

Berichte

Wechselkursstabilisierung durch internationale geldpolitische Kooperation

Kritische Anmerkungen zum McKinnon-Vorschlag

Von Jürgen Schiemann, Hamburg

I. Problemstellung

Seit der Einführung flexibler Wechselkurse wurden immer wieder Vorschläge zu einer Stabilisierung der Paritäten unterbreitet mit der Absicht, zu einem neuen internationalen Festkurssystem zurückzukehren. Einen interessanten neuen Ansatz hierzu hat McKinnon vorgestellt¹.

Ausgangspunkt seines Vorschlages ist die Forderung nach einer an den Wechselkursen orientierten Geldpolitik zwischen den Ländern USA, Japan und der Bundesrepublik Deutschland mit dem Ziel, durch symmetrische Wirkungen auf die jeweilige nationale Geldmenge zur Stabilisierung der Wechselkurse beizutragen.

Ziel der folgenden Überlegungen ist es, zunächst die konstitutiven Elemente des Vorschlages von McKinnon darzustellen, sowie die intersystemaren Funktionsbedingungen aufzuzeigen. Im Anschluß daran werden einige wichtige Charakteristika und Problembereiche untersucht, die zur Kritik an der von McKinnon vorgeschlagenen Wechselkursstabilisierung durch internationale geldpolitische Kooperation Anlaß geben².

II. Darstellung des Vorschlages von McKinnon

Der Vorschlag basiert auf der Annahme, daß die drei wirtschaftlich wichtigsten westlichen Länder durch die Koordination ihrer Geldmengenexpansion eine internationale Wechselkursstabilität herbeiführen können. USA,

¹ Vgl. *McKinnon* (1984). Siehe dazu auch *McKinnon* (1982) und ders. (1983).

² Siehe dazu auch *Spinelli* (1983), *Scharrer* (1985), *Gutowski* (1985), S. 326 ff., *Bofinger* (1985), S. 184 ff.

Japan und die Bundesrepublik Deutschland verfügen über ausgeprägte Geldmärkte, haben untereinander einen teilweise sehr umfangreichen Handels- und Kapitalverkehr, und ihre Währungen fungieren international als Transaktions- und Reservemedium mit engen Substitutionsbeziehungen³. "No other substantial sources of 'world' money for invoicing foreign trade or international financial transactions are in prospect."⁴

Durch eine Vereinbarung zwischen den drei beteiligten Zentralbanken soll die jeweilige nationale Geldmenge mittelfristig mit einer Rate so ansteigen, daß sie bei konstantem Wechselkurs mit Preisstabilität für international handelbare Güter vereinbar ist. Diese Rate kann am Großhandelspreisindex gemessen werden und ist in den drei Ländern aufgrund der jeweiligen wirtschaftlichen Bedingungen unterschiedlich hoch festzulegen. Die Summe der gewichteten Geldmengenwachstumsraten der drei Länder wird als Wachstumsrate des „Weltgeldvolumens“ begriffen⁵. Die Geldmengenpolitik der drei kooperierenden Zentralbanken determinieren damit in diesem Modell das Wachstum des Weltgeldvolumens⁶.

In einer ersten Stufe sollen nun die drei Zentralbanken versuchen, auf den Devisenmärkten eine solche Notierung der Wechselkurse innerhalb „soft target zones“ herbeizuführen, die sich in etwa an den Kaufkraftparitäten orientiert⁷. Um diese Kursverhältnisse zu erreichen, müssen die deutsche und japanische Zentralbank durch geeignete Maßnahmen⁸ ihre mittelfristigen Geldmengenziele beispielsweise zunächst unterschreiten, wenn der US-Dollar im Vergleich zu seinem anzustrebenden Kurs überbewertet ist. Damit durch diese Wechselkursstabilisierung auf Kaufkraftparitätenniveau die Weltgeldmenge nicht kontrahiert wird, muß die US-Notenbank gleichzeitig eine symmetrische Geldmengenexpansion betreiben. Durch das entsprechend verminderte Angebot von Yen und D-Mark und das vergrößerte Dollar-Angebot wird es möglich, die angestrebten Zielkurse zu realisieren. Ist dies geschehen, orientieren sich die drei Zentralbanken allmählich wieder an ihren vereinbarten Wachstumsraten der Geldmenge unter Beibehaltung der neuen Wechselkursparitäten innerhalb der target zones. Es handelt sich

³ Vgl. *McKinnon* (1984), S. 64.

⁴ Ebenda, S. 66.

⁵ "In practice the exact weighting system would be negotiated by the three central banks, taking financial importance and the relative size of GNPs into account". (Ebenda, S. 67).

⁶ Ähnliche Vorschläge hierzu machen *Miles* (1978) und *Brittain* (1981).

⁷ *McKinnon* nennt als Beispiel Margen von 210 bis 220 Yen und 2,00 bis 2,10 DM pro Dollar. Seine Kalkulation beruht auf aggregierten Arbeitskosten mit dem Basisjahr 1975. Vgl. *McKinnon* (1984), S. 71 und Appendix A, S. 81 - 88.

