

Feste oder freie Wechselkurse?

Das Scheitern einer unvollkommenen Weltwährung

Üblicherweise werden die Fragen der internationalen Währungsordnung vom Standpunkt einer beteiligten Volkswirtschaft aus betrachtet. Hier wird der Versuch gemacht, sie von der Weltwirtschaft her, also gewissermaßen aus dem Weltraum auf die Erde schauend zu erfassen. Dadurch wird es möglich, die Vorzüge fester Wechselkurse ebenso klar zu erfassen, wie die Bedingungen ihrer Funktionsfähigkeit. Vor allem aber wird von diesem Blickpunkt her, die Übersicht über die internationale Währungsordnung erleichtert. Man bekommt ihre internationalen Aspekte unmittelbar in den Blick und nicht nur ihre Auswirkungen innerhalb der heimischen Volkswirtschaft.

Feste Wechselkurse verbinden nationale Währungen so miteinander, dass daraus gewissermaßen eine gemeinsame Weltwährung entsteht. Bei freier Konvertibilität und festen Wertrelationen zwischen den nationalen Zahlungsmitteln kann sich der internationale Handels- und Kapitalverkehr praktisch genauso entfalten, als ob ihm ein einheitliches, überall mit gleichem Wert geltendes Weltzahlungsmittel zur Verfügung stünde.

Dieser Als-ob-Effekt hat interessante Ursachen. Er beruht darauf, dass das ideale System fester Wechselkurse (es ist hier an die strengste Form gedacht; das Bretton-Woods-Abkommen wird später erörtert) dem Geld teilweise seinen nationalen Charakter nimmt und ihm einen supranationalen Charakter gibt. Welcher Teil des Phänomens Geld internationalisiert ist, wird deutlich, wenn man sich die drei Funktionen des Geldes – Wertmaßstab, Tauschmittel und Wertaufbewahrungsmittel zu sein – vergegenwärtigt. Durch feste Wechselkurse wird der Wert des Geldes nicht nur international anerkannt, sondern auch zum Wert anderer Währungen in eine bestimmte, unveränderliche Beziehung gesetzt. Er wird damit zum Gegenstand supranationalen Interesses; ein Recht einseitiger nationaler Gestaltung des Geldwertes gibt es nicht mehr, denn es müsste Auf- oder Abwertungen zur Folge haben. Auch die Tauschmittelfunktion erfährt eine wichtige Erweiterung: Ein nationales Geldstück kann zwar in einer anderen Volkswirtschaft nicht als gesetzliches Zahlungsmittel Tauschmittelfunktionen erfüllen. Aber bei freier Konvertibilität gewährleistet die Ankaufspflicht der Notenbanken die Verwandlung jedes Geldstückes in ein solches der gewünschten Nationalität. Jedes nationale gesetzliche Zahlungsmittel ist also mittelbar gesetzliches Weltzahlungsmittel. Dabei bleibt die Tauschmittelfunktion des Geldes voll in der nationalen Gestaltungszuständigkeit (Aussehen und Stückelung der Geldzeichen etc.).

Bei freier Konvertibilität werden also die nationalen Währungen durch feste Wechselkurse zu einem System zusammengeschlossen, das wesentliche Funktionen einer vollkommenen Weltwährung erfüllt. Damit wird verständlich, warum die festen Wechselkurse in Außenhandels- und Bankkreisen immer wieder engagierte Fürsprecher finden. Insoweit die nationalen Währungen kraft des Zusammenschlusses die Funktion einer Weltwährung bereits erfüllen, sind sie nicht mehr im vollen Sinne *national*, sondern integraler Bestandteil der (unvollkommenen) Weltwährung. Nur insoweit die Weltwährung noch eine unvollkommene ist, sind die einzelnen Währungen noch wirklich national. Es gibt also bei festen Wechselkursen weder vollkommen nationale Währungen, noch eine vollkommene Weltwährung. Das muss man sich ins Bewusstsein rufen, wenn in der folgenden Untersuchung von »nationaler Währung« oder »Weltwährung« die Rede ist.

