenn man davon ausgeht, daß international unterschiedliche Wachstumsraten des Geldangebots/der Geldnachfrage sich in unterschiedlichen Preistrends niederschlagen und wiederum den Wechselkurs entsprechend beeinflussen, so sind doch damit nur Wirkungen monetärer Schocks auf die Paritäten erfaßt (*Landmann* 1988, S. 317). An dieser Stelle ist der Blick auf eine Nachbardisziplin, nämlich die Konjunkturtheorie, von Vorteil. Die Theorie der „*real business cycles*“ sieht die Relevanz monetärer im Vergleich zu der realer Schocks stark gemindert. Zu solchen realen Schocks werden beispielsweise exogene Veränderungen der Technologie gerechnet (*Kromphardt* 1989, S. 216). Daß die dadurch – häufig kumulativen – Produktivitätsschübe erheblich auf die Entwicklung der Wechselkurse durchschlagen, ist für den US-Dollar/Yen-Kurs nachgewiesen worden (*Dornbusch / Frankel* 1987, S. 43). Damit unterliegt der *McKinnon*-Vorschlag der großen Gefahr, womöglich ungleichgewichtige Paritäten zu stabilisieren.

- (vii) Es kommt zu einer Verschlechterung des Handelsbilanzsaldos aus der Sicht der USA (Verbesserung aus der Sicht der übrigen Industrieländer); der Dollar wertet ab und die ursprünglichen Währungsrelationen können wieder erreicht werden.

Zu (ii): Im Zielzonenvorschlag kommt der Geldpolitik diskretionär die Aufgabe zu, den Wechselkurs innerhalb der Zielzone zu halten. Wegen der gegebenen Bandbreiten kann sie aber auch zur Beeinflussung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung herangezogen werden. Damit ist jedoch nur begrenzt eine Erhöhung der konjunkturpolitischen Autonomie – etwa im Vergleich zum *Baker / Heller / Lawson*-Vorschlag – verbunden. Der (stabile) Wachstumspfad der einzelnen Länder soll „international abgesprochen“ werden. Zudem wird nicht genügend berücksichtigt, daß fiskalpolitische Impulse zu Schwankungen der Wechselkurse führen können. Ein defizitärer Staatshaushalt kann Zinssteigerungen auslösen, die in der Folge – wegen des Wechselkursziels – dem Inland eine expansive und/oder den Partnerländern eine kontraktive Geldpolitik abverlangen. Eine fiskalpolitische Expansion des Inlands vermag so unter Umständen den Partnern eine Rezession aufzuzwingen (*Dornbusch / Frankel* 1987, S. 44). Autonomie-Bestrebungen einzelner, insbesondere großer Länder, lösen dann negative externe Effekte bei den übrigen aus (vgl. *Külp* 1989).

Zu (iii): Für die Frage nach dem Beitrag des Zielzonenvorschlags zum Erreichen von Zahlungsbilanzgleichgewichten ist der erwähnte „FEER“ zentral. Er ist ja gerade so definiert, daß sich die ex-ante Wünsche von in-(aus-)ländischen Schuldern und aus(in-)ländischen Gläubigern entsprechen (*Camen / Genberg* 1987, S. 56 f.). Dabei wird allerdings von „Störungen“ durch Budgetdefizite abstrahiert. Diese Prämisse erscheint gerade vor dem Hintergrund der US-amerikanischen Budgetdefizite in den letzten 10 Jahren reichlich weltfremd<sup>9</sup>. Andererseits gibt es im Prinzip so viele „normale“ Defizite wie die zugrundeliegenden konjunkturpolitischen Konzepte (konjunkturneutraler Haushalt, full-employment-surplus-budget etc.) Empfehlungen aussprechen.

Ob im Zielzonen-Ansatz auf den Einsatz von Kapitalverkehrskontrollen grundsätzlich verzichtet werden kann, ist a priori nicht völlig klar: Länder, die als schwächste Glieder in der Kette unter einem ständigen Abwertungsdruck „leiden“, werden unter Umständen dazu gezwungen sein – jedenfalls solange, wie es nicht zu entsprechenden Anpassungen der Zielzonen, also Wechselkurskorrekturen, kommt.