⁸ Genannt werden hierfür Offenmarktpolitik und nicht-sterilisierte Devisenmarktinterventionen. Vgl. ebenda, S. 72.

bei diesen Devisenmarktinterventionen also um nicht-transitorische Interventionen, die innerhalb eines relativ kurzen Zeitraumes im gleichen Umfang nicht durch gegenläufige Interventionen rückgängig gemacht werden.

Die neuen Wechselkurse werden innerhalb einer relativ weiten Schwankungsbreite regelmäßig dadurch stabilisiert, daß das Angebot von in Aufwertung befindlichen Währungen vergrößert und das von abwertenden Währungen symmetrisch dazu verringert wird. Wenn diese Wechselkursstabilisierung durch koordinierte Geldpolitik über mehrere Jahre bei niedrigem Preisniveau erfolgreich praktiziert worden ist⁹, soll in einer zweiten Stufe zwischen den drei Ländern ein System fester Wechselkurse mit engen Bandbreiten eingeführt werden.

Dieses System fester, wohl aber veränderbarer Wechselkurse mit Bandbreiten zwischen ein und zwei Prozent¹⁰ soll durch obligatorische Devisenmarktinterventionen zwischen den beteiligten Zentralbanken abgesichert werden. Technisch wird die koordinierte Geldpolitik folgendermaßen ablaufen:

Befindet sich beispielsweise der US-Dollar am unteren Interventionspunkt der Bandbreite, stützen die Zentralbanken von Japan und der Bundesrepublik Deutschland den Dollar, indem sie Dollar nachfragen und zugleich unter Verzicht auf Sterilisierungsmaßnahmen ihre nationale Geldmenge entsprechend expandieren lassen. Dieser Ankauf vergrößert ihre Dollar-Währungsreserven. Werden diese Reserven – wie bislang üblich – als US-Bonds gehalten, haben die Devisenmarktinterventionen nicht den gewünschten kontraktiven Einfluß auf die amerikanische Geldbasis, da letztlich durch den Kauf (wie auch durch den Verkauf) von US-Bonds nur ein Besitzerwechsel stattfindet, also ein Aktivatousch im Portfoliobestand der Käufer und Verkäufer. Die Geldmengenexpansion in Japan und Deutschland wird dann nicht durch eine entsprechend große Kontraktion in den USA ausgeglichen. Es entstehen folglich asymmetrische Anpassungsprozesse bei steigender Weltgeldmenge und instabilen Wechselkursen¹¹. "Under such a regime ..., any autonomous money growth by the United States ... will force an even greater expansion in world money ... if other countries intervene to forestall their currencies from appreciating unduly."¹²

⁹ Vgl. ebenda, S. 76.

¹⁰ Vgl. ebenda, S. 75 f.

¹¹ Vgl. ebenda, S. 49 f.

¹² Ebenda, S. 50.

Wenn jedoch – wie *McKinnon* vorschlägt – die an die deutsche und japanische Zentralbank interventionsbedingt zufließenden Dollarreserven nicht mehr in US-Geldmarktitteln, sondern in einem Depot bei der amerikanischen Zentralbank zu marktüblicher Verzinsung hinterlegt werden, würden diese Depotzuflüsse die amerikanische Geldmenge entsprechend verringern. Das Federal Reserve System führt seinerseits Devisenmarktinterventionen nicht durch, verpflichtet sich allerdings, eine im Umfang der Depotzuflüsse entstehende Kontraktion seiner nationalen monetären Basis hinzunehmen.

Auf diese Weise könnten nach Ansicht *McKinnons* bei einer asymmetrischen Devisenmarkt-Interventionspflicht der beteiligten Notenbanken und konstatierender US-Geldpolitik die Wechselkurse stabilisiert und zugleich bei symmetrisch wirkenden Geldmengeneffekten in den jeweiligen Ländern das Weltgeldvolumen konstant gehalten werden¹³.

III. Charakteristika und Problembereiche einer Wechselkursstabilisierung durch geldpolitische Kooperation

1. Regelgebundene Geldmengensteuerung

Das von *McKinnon* vorgeschlagene Wechselkurssystem kann gewisse Ähnlichkeiten mit den Funktionsbedingungen des klassischen Goldstandards nicht leugnen¹⁴, denn durch den Zwang zur Stabilisierung der Wechselkurse können tatsächlich symmetrische Veränderungen der nationalen Geldmengen entstehen. Lenkte im klassischen Goldstandard¹⁵ der in praxi nie vollkommen wirksame Goldautomatismus als „invisible hand“ und später, zur Zeit des Golddevisenstandards von 1924 bis zur Weltwirtschaftskrise¹⁶, der modifizierte Automatismus die außenwirtschaftliche Anpassung der Binnenwirtschaft, soll diese Aufgabe nach dem Vorschlag *McKinnons* nun in Form einer Regelbindung für die koordinierte Geldmengensteuerung den an der Wechselkursstabilisierung beteiligten Zentralbanken übertragen werden. Die Weltgeldmenge als Summe der nationalen Geldangebote wird folglich nicht durch einen exogen gegebenen Weltgoldbestand, sondern durch die flexibel handhabbare Koordinierung einer stabilitätsorientierten

¹³ Vgl. ebenda, S. 77 ff. Auch *Brunner* sieht in seinem Vorschlag, zu einem Festkurssystem zurückzukehren, die Interventionsverpflichtung für die USA nicht vor. Vgl. *Brunner* (1984), S. 205.