Die Untersuchung soll die Frage der Funktionsfähigkeit dieser eigenartigen, zugleich nationalen und supranationalen Währung klären. Zweifel an der Funktionsfähigkeit werden nicht nur durch die konkreten währungspolitischen Erfahrungen der Nachkriegszeit begründet, sondern auch durch die einfache Überlegung, dass dem supranationalen Element unserer Währung doch wohl eine supranationale Währungsbehörde als regulierende Instanz zugeordnet sein müsste. Wir haben aber nur nationale Währungsbehörden, als wären unsere Währungen rein nationaler Natur. Es kommt hinzu, dass diese nationalen Währungsbehörden ganz unterschiedliche wirtschaftspolitische Ziele verfolgen und über sehr unterschiedliche währungspolitische Instrumentarien verfügen.

Dabei nimmt der internationale Zahlungsverkehr und mit ihm die Bedeutung der supranationalen Eigenschaften unserer Währung ständig zu. Die Waren- und Kapitalmärkte sind nicht mehr national in sich abgeschlossen. Sie sind infolge weitgehender Freiheit des internationalen Waren- und Kapitalverkehrs bereits so sehr miteinander verflochten, dass sie sich nicht mehr unabhängig voneinander entwickeln können, sondern schon so sehr ein einheitlicher Weltwaren- und -kapitalmarkt geworden sind, dass ganz deutlich internationale Preis-, Zins- und Konjunkturzusammenhänge bestehen. Eine vollkommen einheitliche Weltwirtschaft ist noch nicht entstanden. Die Volkswirtschaften sind noch immer voneinander abgrenzbar. Die moderne Wirtschaft ist also gleichzeitig noch Nationalwirtschaft und schon (ziemlich stark) Weltwirtschaft. – Wie jede Arbeitsteilung, so kann auch die internationale Arbeitsteilung nur entstehen, wenn ein einigermaßen funktionsfähiges Zirkulationssystem für Ware und Geld bereits vorhanden ist. Zweifellos wäre eine einheitlich gesteuerte, vollkommene Weltwährung eine ideale Voraussetzung für die weitere Integration der Volkswirtschaften zur Weltwirtschaft. Vorerst ist aber auch die Währungsordnung noch in

einem eigenartigen Übergangszustand von national und supranational. Je funktionsfähiger ihre supranationale Seite ist, umso besser kann sie ihre Schrittmacherrolle für die internationale Arbeitsteilung, also die Integration der Waren- und Kapitalmärkte zur Weltwirtschaft erfüllen.

Die Frage der Funktionsfähigkeit einer Weltwährung, die nicht von einer zentralen Weltnotenbank, sondern nur von nationalen Notenbanken gesteuert wird, kann folgendes Gedankenexperiment klären helfen: Man setze an die Stelle der Weltwirtschaft eine gut integrierte Volkswirtschaft, also z. B. die der Bundesrepublik Deutschland. Dementsprechend träte an die Stelle der Weltwährung die Deutsche Mark. Diese beiden Annahmen haben zur Folge, dass unser Modell eine vollintegrierte Weltwirtschaft und eine vollkommene Weltwährung simuliert; es greift insofern der Wirklichkeit voraus, hebt aus ihr aber gerade diejenige Seite hervor, auf deren Betrachtung es uns ankommt. Analog zum Fehlen einer Welt-Notenbank ist die Bundesbank als nicht existent zu betrachten; die Steuerung der Währung – ist zu denken – liegt in den Händen der elf Landeszentralbanken. Der Vergleich stimmt aber erst dann, wenn man hinzunimmt, dass jede der elf Landeszentralbanken eine eigene Währungs- und Konjunkturpolitik betreibt – ausgerichtet nach den Bedürfnissen des jeweiligen Bundeslandes und nach den dort herrschenden wirtschaftspolitischen Anschauungen. Jede Landeszentralbank würde also eine andere Diskontpolitik, Mindestreservpolitik, Offenmarktpolitik usw. usw. betreiben. Selbst bei zufällig gleichen wirtschaftspolitischen Zielen würden sie währungspolitisch oft unterschiedlich agieren, weil ihr Instrumentarium nicht gleich wäre.