---

<sup>9</sup> „A major, if not overwhelming, difficulty in the Williamson scheme is the notion of the fundamental equilibrium exchange rate. The need for US budget correction requires acceptance by Europe and Japan of smaller trade surpluses. Much of the adjustment will come from correction of US macro policies, but there are inevitable repercussions abroad as foreign trade surpluses shrink and dollar depreciation sustains US employment“ (*Dornbusch / Frankel* 1987, S. 42).

Zu (iv): Da die maximal zugelassenen Abweichungen vom „FEER“ (s. o.) mit  $\pm 10\%$  sehr großzügig ausfallen, wird auf der einen Seite die Wechselkursstabilisierung etwas relativiert, auf der anderen Seite dürfte der Zielzonenvorschlag hier vor keinen besonderen Herausforderungen stehen.

Zu (ii): Auch für den Indikatoren-Ansatz ist zumindest von einer stark eingeschränkten Autonomie der Einzelstaaten auszugehen. Ein „Rest“ davon liegt nach *Baker* und *Williamson* insoweit vor, als sich nur die Geldpolitik am außenwirtschaftlichen Gleichgewicht bzw. am Wechselkurs auszurichten hat. Für die Fiskalpolitik ist ausdrücklich die Aufgabe vorgesehen, die Binnennachfrage zu stabilisieren. Es sind allerdings erhebliche Zweifel angebracht, ob eine solche Trennung (theoretisch und praktisch) überhaupt möglich ist. Die Fiskalpolitik bestimmt am inländischen Kapitalmarkt mit über die Höhe des Realzinses. Damit ist zum guten Teil der Umfang der Kapitalimporte bzw. -exporte festgelegt. Der (reale) Wechselkurs wird sich normalerweise in der Weise anpassen, daß dem Kapitalverkehrsüberschuß(-defizit) ein gleich hohes(r) Leistungsbilanzdefizit(-überschuß) gegenübersteht (*Landmann* 1988, S. 311 ff.). Es bleibt dahingestellt, ob dieser zum Zielwert-Wechselkurs des Indikatorenkonzepts hin- oder wegführt. Damit soll zum Ausdruck gebracht werden, daß die moderne Makroökonomik eine eindeutige Zuordnung von Zielen und Instrumenten (Geldpolitik für den Zahlungsbilanzausgleich, Finanzpolitik für Konjunkturerfordernisse), wie sie von *Mundell* und *Johnson* in den 60er Jahren behauptet wurde, bestreitet.

Zu (iii): Der Indikatoren-Ansatz sieht – in der verengten Zwei-Ziele-/Zwei Instrumente-Version – die Leistungsbilanz selbst als Endzielvariable an. Diese Variable wird allerdings in der kurzen Frist zugunsten des Wechselkurses fallen gelassen, da „Leistungsbilanzen nur mit zeitlicher Verzögerung zur Verfügung stehen“ (*Willms* 1988, S. 50). Implizit ist damit ein eindeutiger Zusammenhang zwischen geplanten Wechselkursen und geplanten Leistungsbilanzsalden hergestellt. Die mehr oder weniger stetige Anpassung der Wechselkurse an die (im Zeitverlauf variablen) Wechselkursvorgaben soll für Gleichgewicht in den Zahlungsbilanzen sorgen.

Zu (iv): Eine Überprüfung der Stabilisierungseigenschaften des Indikatorenkonzepts ist bisher nicht erfolgt; *Williamson* geht jedoch davon aus, daß bestehende Global-Modelle (IMF Multilateral Exchange Rate Model, Link-Model, OECD-Interlink-Model) in der Lage sind, reale Gleichgewichtswchselkurse zu ermitteln und den dazu erforderlichen Mitteleinsatz der einzelnen Länder auszuweisen.