¹⁴ Zu den Funktionsbedingungen des klassischen Goldstandards vgl. grundlegend *Lutz* (1935), S. 224 ff.

¹⁵ Vgl. *Bloomfield* (1959), *Triffin* (1969), S. 38 ff., *Lindert* (1969), S. 27 ff.

¹⁶ Vgl. dazu beispielsweise *Schiemann* (1980), S. 25 - 56.

Geldpolitik in den USA, Japan und der Bundesrepublik Deutschland determiniert.

Als ein folgenschweres Ergebnis dieser Regelbindung müßten diese drei Länder gegenseitig ihre geldpolitische Autonomie aufgeben. Das gilt insbesondere auch für die USA, die nun, eingebunden in dieses Koordinations-system, nicht mehr die Möglichkeit erhalten, eine Politik des benign neglect „à la Bretton Woods“ zu betreiben.

Unsterilisierte Interventionen¹⁷ könnten unter der prinzipiellen Bedingung, daß Devisenreserven bei Zentralbanken gehalten werden¹⁸, zu spiegelbildlichen Geldmengeneffekten und zu entsprechenden (annähernd) symmetrischen Inflations- bzw. Deflationswirkungen führen, sofern Preise und Löhne hinreichend flexibel sind und die Zinselastizität internationaler Kapitalbewegungen mit steigender Inflationsrate nicht abnimmt. Nur unter diesen unrealistischen Annahmen würde das *McKinnon*-System die Stabilität der Weltgeldmenge wie auch die Preisniveaustabilität der Weltwirtschaft im ganzen nicht gefährden¹⁹.

2. *Asymmetrische Interventionspflicht*

Während jedoch in diesem Wechselkursverbund die deutsche und japanische Zentralbank zu wechselkursstützenden Devisenmarktinterventionen verpflichtet werden, bleibt das Federal Reserve System hiervon verschont. Es soll lediglich die Geldmengeneffekte dieser Interventionen tolerieren, d. h. keine sterilisierenden Maßnahmen durchführen, die die interventionsbedingten Geldmengeneffekte auf die heimische Geldbasis teilweise oder ganz aufheben.

Die Last einer rechtzeitigen und adäquaten Devisenmarktintervention verlagert *McKinnon* mit seinem Vorschlag auf die Zentralbanken Deutschlands und Japans. Würde diese asymmetrische Interventionspflicht akzeptiert, könnte ein mögliches Scheitern des Systems zumindest durch die Passivität der amerikanischen Zentralbank auf dem Devisenmarkt nicht verursacht werden. Allein die deutsche und die japanische Interventionspolitik könnten dann für Fehlentwicklungen auf dem Devisenmarkt verantwortlich gemacht werden.

¹⁷ Zur Wirksamkeit unsterilisierten Interventionen vgl. *Jurgensen* (1984), S. 99 f. sowie grundsätzlich *Henderson* (1982) und *Dornbusch* (1983).

¹⁸ Vgl. dazu auch *Hasse* (1984), S. 231.

¹⁹ Im Gegensatz hierzu, vgl. *Bofinger* (1985), S. 180. Vgl. auch *Gutowski* (1985), S. 328.

Angesichts enger Zielzonen für Wechselkurse unter den Bedingungen hoher Kapitalmobilität ist ein sicherer Weitblick für die Stabilisierung des „richtigen“ Wechselkurses erforderlich. Zur Fixierung des Kurses innerhalb der Zielzone werden neben den obligatorischen zusätzlich auch intramarginale Interventionen durchgeführt, die nach dem Ermessen der Zentralbank geräuschlos und glättend zur Kurspflege beitragen sollen, ohne sich jedoch gegen den Wechselkurstrend zu stemmen. Diese Devisenmarktpolitik „verlangt Genies für das Intervenieren, genauer: Experten, die das Überschießen nicht erst hinterher merken, sondern vorher“²⁰.

Im übrigen lassen sich Zielzonen auch durch eine glaubwürdige Interventionspolitik mit Signalwirkung nicht verteidigen, wenn der Markt es nicht will²¹. Angesichts des internationalen Devisenhandels von täglich 200 bis 300 Mrd. US-Dollar können Zentralbankinterventionen, auch wenn sie koordiniert werden, nur solche Wechselkursentwicklungen fördern, die der Markt zu tolerieren bereit ist.