Als währungspolitisches Ergebnis einer solchen Notenbankorganisation ist vorauszusehen: Die Auswirkungen der Politik einer Landeszentralbank bleiben nicht auf ihr Wirtschaftsgebiet beschränkt, sondern erstrecken sich auf das ganze Bundesgebiet – weil es sich um ein völlig integriertes Wirtschaftsgebiet handelt, in dem nicht nur das Bankensystem, sondern auch viele Industrie- und Handelsbetriebe überregionale Beziehungen haben und nach bundeseinheitlichen Gesichtspunkten geführt werden. Ebenso wirkt in das offene Wirtschaftsgebiet dieser Landeszentralbank die Währungspolitik der zehn anderen Landeszentralbanken hinein. Wenn elf unabhängige Notenbanken in der Bundesrepublik die Deutsche Mark steuern würden, würde die Politik jeder einzelnen von ihnen ständig durch die Politik der übrigen zehn relativiert. Das Gesamtergebnis der unkoordinierten Währungspolitik elf voneinander unabhängiger Landeszentralbanken im Währungsgebiet der Deutschen Mark könnte immer nur ein höchst zufälliges, ungewolltes und unbefriedigendes sein.

Zweifellos ließe sich durch Kooperation der Notenbanken eine Verbesserung erzielen. Für die internationalen Währungsverhältnisse wird immer

wieder gefordert, die nationalen Notenbanken sollten ihre Politik aufeinander abstimmen. Jeder Schritt in dieser Richtung ist sicher ein Fortschritt. Aber man muss bezweifeln, dass auf diesem Wege das Problem der Steuerung der Weltwährung befriedigend zu lösen wäre. Kooperative Koordination kann nur erfolgreich sein, wenn keine regionalen Interessenbindungen und keine Verpflichtungen bestehen, der regionalen Wirtschaft zu dienen. Unser Gedankenexperiment beweist, dass der Versuch, regionalen Wirtschaftsbedingungen währungspolitisch gerecht zu werden, bei vollintegrierter Wirtschaft und einheitlicher Währung von vornherein zum Scheitern verurteilt ist. Solche Versuche können nur in währungspolitische Chaos führen. Sie werden aber unter dem Druck regionaler Interessen immer wieder gemacht werden, wo der institutionelle Nebel dafür in Gestalt voneinander unabhängiger regionaler Notenbanken vorhanden ist. Die bloße Verpflichtung der Notenbanken zur Selbstkoordination ist gegenüber elementaren wirtschaftlichen Regionalinteressen ziemlich machtlos. Wo eine hundert prozentig koordinierte Politik ohne Rücksicht auf echte oder vermeintliche Regionalbedürfnisse gewollt wird, wird man sie stets durch eine einzige Zentralbank – wie die Bundesbank – zu sichern suchen. Die regionalen Notenbanken können dann nicht mehr sein als völlig weisungsabhängige Zweigstellen der Zentralbank.

Der Unterschied zwischen dem Weltwährungssystem und dem Modell einer von elf Landeszentralbanken manipulierten Deutschen Mark besteht darin, dass in der heutigen internationalen Wirklichkeit kein einheitliches Zahlungsmittel besteht. Die Weltwährung tritt in jedem Land durch ein anderes Zahlungsmittel in Erscheinung, und jede Notenbank beherrscht nur ihr nationales Zahlungsmittel. Man darf sich dadurch nicht über die Effekte der Einheit der Weltwirtschaft (die durch Freihandel und freie Konvertibilität entstanden ist) und der Einheitswährung (begründet durch feste Wechselkurse) hinwegtäuschen lassen. Die Einheitswährung tritt nur in einheitlichem Geldwert in Erscheinung, nicht in einem einheitlichen Zahlungsmittel. Die Realität des einheitlichen Geldwertes erweist sich in seiner Reaktion auf Zahlungsmittelvermehrungen oder -verminderungen, die in einem Land stattfinden. Sie setzen Geld- und Warenströme über die Grenzen hinweg in Gang, die zu entsprechenden Zahlungsmittelvermehrungen oder -verminderungen in allen anderen Ländern führen; diese Vorgänge sind bekannt als sog. »importierte Inflationen und Deflationen«. Sie sind dem ungeübten Blick insbesondere dadurch entzogen, dass sich viele solche Vorgänge gleichzeitig vollziehen, sich überlagern und zum erheblichen Teil gegenseitig aufheben. Sie können aber an den Grenzen (bei Freihandel und freier Konvertibilität) nicht aufgehalten werden; insbesondere muss man sich ganz klar machen, dass auch das dickste Devisenpolster (sog. Wäh-

rungsreserve) einer Notenbank die Einflüsse ausländischer Zahlungsmittelvermehrungen oder -verminderungen in keiner Weise abfangen, aufstauen oder hinauszögern kann!