Zusammenfassend ergibt sich damit hinsichtlich der Leistungsfähigkeit der vorgestellten Reformvorschläge folgendes Bild: Das Ziel einer hinrei-

chenden konjunkturpolitischen Autonomie findet in den Konzepten eines Rohstoffpreisstandards und einer Weltgeldmengensteuerung keine Berücksichtigung. Das Ziel Zahlungsbilanzgleichgewicht wird im *McKinnon*-Vorschlag mit dem Abstellen auf Kaufkraftparitäten vermutlich nur unvollständig erfaßt, was auch für das dritte Ziel der Wechselkursstabilität gilt: Das Vertrauen darauf, daß sich die Kaufkraftparitäten durchsetzen, entspricht nicht den gegebenen Verhältnissen, unter denen spekulativ motivierte Kapitalbewegungen weitgehend die Wechselkurse bestimmen. Dementsprechend müßte die gesamte Wirtschaftspolitik in die außenwirtschaftliche Steuerung einbezogen werden; deshalb dürfte auch der Indikatorenvorschlag zu kurz greifen, demzufolge die Finanzpolitik allein binnenwirtschaftlich agieren soll. Im Ergebnis überzeugt die eingeschlagene Richtung des Zielzonenvorschlags am ehesten, wenngleich auch dessen Probleme nicht zu übersehen sind.

### 3. Relevanz

Die Wissenschaft ist den Herausforderungen in der Währungspolitik der späten 80er Jahre weitgehend gerecht geworden. Der sich aus dem teilweise turbulenten Marktgeschehen ergebende Handlungsbedarf hat bei den Wirtschaftspolitikern den Willen zu stärkerer Koordination gefördert; gleichzeitig wurden in der Theorie dahingehende Reformvorschläge entwickelt. Damit eröffneten auch die Wirtschaftswissenschaften die Möglichkeit zu einer abermaligen Synthesenbildung, also die Voraussetzungen zur Schaffung eines neuen, stärker auf Gleichgewichte der Zahlungsbilanzen und Wechselkurse hinwirkenden Weltwährungssystems.

Weitergehende Einigkeit, wie sie sich in den Reformvorschlägen ausdrückt, besteht dabei in vier Punkten: Erstens kann die Abstimmung der Wirtschaftspolitiken die weltwirtschaftliche Performance verbessern und ist deshalb sinnvoll. Zweitens soll die Geldpolitik zwar einer mittelfristigen Grundlinie folgen, in der kurzen Frist jedoch wird in ihr das am besten geeignete Instrument zur Wechselkursstabilisierung gesehen. Drittens sollte die Last der Eindämmung von Wechselkursspekulationen nicht alleine auf der Geldpolitik „ruhen“. Viertens schließlich wird – unter anderem als Folge der zunehmenden weltwirtschaftlichen Integration – eher die Außen- als die Binnenwirtschaftspolitik zum Primat erhoben.

Gleichwohl bleiben in Theorie und Politik ungelöste Probleme, die es als fraglich erscheinen lassen, ob entsprechende ordnungspolitische Entscheidungen für die Umsetzung eines neuen Weltwährungssystems getroffen werden.



- (i) Die „Gretchen-Frage“, ob eher „rules“ oder „discretion“ zu einer Erwartungsstabilisierung führen, wurde bislang nicht beantwortet und ist in genereller Form vielleicht auch gar nicht zu beantworten. Die Mehrheit der diskutierten Reformvorschläge setzt bekanntlich stärker auf „discretion“ als auf „rules“.
- (ii) Mit spieltheoretischen Lösungen konnte gezeigt werden, daß überlegene Ergebnisse internationaler Kooperation dann nicht realisiert werden, wenn sich einzelne Länder durch Verfolgung isoliert-nationaler Strategien besserstellen (*Kösters* 1989, S. 26 ff.).
- (iii) Trotz der bekundeten Koordinationswünsche vieler Länder, ist die Bereitschaft, dem außenwirtschaftlichen Ziel Priorität gegenüber anderen, binnenwirtschaftlichen Zielen zu geben, nicht uneingeschränkt zu erkennen.