Sobald die Interventionspflicht für eine bestimmte Zielzone vereinbart wird, vermindert sich das Spekulationsrisiko der Marktteilnehmer. Anlageentscheidungen würden dann bei relativ sicheren Wechselkurserwartungen noch mehr durch Zinsniveaudifferenzen beeinflusst werden. Ergäben sich jedoch begründete Anlässe und Erwartungen, daß Leitkursänderungen unumgänglich werden, entstünde wieder das in Festkurssystemen (mit festen, jedoch anpassungsfähigen Paritäten) bekannte Problem eines rechtzeitigen und im Ausmaß angemessenen Realignments spätestens dann, wenn die Währungsspekulation einsetzt.

Die Wirkungen von Devisenmarktinterventionen zur Aufrechterhaltung der Leitkurse werden in diesem Zusammenhang von *McKinnon* nach herrschender Auffassung als Geldmengen-Wechselkursmechanismus unterstellt²². Dieser Wirkungszusammenhang wird allerdings der aktuellen wirtschaftlichen Konstellation in den USA nicht gerecht; denn die Lehrbuchvorschrift, nach der Devisenmarktinterventionen gegen die eigene, in Aufwertung befindliche Währung zu einer Expansion der heimischen Geldmenge führen sollen, ist für den Fall eines Landes mit Leistungsbilanzüberschüssen und steigender Parität konzipiert. Die beabsichtigte monetäre Lockerung kann hier zu einem Abbau des außenwirtschaftlichen Überschusses beitragen, weil die mit der Geldmengenexpansion einhergehende Zinsniveausenkung sowohl die Nachfrage nach heimischen als auch nach

²⁰ *Giersch* (1983), S. 30.

²¹ Vgl. *Jurgensen* (1984), *Müller* (1984). Zur Zielzonenproblematik vgl. auch *Roosa* (1984).

²² Vgl. *McKinnon* (1984), S. 73 f.

ausländischen Gütern und Leistungen erhöhen würde. Der zinsinduzierte Abbau des Leistungsbilanzüberschusses verbilligte die aufwertende heimische Währung ebenso wie die in ihrer Wirkung gleichgerichteten Devisenmarktinterventionen. Ebenso würde der Geldmengen-Zinseffekt über die Kapitalverkehrsbilanz zur Dämpfung der Aufwertungstendenz beitragen. Soll nun – im Gegensatz zum zuvor angenommenen Fall – eine Paritätssenkung einer Währung vorgenommen werden, die – wie der US-Dollar – stark nachgefragt wird, obwohl das betreffende Land hohe Leistungsbilanzdefizite aufweist, muß die zuvor entwickelte Wirkungsanalyse relativiert werden; denn bei einer Expansion der amerikanischen Geldbasis (Zinsniveausenkung) aufgrund unsteriliserter Devisenmarktinterventionen würde via Nachfragesteigerung eine Erhöhung des außenwirtschaftlichen Defizits entstehen. Der zinsinduzierte Kapitalverkehrsbilanzeffekt würde die Passivierungstendenz in der Zahlungsbilanz verstärken. Während von einer wechselkursorientierten Geldpolitik im Normalfall eine gewünschte Tendenz zum außenwirtschaftlichen Gleichgewicht ausgeht, bewirkt die gleiche Geldmengenpolitik in den USA genau das Gegenteil; das Ungleichgewicht wird größer statt kleiner. Der Wechselkurs wird nicht durch den Abbau vorhandener Leistungsbilanzüberschüsse stabilisiert, sondern durch die Erhöhung des Leistungsbilanzdefizits destabilisiert mit der möglichen Gefahr eines raschen und nachhaltigen Wechselkurssturzes.

Die Konzeption von *McKinnon*, eine Wechselkursstabilisierung allein über geldmengenwirksame Interventionen vorzunehmen, erweist sich damit für die bestehenden wirtschaftlichen Bedingungen insbesondere in den USA als recht problematisch. Eine Rückkehr zu stabilen Wechselkursparitäten erfordert deshalb nicht nur eine geldpolitische Kooperation zwischen den wichtigsten Industrieländern, sondern zugleich auch die Konvergenz der wirtschaftlichen Entwicklungen in Richtung auf anhaltendes, nicht-inflationäres Wachstum und eine Budgetkonsolidierung.

Neben diesen grundsätzlichen Problemen der Interventionen und der Verteidigung von Wechselkurs-Zielzonen wäre in diesem Zusammenhang weiter zu überlegen, ob nicht durch eine vollständige Einbeziehung der amerikanischen Zentralbank in ein symmetrisches Interventionssystem eine gleichmäßigere Lastenverteilung bei den obligatorischen Devisenmarktoperationen entstünde. Dazu könnten – ebenso wie bei der amerikanischen Zentralbank – auch bei der japanischen und deutschen Notenbank verzinliche gegenseitige Währungsreserven im Depot gehalten werden als Folge einer jeweils bilateralen Intervention auf den Devisenmärkten. Die Stabilisierung der Wechselkurse würde dann nicht mehr durch einseitig vorgenommene Interventionen, sondern durch eine vollständig koordinierte Devisen-

marktintervention erreicht werden. Zudem hätte eine symmetrische Interventionspflicht den sichtbaren Vorteil, daß die USA in dem von *McKinnon* vorgeschlagenen „International Standard for Monetary Stabilization“ nicht einen Sonderrolle als quasi „Leitwährungsland“ spielen und keine Privilegien genießen, die anderen Zentralbanken verwehrt würden.