Die andrängenden ausländischen Zahlungsmittel können zwar nicht im Inland als Zahlungsmittel mitzirkulieren; aber im System fester Wechselkurse ist die Bundesbank verpflichtet, sie unbegrenzt gegen Deutsche Mark anzukaufen. Die angekauften ausländischen Zahlungsmittel vergrößern die Devisenreserve der Notenbank, die dafür hergegebenen Deutschen Mark mit inflationären Effekten das Zahlungsmittelvolumen im Inland. Entsprechend führen deflationäre Zahlungsmittelverminderungen im Ausland zum Abfluss von Devisen und zum deflationär wirkenden Rückfluss von Deutscher Mark zur Notenbank. – Es steht auf einem anderen Blatt, dass die Notenbanken, nachdem sie an den geschilderten automatischen Zahlungsmittelvermehrungen und -verminderungen mitgewirkt haben (erzwungene Offenmarktoperationen), unter Umständen in der Lage sind, durch den Einsatz anderer Instrumente kompensatorische Verminderungen bzw. Vermehrungen der inländischen Zahlungsmittel vorzunehmen. Es sind immer nur Kompensationen der Auswirkungen der Politik anderer Notenbanken, nie unmittelbare Abwehrmaßnahmen gegen diese Einwirkungen.

Außerdem legt die Notenbank mit solchen kompensatorischen Maßnahmen einen Anpassungsmechanismus lahm, der zum Ausgleich der Zahlungsbilanz führen würde. Wenn sie versucht, einen internationalen inflationären oder deflationären Trend von der eigenen Währung fernzuhalten, hat das ein fundamentales Ungleichgewicht der Zahlungsbilanz und entsprechende internationale Schwierigkeiten zur Folge. Das einem System fester Wechselkurse konforme Notenbankverhalten ist eine Steuerung des nationalen Geldwertes, die zum Zahlungsbilanzausgleich führt – sog. zahlungsbilanzkonformes Notenbankverhalten. Das bedeutet, dass bei internationaler inflationärer Geldvermehrung das heimische Zahlungsmittelvolumen im selben Maße inflationär zu vermehren ist. Wenn sich der Wert der ausländischen Währungen verschlechtert, muss der Wert der eigenen Währung im selben Maße verschlechtert werden, damit die einmal festgelegte Wertrelation – der feste Wechselkurs – erhalten bleibt. Selbstverständlich ist aus denselben Gründen der eigene Geldwert zu steigern (Konjunkturdrosselung), wenn sich international gerade ein deflationärer Trend durchsetzt. Darin kommt – wie schon erwähnt – zum Ausdruck, dass der Geldwert bei einem System fester Wechselkurse (solange es nicht durch Auf- oder Abwertungen durchbrochen wird) letztlich international bestimmt wird. Er wird aber nicht bewusst international gesteuert; bestimmend ist die jeweilige internationale Tendenz der Geldwertentwicklung, und diese ist das ungewollte und nicht exakt vorhersehbare Resultat der vielfältigen

Überlagerungen der internationalen Auswirkungen währungspolitischer Maßnahmen vieler nationaler Notenbanken. Wenn Auf- und Abwertungen ganz ausgeschlossen sind, besteht für jede Notenbank ein elementarer Zwang zu langfristig einigermaßen zahlungsbilanzkonformer Geldwertpolitik.

Ein System starrer Wechselkurse unterscheidet sich also insofern nicht wesentlich von dem Beispiel einer von elf Landeszentralbanken manipulierten Deutschen Mark, als die nationalen Notenbanken den Wert ihres Geldes nur immer kurzfristig und geringfügig unabhängig vom internationalen Trend gestalten können, Dieser Spielraum wird mit zunehmender Integration der Weltwirtschaft immer enger, weil damit die Geldströme über die nationalen Grenzen stärker werden. Die an unserem gedachten Modell abgelesenen organisatorischen Konsequenzen müssten daher für die Weltwährung im selben Umfang wie für die Deutsche Mark gezogen werden.