## V. Fazit

Unter den drei treibenden Kräften waren die Markteinflüsse in der Währungsgeschichte der Nachkriegszeit sicherlich dominierend, während historische Erfahrungen und vor allem theoretische Ideen nur eine nachgeordnete Bedeutung erlangten (*Wallich* 1982). Die teilweise äußerst unbefriedigenden Ergebnisse in der Währungspolitik dürften *W. Ehrlicher* veranlaßt haben, eine umgekehrte Reihenfolge in der Bedeutung der treibenden Kräfte zu fordern (*Ehrlicher* 1984, S. 118). Eine Voraussetzung, um dieser Konstellation näher zu kommen, ist sicherlich, daß in der Wissenschaft selbst in grundlegenden Fragen eine Synthese erreicht wird. Mit den wichtigsten Reformvorschlägen zum Weltwährungssystem der letzten Jahre ist man einem Konsens nähergekommen, da Einigkeit hinsichtlich wichtiger Ziele und Instrumente erzielt wurde sowie stets eine Abstimmung der nationalen Wirtschaftspolitiken im Zentrum der Überlegungen steht. Weiterhin tendiert die Diskussion schwergewichtig zu einer Abstimmung über flexible Regeln mit Koordination. Dies berechtigt – im Zusammenhang mit ermutigenden Erfolgen der Zusammenarbeit (G 7 oder EWS) – zu einem vergleichsweise größeren Optimismus hinsichtlich einer Ordnung der internationalen Währungsverhältnisse als noch vor einigen Jahren.

## Literaturverzeichnis

- Boughton, J. M. / Branson, W.* (1988), Commodity Prices as a Leading Indicator of Inflation. International Monetary Fund, Working Paper 87/88, Washington, D.C. – *Camen, U. / Genberg, H.* (1987), Measures of Exchange Rate Misalignment: Should