3. *Wirksamer Sanktionsmechanismus*

Bei jeder obligatorischen oder notwendig erscheinenden Intervention, die nachteilige Goldmengeneffekte für die heimische Wirtschaft entstehen läßt, besteht die Gefahr, daß die Zentralbank entgegen ihren Verabredungen unbequeme oder schädliche wechsellkursbedingte Wirkungen zu sterilisieren sucht. Zum einen ist die jeweilige Zentralbank sogar dazu verpflichtet, wenn die geldpolitische Kooperation zu einer Gefahr für die binnenwirtschaftliche Stabilität wird. Zum anderen kann dieses Handeln verständlich sein, wenn bei symmetrischen Geldmengeneffekten nach Devisenmarktinterventionen asymmetrische Preisniveauänderungen zwischen den beteiligten Ländern entständen. Aufgrund unterschiedlicher Rigiditäten der Preise und Löhne in den beteiligten Ländern sind asymmetrische Inflations- und Deflationswirkungen wahrscheinlich. Ebenso könnten diese Preiseffekte zu sehr unterschiedlichen gesamtwirtschaftlichen Folgewirkungen führen, die es einer Zentralbank geraten erscheinen lassen, diese Wirkungen von Devisenmarktinterventionen abzuschwächen. Befürchtet werden muß deshalb, daß das von *McKinnon* konzipierte System dazu einlädt, Rechtfertigungsgründe für die Abwehr einer national unerwünschten Geldmengenexpansion oder -kontraktion zu suchen²³.

Da diese konjunkturell expansiven oder kontraktiven Wirkungen einer Intervention systembedingt beabsichtigt sind, um die Wechselkursstabilisierung herbeizuführen, müßten geeignete und wirksame Sanktionsmechanismen zur Anwendung gelangen, damit in jedem beteiligten Land unabhängig von binnenwirtschaftlichen Überlegungen und Rücksichtnahmen die symmetrischen Geldmengeneffekte sich wirksam ausbreiten könnten. Solange kein zwingender Sanktionsmechanismus greift, der im wirtschaftspolitischen Konfliktfall auch die Kompetenz der beteiligten Notenbanken bei systemwidriger Handlungsweise außer Kraft setzt und solange andere Maßnahmen, wie Handels- und Kapitalverkehrskontrollen als Abwertungssurrogate verwendet werden können, bleibt der von *McKinnon* vorgeschlagene Wechselkursstandard mehr ein „Schönwettersystem“.

²³ Vgl. dazu *Bofinger* (1985), S. 185.

Die Formulierung und Erzwingung verbindlicher und wirksamer Sanktionsmechanismen für die beteiligten Länder ist jedoch nicht allein ein ökonomisches, sondern in hohem Maße politisches Problem der Akzeptanz. Es wird wenig nützlich sein, derart strenge Sanktionen zu empfehlen, die für ein betroffenes Land mehr Schaden anrichten würden, als durch die Einhaltung der Regeln entstünden. Sanktionen werden nur dann wirksam sein, wenn sie schmerzen. Akzeptiert werden sie jedoch nur, wenn sie auch zumutbar sind. Als Ergänzung der Sanktionen sollten deshalb Vereinbarungen darüber getroffen werden, daß die Länder sich gegenseitig solidarisch Beistand leisten und Hilfen gewähren, damit sich die ungleichen Lasten der Wechselkursstabilisierung aufgrund unterschiedlicher wirtschaftlicher Niveau- und Strukturgegebenheiten in den beteiligten Ländern gleichmäßiger verteilen. Ein ausgewogenes System von zumutbaren Regeln hat sowohl den Aspekt der Disziplin als auch den der Solidarität zu berücksichtigen, damit die hegemoniale Ausnutzung des Systems durch den wirtschaftlich und politisch stärkeren Partner nicht möglich ist. Solange diese Voraussetzungen nicht geschaffen sind, bleibt der „International Standard for Monetary Stabilization“ nur ein wohlgemeinter Wunschtraum. „Leaving out the hegemonic power that has always existed under systems of fixed exchange rate constitutes blindness to the reality of political economy.“²⁴

Ob bei der Realisierung des *McKinnon*-Vorschlages die Ausübung eines hinreichenden Sanktionsmechanismus sowie das gegenseitige Einhalten der Spielregeln einer gemeinsamen Schiedsstelle als quasi Weltzentralbank übertragen wird²⁵, die im Konfliktfall verbindliche Entscheidungen treffen kann, oder ob im trilateralen Wechselkursverbund andere praktikable Wege der Konfliktbewältigung gefunden werden, ist letztlich eine mehr technische Frage der Organisation und Ausgestaltung des Wechselkurssystems.