Unser Experiment offenbart nicht nur die ungenügende Organisation des internationalen Währungssystems, sondern es macht zugleich sichtbar, dass die ihm angeschlossenen nationalen Währungsordnungen an dem Widerspruch leiden, mit nationaler Organisation und Politik eine Währung steuern zu wollen, die nur scheinbar eine nationale, in Wahrheit aber eine Weltwährung ist, die gleichzeitig von allen anderen Notenbanken mitgesteuert wird. Damit ist erklärt, warum nicht nur die internationalen Währungsbeziehungen unbefriedigend funktionieren, sondern auch eine befriedigende Steuerung der (scheinbar) nationalen Währung nicht gelingt.

Währungspolitisch ist dieser Zustand unvertretbar. Entweder muss der infolge fester Wechselkurse bestehenden Weltwährung eine Weltzentralbank mit unbeschränkter Weisungsbefugnis gegenüber den nationalen Notenbanken zugeordnet werden, oder müssen die festen Wechselkurse und mit ihr die («unvollkommene») Weltwährung aufgegeben werden zugunsten flexibler Wechselkurse, d. h. voneinander unabhängiger («vollkommener») nationaler Währungen, die unter dem ausschließlichen Einfluss der jeweiligen nationalen Währungsbehörden stehen.

Eine unbeschränkt weisungsbefugte Weltzentralbank ist wohl eine unrealisierbare Utopie, weil die wirtschaftspolitisch relevante Öffentlichkeit noch immer zu wenig weltwirtschaftlich denkt, die Bedeutung der regionalen Unterschiede der Wirtschaftsentwicklung überschätzt und die Schrittmacherfunktion eines funktionsfähigen Währungssystems für die internationale Arbeitsteilung noch nicht genügend erkannt hat. Die mühsamen Verhandlungen wegen einer einheitlichen EWG-Währung zeigen das sehr deutlich. Was im Rahmen der EWG aber wohl dennoch gelingen wird, wird für die Weltwirtschaft in absehbarer Zeit nicht zu erreichen sein. Vorerst

bleibt die durch feste Wechselkurse begründete Weltwährung zu gefährlich, zu wenig funktionsfähig – weil sie den Geldwert zu weitgehend dem Zufall anvertraut. Seit die konjunkturpolitische Bedeutung der Geldwertentwicklung bekannt ist, ist es unverantwortlich, sie dem geringsten Zufall zu überlassen; sie muss exakt steuerbar sein. Deshalb ist der baldige Abschied von den festen Wechselkursen und damit vom Traum der Weltwährung unvermeidlich. Größere Realisierungschancen als die Forderung nach einer Weltzentralbank hat die Forderung nach völliger Freigabe der Wechselkurse, obwohl maßgebende Kreise von einem System flexibler Wechselkurse (dessen Funktionsfähigkeit im Rahmen dieser Arbeit nicht nachgewiesen werden kann) zu Unrecht noch immer Unsicherheit und desintegrierende Auswirkungen auf die Weltwirtschaft befürchten. Marktgerechte Wechselkurse bewirken einen automatischen Ausgleich der Zahlungsbilanz; sie befreien also die Notenbanken von dem Zwang zu zahlungsbilanzkonformer Geldwertpolitik und ermöglichen ihnen, eine konjunkturgerechte Geldwertpolitik zu betreiben. In dem Maße, wie ihnen die Konjunkturstabilisierung allgemein gelingt, werden auch die Geldwertrelationen, also die freien Wechselkurse ziemlich stabil werden. Dem Welthandel dienen stabile freie Kurse so gut wie stabile feste Kurse.

So oder so – feste oder freie Wechselkurse – jedenfalls müssen Währung und Währungsgebiet einerseits und Notenbankorganisation und -verantwortung andererseits zur Deckung gebracht werden. Eines muss an das andere angepasst werden. Man kommt um die Entscheidung nicht herum, entweder der Maxime »eine Währung, eine Notenbank« oder der Maxime »jeder Notenbank ihre eigene Währung« zu folgen.