They be Used in The Design of Economic Policy? In: Geld und Währung, 3. Jg., Nr. 1/2, S. 41 - 63. – *Dornbusch, R. / Frankel, J. A.* (1987), The Flexible Exchange Rate System: Experience and Alternatives. NBER Working Paper No. 2464, Cambridge. – *Ehrlicher, W.* (1980), Von Bretton Woods zu einer neuen internationalen Währungsordnung, in: Th. Dams / K. Jojima (Hrsg.), Ausgewählte Probleme internationaler Wirtschaftsbeziehungen aus der Sicht Japans und der Bundesrepublik, Berlin, S. 102 - 119. – *Ehrlicher, W.* (1984), Von der Goldwährung zum Multi-Currency-Reserve-System, in: Jahrbuch für Sozialwissenschaft, Bd. 35, Heft 2/3, S. 117 - 131. – *Ehrlicher, W.* (1988), Die Geld-, Finanz- und Einkommenspolitik im volkswirtschaftlichen Systemzusammenhang, in: Kredit und Kapital, 21. Jg., Heft 2, S. 163 - 181. – *Flood, R. P. / Bhandari, J. S. / Horne, J. P.* (1989), Evolution of Exchange Rate Regimes, in: IMF Staff Papers, Vol. 36, No. 4, S. 810 - 835. – *Francke, H.-H.* (2. 10. - 6. 10. 1989), Zu einigen ablaufs- und ordnungspolitischen Problemen einer Europäischen Zentralbank, 12. Gemeinsames Seminar, Nagoya University/Universität Freiburg. – *Frankel, J. A. / Rockett, K. E.* (1988), International Macroeconomic Policy Coordination When Policymakers Do not Agree on the True Model, in: American Economic Review, Vol. 78, No. 3, S. 318 - 340. – *Frenkel, J. / Goldstein, M.* (1988), Fundamental Issues in the Functioning of the International Monetary System, in: C. Drager / L. Spath (Hrsg.), Internationales Währungssystem und weltwirtschaftliche Entwicklung, Baden Baden, S. 223 - 238. – *Friedman, M.* (1953), Essays in Positive Economics, Chicago. – *Kösters, W.* (1989), Transmission und Koordination nationaler Wirtschaftspolitiken bei weltwirtschaftlicher Verflechtung, in: Kredit und Kapital, 22. Jg., Heft 1, S. 18 - 42. – *Kromphardt, J.* (1989), Konjunkturtheorie heute: Ein Überblick, in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, 109. Jg., Heft 2, S. 174 - 231. – *Külp, B.* (2. 10. - 6. 10. 1989), Koordinationsbedarf und Koordinationschancen einer Stabilitätspolitik im gemeinsamen Markt, 12. Gemeinsames Seminar, Nagoya University/Universität Freiburg. – *Landmann, O.* (1988), Current Issues in the International Macroeconomic Policy Debate, in: Silvio Borner (Ed.), International Finance and Trade in a Polycentric World, London, S. 307 - 323. – *Lehment, H.* (1988), Wechselkurszielzonen und der Louvre-Accord, in: Geld und Währung, 4. Jg., No. 3, S. 31 - 51. – *McKinnon, R. I.* (1988), Monetary and Exchange Rate Politics for International Financial Stability: A Proposal, in: The Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, No. 1, S. 83 - 103. – *Menkhoff, L. / Sell, F. L.* (1990), Möglichkeiten und Grenzen einer Regelbindung der Währungspolitik durch einen Rohstoffpreisindikator, in: IFO-Studien, 36. Jg., Heft 4 (in Vorbereitung). – *Scheide, J. / Sinn, S.* (November 1987), Internationale Koordination der Wirtschaftspolitik: Pro und Contra, Kieler Diskussionsbeitrag Nr. 135. – *Sell, F. L.* (1988), Geld- und Währungspolitik in Schwellenländern, am Beispiel der ASEAN-Staaten, Schriften zu Regional- und Verkehrsproblemen in Industrie- und Entwicklungsländern, Band 48, Duncker & Humblot, Berlin. – *Streit, M. E.* (1989), Internationale Koordination der Wirtschaftspolitik – das Beispiel des Zielzonenkonzepts. Discussion Paper 381 - 89, Universität Mannheim. – *Tichy, G.* (1988), Konjunkturpolitik, Quantitative Stabilisierungspolitik bei Unsicherheit, Berlin/Heidelberg/New York. – *Wallich, H. C.* (1982), Forces that Drive International Monetary Evolution, in: W. Ehrlicher / D. B. Simmert (Hrsg.), Geld und Währungspolitik in der Bundesrepublik Deutschland, Beihefte zu Kredit und Kapital, Heft 7, Berlin 1982, S. 19 - 32. – *Williamson, J. / Miller, M.* (1987), Targets and Indicators: A Blueprint for the International Coordination of Economic Policy. Policy Analyses in International Economics, No. 22, Washington D.C., Institute for International Economics. – *Willms, M.* (1987), Stabile Wechselkurse durch

Währungs Kooperation? in: Wirtschaftsdienst, 67. Jg., Heft 3, S. 158 - 164. – *Willms, M.* (1988), Ansätze zur Währungs Kooperation und Wechselkursstabilisierung, in: *A. Gutowski* (Hrsg.), Wechselkursstabilisierung und Währungs Kooperation, Schriften des Vereins für Socialpolitik N.F. Bd. 172, Berlin, S. 37 - 58.

## **Zusammenfassung**

### **Treibende Kräfte und Synthesen in der Währungspolitik**

In diesem Beitrag werden frühere und mögliche zukünftige Ausgestaltungen des Weltwährungssystems als Ergebnis von treibenden Kräften der Währungspolitik interpretiert: Zu diesen Kräften zählen volkswirtschaftliche Theorien, historische Erfahrungen sowie Markteinflüsse. Die jeweils herrschende Ordnung der Währungen ist eine Synthese der verschiedenen Kräfte, die, wenn sie auseinanderdriften, auch für die Zerstörung dieser Ordnung verantwortlich sind. Allen denkbaren Währungsordnungen ist gemeinsam, daß ihre Funktionsweise sich entweder auf die Einhaltung fester Regeln („rules“) oder aber auf die Befolgung flexibler Regeln („discretion“) stützt.