4. Weitere Problembereiche

Im folgenden werden einige weitere wichtige Kritikpunkte zusammengefaßt, ohne hierbei auf alle Einzelheiten des Vorschlages von *McKinnon* näher einzugehen²⁶.

Das Konzept von *McKinnon* führt zu einer primär außenwirtschaftlich orientierten Geldmengen-Angebotspolitik, die über die Variation von Zinsniveaudifferenzen den Wechselkurs steuern will. Wenn im Sinne von

²⁴ *Krause* (1975), S. 548.

²⁵ Vgl. *Bofinger* (1985), S. 186, *Gutowski* (1985), S. 327 f.

²⁶ Vgl. dazu die kritischen Ausführungen von *Spinelli* (1983) und *Scharrer* (1985).

McKinnon ein gewünschtes, hinreichend großes Zinsniveaufälle durch Geldmengenpolitik tatsächlich überhaupt herbeigeführt werden kann, um den Wechselkurs zu stabilisieren, müßte diese außenwirtschaftliche Stabilität systembedingt mit einer entsprechenden binnenwirtschaftlich nachteiligen Zinspolitik erkaufte werden. Das Problem der erratischen Wechselkursschwankungen bei flexiblen Wechselkursen wird dann gegen das der erratischen Zinssprünge im McKinnon-System ausgetauscht. Da jedoch der Zins nur ein Einflußfaktor von vielen auf den Wechselkurs ist, bleibt der Erfolg einer solchen Geldpolitik, auch wenn sie angekündigt wird und so zu einer Erwartungsstabilisierung im monetären Bereich beitragen kann, sehr ungewiß.

Fraglich bleibt auch, ob die nicht-monetären Binnenwirkungen der außenwirtschaftlich orientierten Geldpolitik durch gegengerichtete fiskalpolitische Maßnahmen sterilisiert werden können. Bei einem solchen policy mix²⁷ ließe sich die durch die Wechselkursstabilisierung entstehende externe Anpassung der Binnenwirtschaft erträglicher gestalten.

In seinem Konzept unterstellt *McKinnon* eine konstante Weltgeldnachfrage. Die nationalen Geldnachfragen entwickeln sich kontinuierlich gegenläufig in ihren Wachstumsraten wie in einem Nullsummenspiel. Diese Annahme ist offensichtlich unrealistisch und wird durch empirische Untersuchungen eindeutig widerlegt²⁸.

Weitere realitätsferne Annahmen sind eine konstante, gleich große Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und gleich große Geldmultiplikatoren in den am Wechselkursverbund beteiligten Ländern sowie die Hypothese, daß hauptsächlich Währungssubstitutionen der Grund für die monetäre Interdependenz der drei Länder USA, Japan und Deutschland seien. Auch das Problem der importierten Inflation bei festen Wechselkursen sowie speziell der Einfluß von Inflationsunterschieden als Ursache einer Wechselkursänderung wird bei *McKinnon* nicht hinreichend berücksichtigt.

5. Europäische Perspektive

Letztlich ist aber der *McKinnon*-Vorschlag einer geldpolitischen Kooperation insbesondere für Deutschland aus institutionellen Gründen nicht akzeptabel, denn er ist weder mit der im Bundesbankgesetz garantierten Autonomie der Deutschen Bundesbank noch mit dem Wechselkurs- und

²⁷ Vgl. dazu grundlegend *Mundell* (1968), Chapter 16.

²⁸ Vgl. *Spinelli* (1983), S. 773 ff.

Interventionsmechanismus des Europäischen Währungssystems (EWS) vereinbar²⁹.

Die Deutsche Bundesbank hätte im *McKinnon*-System einen beispielsweise in Aufwertung befindlichen US-Dollar durch Dollarverkäufe gegen D-Mark auf dem Devisenmarkt zu stabilisieren. Diese Interventionspolitik ist jedoch wegen des EWS-Wechselkursmechanismus nicht erfolgreich durchzuführen, denn der mit der Intervention steigende Kurs der D-Mark würde im EWS-Wechselkursmechanismus Konsequenzen haben. Sobald nämlich die D-Mark den oberen Interventionspunkt im EWS erreicht, müßten obligatorische Interventionen durchgeführt werden (D-Mark-Verkäufe gegen EWS-Währung). Diese EWS-Interventionen würden die Wirkungen der zuvor von der Deutschen Bundesbank getätigten Dollarverkäufe kompensieren und so die kontraktive deutsche Geldpolitik konterkarieren. Entsprechend analoge Effekte mit umgekehrtem Vorzeichen ergäben sich im Falle eines in Abwertung befindlichen US-Dollar.