Wie steht das Abkommen von Bretton Woods (vom 25. Dez. 1945 – BGBl. 1952 II, S. 638) zu diesen Maximen? In der wirtschaftspolitischen Diskussion erscheint es fast immer als der Garant eines Systems fester Wechselkurse. Wenn das richtig wäre, müsste man diejenigen, die es ausgehandelt haben, der Inkonsequenz bezichtigen, eine Weltwährung ohne Weltzentralbank geschaffen zu haben. Bei näherem Zusehen zeigt es sich, dass dieser Vorwurf nicht gerechtfertigt ist. Das Abkommen folgt eindeutig der Maxime »jeder Notenbank ihre eigene Währung«. Es sieht zwar feste und nicht flexible Wechselkurse vor. Aber die festen Kurse sind nicht als möglichst unveränderlich gedacht. Kursänderungen sind immer erlaubt, wenn die Zahlungsbilanz ein fundamentales Ungleichgewicht aufweist (Art. IV Abschnitt 5f) und zwar in der Richtung und in dem Maße, in dem sich auch flexible Kurse bewegen würden.

Das Abkommen hat also nicht ein System unveränderlich fester Kurse, sondern die sog. »Stufenflexibilität« geschaffen durch genaue Regeln für die Neufestsetzung einzelner Kurse, sobald ein Bedürfnis danach besteht.

Es hat damit die nationalen Währungen einer national bestimmten Steuerung überlassen, also auf die Schaffung einer Quasi-Weltwährung durch starre Kurse verzichtet. Konsequenterweise enthält es das Verbot, Wechselkursänderungen wegen einer vorausgegangenen nationalen Politik, die ein Ungleichgewicht der Zahlungsbilanz verursacht hat, zu verhindern (Art. IV Abschnitt 5f). Das Abkommen ermöglicht also auch eine solche nationale Steuerung der Währung, die auf internationale Zusammenhänge keine Rücksicht nimmt und dadurch zu Ungleichgewichten der Zahlungsbilanz führt, die zu Auf- oder Abwertungen nötigen. Die nationalen Währungsbehörden können sich verhalten, als ob ganz flexible Wechselkurse bestünden. Sie können konjunkturgerechte Geldwertpolitik betreiben.

De jure besteht also das oben geschilderte Problem einer Weltwährung ohne Weltzentralbank nicht. De facto müssen wir aber ständig mit ihm und den leidigen Konsequenzen seiner Ungelöstheit leben. Denn der Weltöffentlichkeit ist die seit Bretton Woods bestehende Rechtslage nicht bewusst. Sie drängt auf Zementierung der Wechselkurse, sieht in jeder Auf- und Abwertung einen Sündenfall und fordert. Länder, die eine Währungspolitik treiben, die Ungleichgewichte der Zahlungsbilanz zur Folge hat, an die internationale Kandare zu nehmen. Das währungspolitische Umdenken von festen zu flexiblen Wechselkursen hat noch nicht überall stattgefunden. Es ist noch zu leisten.

Die Bundesrepublik hat jetzt ein zweitesmal freie Wechselkurse als Übergangsmaßnahme eingeführt. Diesmal von vornherein für eine längere Zeit als im Herbst 1969. Starke politische Kräfte drängen darauf, sie dauernd beizubehalten. Ob das politisch durchsetzbar sein wird, wird nicht zuletzt davon abhängen, wie rasch die Weltöffentlichkeit lernen wird, in den währungspolitischen Fragen umzudenken. Mehr als viele Worte und noch so anschauliche Darstellungen der Problematik fester Wechselkurse ohne Weltzentralbank wird die politische Bewährung freier Wechselkurse bewirken. Wenn sie in der Lage sind, Krisen zu überwinden, die bei festen Wechselkursen entstanden sind, werden sich schließlich viele davon überzeugen lassen, dass sie solche Krisen auch auf Dauer vermeiden helfen könnten.