Auch sind alle Währungssysteme an der Erfüllung bestimmter Anforderungen zu messen und damit vergleichbar: Zahlungsbilanzgleichgewichte, freie Konvertibilität der Währungen, Stabilität der Wechselkurse und eine hinreichende konjunkturpolitische Autonomie der beteiligten Länder sind unstrittige Zielsetzungen. Bei der Diskussion der wichtigsten vier seit Mitte der 80er Jahre veröffentlichten Reformideen (Weltgeldmengensteuerung, Rohstoffpreisstandard, Indikatoren, Zielzonen) zeigt sich, daß keiner der Vorschläge allen genannten Anforderungen genügt. Im Vergleich schneidet nach Auffassung der Autoren der sogenannte Zielzonenvorschlag noch am besten ab. Als Beiträge der volkswirtschaftlichen Theorien zu den „treibenden Kräften“ sind aber im Grunde genommen alle Vorschläge den Herausforderungen der Währungspolitik in den späten 80er Jahren insoweit gerecht geworden, als sie den stärkeren Willen der Wirtschaftspolitiker zur Kooperation sowohl aufgegriffen als auch begründet haben.

## **Summary**

### **Driving Forces and Syntheses in Monetary Policy**

This contribution interpretes former and potential world monetary systems of the future evolving in response to the driving forces in monetary policy: These forces include economic theories, past experience as well as market influences. The monetary system existing at a given moment represents a synthesis of various forces which – when drifting apart – are also responsible for destructing the respective system. All thinkable monetary systems have in common that their functionality depends either on compliance with firm “rules” or application of “discretion”.

Furthermore, the general validity of all monetary systems must be assessed by whether they meet certain requirements; they are thus comparable: balance-of-payments equilibrium, free convertibility of currencies, stability of exchange rates and

adequate overall economic policy autonomy of participating countries are undisputed objectives. A discussion of the four most important reform ideas published since the mid-1980s (worldwide money supply management, commodity price standard, indicators, target zones) shows that none of them is able to meet all requirements. In the authors' view, the so-called target zone proposal is the best by comparison. However, as contributions by economic theories to the "driving forces" all four of the above proposals have basically lived up to the monetary policy challenges of the late-1980s insofar as they have both responded to and laid the basis for economic policy-makers' firmer will for cooperation.

### Résumé

#### Forces motrices et synthèses dans la politique monétaire

Les développements passés et futurs éventuels du système monétaire mondial sont interprétés dans cet article comme le résultat de forces motrices de la politique monétaire: on compte parmi ces forces les théories économiques, les expériences historiques ainsi que les influences du marché. Chaque système monétaire est respectivement une synthèse des différentes forces qui, si elles s'écartent les unes des autres, sont aussi responsables de la destruction de ce système. Tous les systèmes monétaires imaginables ont ceci en commun: leur fonctionnement s'appuie soit sur le respect de règles fixes («rules»), soit sur la poursuite de règles flexibles («discretion»).

Il faut aussi mesurer tous les systèmes monétaires, pour pouvoir les comparer, en se basant sur certains critères qu'ils doivent remplir: les équilibres de la balance des paiements, la libre convertibilité des monnaies, la stabilité des cours de change et une autonomie politique conjoncturelle suffisante des pays concernés sont des objectifs indiscutables. Dans la discussion sur les quatre idées de réformes principales publiées depuis le milieu des années 80 (contrôle de la quantité de monnaie mondiale, standard de prix des matières premières, indicateurs, zones d'objectifs), on voit qu'aucune des propositions ne répond à toutes les exigences nommées. D'après les auteurs de cet article, la proposition des dites zones d'objectifs est encore la meilleure de toutes. En tant que contribution des théories économiques aux «forces motrices», toutes les propositions répondent en fait aux défis de la politique monétaire de la fin des années 80, parce que toutes ont repris la volonté prononcée des politiciens responsables de l'économie et l'ont justifiée, à savoir celle de coopération.