Schon aus diesen Gründen erscheint es zweifelhaft, daß Deutschland an dem *McKinnon*-System teilnehmen wird. Die D-Mark müßte bei einer Teilnahme an diesem System aufgrund der Unvereinbarkeit mit dem institutionell festgelegten europäischen Wechselkurs- und Interventionsmechanismus aus dem Europäischen Währungssystem austreten. Dieser Schritt ist ganz offensichtlich weder beabsichtigt noch sinnvoll, und er würde die Ziele der europäischen Währungsintegration nachhaltig schädigen. Die Träger der gemeinsamen europäischen Währungspolitik werden ein insgesamt gut funktionierendes und ausbaufähiges Europäisches Währungssystem weder opfern noch umgestalten wollen, um einige vermeintliche Vorteile eines *McKinnon*-Standards zu erzielen. Das EWS ist unter anderem auch deshalb gegründet worden, um sich in einer europäischen Zone der monetären Stabilität möglichst vom US-Dollar abzukoppeln. Diese europäische Position wird auch durch das vielfach bekundete Beibehalten von flexiblen Wechselkursen gegenüber dem US-Dollar und dem Yen hinreichend deutlich.

Das New Yorker Treffen der Finanzminister und Notenbankchefs der fünf führenden Industrieländer im September 1985 leitete eine sichtbare Wende ein zu einer „geordneten“ Aufwertung der wichtigsten Währungen gegenüber dem US-Dollar durch konzertierte Devisenmarktinterventionen der Notenbanken. Diese Wende wird allerdings nicht zu einer mechanistischen Kooperation und zu einem Verzicht auf die geld- und währungspolitische

²⁹ Hingegen behauptet *McKinnon*: "Preexisting monetary agreements or exchange rate pacts, such as Germany's membership in the European Monetary System, are not contravened." *McKinnon* (1984), S. 72.

Autonomie der Notenbanken führen, wie es *McKinnon* vorschlägt. Internationale monetäre Kooperation, ad-hoc und informell, wird jedoch weiterhin bei flexiblen Wechselkursen notwendig sein, um „orderly market conditions“ auf den Devisenmärkten aufrechtzuerhalten.

Literaturverzeichnis

Bloomfield, A. I., (1959): *Monetary Policy Under the International Gold Standard 1880 - 1914*, New York. – *Bofinger*, P., (1985): Stabilitätsgerechte Festkurssysteme, in: *Kredit und Kapital*, Heft 2, S. 173 ff. – *Brittain*, B., (1981): International Currency Substitution and the Apparent Instability of Velocity in Some Western European Economies and in the United States, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 13, S. 135 ff. – *Brunner*, K., (1984): Monetary Policy and Monetary Order, in: *Außenwirtschaft*, S. 187 ff. – *Dornbusch*, R., (1983): Flexible Exchange Rates and Interdependence, in: *IMF Staff Papers*, Vol. 30, No. 1, S. 3 ff. – *Giersch*, H., (1983): Beschäftigung, Stabilität, Wachstum – wer trägt die Verantwortung? in: ders. (Hrsg.), *Wie es zu schaffen ist, Agenda für die deutsche Wirtschaftspolitik*, Stuttgart, S. 21 ff. – *Hasse*, R., (1984): *Multiple Währungsreserven*, Stuttgart. – *Gutowski*, A., (1985): Internationale Währungsordnung und weltwirtschaftliche Entwicklung, in: H. *Giersch* (Hrsg.), *Probleme und Perspektiven der weltwirtschaftlichen Entwicklung*, Berlin, S. 307 ff. – *Henderson*, D. W., (1982): The Role of Intervention Policy in Open Economy Financial Policy: A Macroeconomic Perspective, Washington. – *Jurgensen*, P., (1984): Bericht der Arbeitsgruppe über Interventionen an den Devisenmärkten, in: W. *Ehrlicher*, R. *Richter* (Hrsg.), *Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken*, Berlin, S. 83 ff. – *Krause*, L. B., (1975): Comments and Discussion, in: *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 3, S. 546 ff. – *Lindert*, P. H., (1969): *Key Currencies and Gold 1900 - 1913*, Princeton, N.J. – *Lutz*, F., (1935): *Goldwährung und Wirtschaftsordnung*, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 41, S. 224 ff. – *McKinnon*, R. I., (1982): Currency Substitution and Instability in the World Dollar Standard, in: *American Economic Review*, Vol. 72, No. 3, S. 320 ff. – *McKinnon*, R. I., (1983): Dollar Overvaluation Against the Yen and Mark in 1983: How to Coordinate Central Bank Policies, in: *Außenwirtschaft*, Heft 4, S. 357 ff. – *McKinnon*, R. I., (1984): *An International Standard for Monetary Stabilization*, (Institute for International Economics), Washington D.C. – *Miles*, M. A., (1978): Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, and Monetary Independence, in: *American Economic Review*, Vol. 68, S. 428 ff. – *Müller*, B., (1984): Der Jurgensen-Bericht: Eine Stellungnahme, in: W. *Ehrlicher*, R. *Richter* (Hrsg.), *Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken*, Berlin, S. 65 ff. – *Mundell*, R. A., (1968): *International Economics*, New York. – *Roosa*, R. V., (1984): Target Zones: Successor to the Gold – Dollar Standard?, in: W. *Engels*, A. *Gutowski*, W. *Guth* (Hrsg.), *Internationale Kapitalbewegung, Verschuldung und Währungssystem*, Mainz, S. 313 ff. – *Scharrer*, H.-E., (1985): Internationalisierung der Geldpolitik, Eine Beurteilung des McKinnon-Ansatzes aus der Sicht der Bundesrepublik Deutschland, in: W. *Filc*, C. *Köhler* (Hrsg.), *Stabilisierung des Währungssystems*, Berlin, S. 235 ff. – *Schiemann*, J., (1980): *Die deutsche Währung in der Weltwirtschaftskrise 1929 - 1933*, Bern / Stuttgart. – *Spinelli*, F., (1983): Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, and the Case for International Monetary Cooperation, in: *IMF Staff Papers*, Vol. 30, S. 755 ff. – *Triffin*, R., (1969): *The Myth and Realities of the so-called*