Es scheint bei konsequent freiheitlicher Wirtschaftspolitik möglich, einen Dirigismus nach dem anderen abzubauen. Per Wiedergewinnung der Freiheit der Binnenmärkte folgte die Liberalisierung des Außenhandels durch den Abbau der Zölle und Kontingente. Parallel mit der Befreiung der Warenmärkte ging – oft mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung – die Befreiung der Geld- und Kapitalmärkte bis hin zur Freigabe der Zinsen und zur freien Konvertibilität. Je umfassender der wiedergewonnene Freiheitsraum umso deutlicher werden bestimmte verbliebene Dirigismen empfunden, z. B. zur Zeit die starren Wechselkurse. Wenn es bei freien Wechsel-

kursen auf Dauer bleibt, werden andere noch verbliebene Dirigismen deutlicher als bisher in ihren schädlichen Wirkungen erkennbar werden. Insbesondere ist damit zu rechnen, dass die Couponsteuer für ausländische Kapitalanleger bald wieder heftig angegriffen werden wird.

Mittelfristig wird jedoch ein weit schwierigeres Problem zum Bewusstsein der wirtschaftspolitisch interessierten Öffentlichkeit kommen: In den Bewegungen der freien Wechselkurse wird sich die Einflussnahme spiegeln, die die nationalen Notenbanken auf das Zinsniveau in ihren Ländern nehmen. Das internationale Kapital wird mindestens so stark wie bisher in die Länder mit relativ höheren Zinsen strömen. Zwar wird die Änderungsrate der freien Wechselkurse die Zinsdifferenzen zwischen den Ländern zum Teil kompensieren, aber indem sie dies tut, entfernt sich der Wechselkurs von der Kaufkraftparität. Das bedeutet, dass die Geld- und Kapitalströme keine rein »nominelle« Angelegenheit bleiben – sie ziehen entsprechende Warenströme nach sich. Das ist neu! Bei festen Wechselkursen bewirkte ein Kapitalimportüberschuss einen Zahlungsbilanzüberschuss und damit war Schluss. Freie Wechselkurse führen zum automatischen Zahlungsbilanzausgleich, d.h. der Kapitalimportüberschuss (Dollarangebot) wird durch Verbilligung ausländischer Waren (Aufwertungseffekt) und entsprechende Warenimportüberschüsse eine güterwirtschaftliche »Realität«. Differenzen der nationalen Zinsniveaus haben Auf- bzw. Abwertungseffekte.

Die langjährige kanadische Praxis freier Wechselkurse ist daran zugrunde gegangen, dass man nach der Freigabe der Wechselkurse nicht den nächsten Schritt schaffte: das Zinsniveau den Marktkräften zu überlassen. Nach den Regeln traditioneller Notenbankpolitik strebte Kanada mit hohen Diskontsätzen nach einem stabilen Geldwert. Es erreichte dieses Ziel um den Preis einer stagnierenden Konjunktur und drückender Kapital- und Warenimporte. Die in ihrer Entfaltung gehinderten kanadischen Firmen wurden von US-Kapitalisten billigst aufgekauft.

Freie Wechselkurse werden eine nationale Steuerung des Geldwertes und der Konjunktur ermöglichen. Die Macht der Notenbank wird gewaltig steigen. Wenn sie den Einfluss, den ihr das heutige Notenbankinstrumentarium auf das Zinsniveau gibt, nutzt, dann wird jede Zinserhöhung nicht nur als solche konjunkturdämpfend wirken, sondern zugleich durch den sie begleitenden Aufwertungseffekt (Exportdrosselung und Importstimulierung). Umgekehrt wird jede Zinsniveau-Ermäßigung durch ihren Abwertungseffekt in ihrer konjunkturfordernden Wirkung verstärkt. Es kann daher für die Konjunktur sehr gefährlich werden, wenn die Notenbank ihren Einfluss auf das Zinsniveau zur Stabilisierung des Geldwertes nutzen wollte. Der Konflikt zwischen Geldwert- und Vollbeschäftigungspolitik wird jedenfalls

sehr deutlich werden, nachdem freie Wechselkurse einen automatischen Zahlungsbilanzausgleich bewirken.

Man darf gespannt sein, wie rasch die Beseitigung des magischen Dreiecks durch Übergabe eines Eckpunktes (Zahlungsbilanzausgleich) an die Marktkräfte und die dadurch bewirkte (verbliebene) Polarität von Geldwert- und Vollbeschäftigungspolitik allgemein ins wirtschaftspolitische Bewusstsein rücken wird.