Gold Standard, in: R. N. Cooper (ed.), *International Finance*, Harmondsworth, S. 38ff.

Zusammenfassung

Wechselkursstabilisierung durch internationale geldpolitische Kooperation. Kritische Anmerkungen zum McKinnon-Vorschlag

McKinnon beabsichtigt mit seinem „International Standard for Monetary Stabilization“ über die Steuerung des Weltgeldangebots die Wechselkurse der an einem Festkurssystem mit Zielzonen beteiligten Länder (USA, Japan, Deutschland) inflationsfrei zu stabilisieren. Durch koordinierte unsterilisierte Devisenmarktinterventionen und symmetrisch wirksame Geldmengeneffekte hofft McKinnon, daß bei einer rein außenwirtschaftlich orientierten Geldmengenpolitik die Zinsniveaudifferenzen den notwendigen Impuls für die Stabilisierung der Wechselkurse ermöglichen.

Zahlreiche kritische Einwände lassen dieses vorgeschlagene Festkurssystem als wenig realisierungswürdig erscheinen. Wie gezeigt werden kann, sind bei Verzicht auf monetäre Autonomie weder die wirklichkeitsfernen Funktions- und Interventionsbedingungen noch die institutionelle Ausgestaltung dieses Systems mit praktikablen Sanktionsmechanismen geeignet, feste Wechselkurse inflationsfrei zu gewähren. Im übrigen ist das McKinnon-System mit dem Wechselkurs- und Interventionsmechanismus des Europäischen Währungssystems (EWS) unvereinbar.

Summary

Stabilising Exchange Rates via International Monetary Cooperation. Critical remarks on the McKinnon proposal

In his „International Standard for Monetary Stabilization“ *McKinnon* proposes a non-inflationary stabilisation of the exchange rates participating in a fixed-exchange-rate system with target zones (USA, Japan and Germany) by means of controlling the world money supply. Via coordinated and unsterilised exchange market interventions and symmetrical monetary effects *McKinnon* hopes that with a purely externally oriented money supply policy the differences in interest rate levels will provide the impulse needed for the stabilisation of exchange rates.

Numerous critical objections indicate that such a fixed-exchange-rate system is not particularly recommendable. As can be shown, in the event of a renunciation of monetary autonomy neither the unrealistic functional and intervention conditions nor the institutional provision of this system with practicable sanctionary mechanisms are able to bring about non-inflationary fixed exchange rates. Furthermore, the *McKinnon* system is incompatible with the exchange rate and intervention mechanism of the European Monetary System (EMS).

Résumé**Stabilisation des taux de change grâce à une coopération internationale en matière de politique monétaire. Remarques critiques au sujet de la proposition de McKinnon**

Avec son „International Standard for Monetary Stabilization“, *McKinnon* a l'intention de stabiliser sans inflation les taux de change des pays participant à un système des taux fixes visant des zones de destination bien précises (USA, Japon, Allemagne), le tout à l'aide du contrôle de l'offre monétaire mondiale. Grâce à des interventions coordonnées et non stérilisées sur le marché des devises et à des effets symétriques sur la masse monétaire, *McKinnon* espère que pour une politique monétaire s'orientant exclusivement sur l'économie extérieure, les différences du niveau des intérêts permettront d'obtenir les impulsions nécessaires pour la stabilisation des taux de change.

De nombreuses objections critiques font que ce système des taux fixes paraît peu digne de réalisation. Comme il est possible de le démontrer, en renonçant à l'autonomie monétaire, ni les conditions de fonctionnement et d'intervention peu réalistes, ni les mécanismes de sanction applicables dont est équipé ce système ne sont de nature à permettre des taux de change fixes sans inflation. Par ailleurs, le système *McKinnon* est incompatible avec le mécanisme des taux et des interventions du système monétaire européen.