

Karl Kühne

## Dollar-Elefantiasis

Dollarstrom und internationales Währungssystem

*Dr. Karl Kühne, Jahrgang 1917 aus Bremerhaven, ist seit mehr als anderthalb Jahrzehnten den Lesern der „Gewerkschaftlichen Monatshefte“ durch zahlreiche wirtschaftspolitische Aufsätze bekannt. Kühne war bis 1959 Leiter der Verkehrswirtschaftlichen Abteilung beim Hauptvorstand der Gewerkschaft Öffentliche Dienste, Transport und Verkehr. Seitdem arbeitet er für die Europäische Kommission in Brüssel.*

Bundesbank-Vizepräsident *Emminger* hat das Problem der monetären Relation Deutschland—USA mit dem Bonmot gekennzeichnet, es sei schwer, mit einem Elefanten im Boot zu sitzen. Der italienische Notenbankpräsident *Carli* hat das dahin ergänzt, mit zwei Elefanten — Dollar und D-Mark — kentere man sicherlich: Deshalb sei Italien nicht mit in das Boot des schwankenden Wechselkurses gestiegen.

Was ist nun eigentlich geschehen? Seit Jahren wächst die Flut der „heißen Gelder“, -die quer über den Atlantik hin- und herwandern. Im Eurodollar-Markt bewegten sich Mitte 1970 rund 50 Milliarden Dollar; netto waren es (zieht man die reziproken Bankguthaben ab) über 40. Davon waren 16 von europäischen Banken in den USA angelegt: Jeder Dollar davon schafft also 2,5 andere. Nach den Schätzungen von *Carli* kann sich dieser „Multiplikator“ auch auf 7 erhöhen, und darum rechnen manche Beobachter bis 1973 mit einer Flut von 150 Milliarden „heißen“ Dollars<sup>1</sup>). Es kann also durchaus noch •schlimmer kommen, zumal Milliardenbeträge an liquiden Mitteln allein schon von den großen internationalen öl- und Chemiekonzernen gehalten werden.

Dahinter steht die sozusagen „solidere“ Quelle der Dollarflut, die aus dem „normalen“ Defizit der US-Zahlungsbilanz genährt wird: Wählt man von den verschiedenen Begriffen, die es hier gibt, die *liquidity balance*, so lag dieses Defizit in der ersten Hälfte der sechziger Jahre bei 1,5 bis 2,5 Milliarden jährlich und tendierte seit 1967 über 4 (1969: 7) Milliarden Dollar. Trotz aktiver Handelsbilanz kam dies Defizit zustande aus Militärausgaben, Entwicklungshilfe und Auslandsinvestitionen, um die wichtigsten Posten zu nennen. Neuerdings ist die Handelsbilanz passiv. Und dazu kommt dann das „volatile“ Element der kurzfristigen Kapitalbewegungen.

Das Grundproblem dieses ständigen Ungleichgewichtes können wir hier nicht erörtern. Sicher nährt der Dollarfluß Weltliquidität und Welthandel, führt andererseits aber zu einer Art Weltausverkauf gegen US-Papier und bringt von Zeit zu Zeit die Konjunkturpolitik anderer Länder durcheinander. Das passiert immer dann, wenn sich ein Zinsgefälle zwischen beiden Seiten des Ozeans ergibt. Die USA hatten, um ihre „Mini-Rezession“ zu überwinden, 1970 ihre monetäre Restriktion abgebaut; und nun purzelten dort, beschleunigt seit Mitte 1970, die kurz- gegenüber den langfristigen Zinssätzen auf einen Tiefpunkt von 3,5 % im März (gegen 7,5 ein Jahr vorher), und das US-Zentralbanksystem bekam sie trotz Bemühung im April nicht recht wieder hoch. Das war die „Rücksichtslosigkeit“, die man in Europa den USA übelnimmt: Denn was lag näher, als daß die „heißen Gelder“ nun über den Ozean flossen, wo hohe Zinssätze (und Gewinne bei Anlagen bzw. aus Aufwertungsspekulation) lockten?

Die Gelder flossen nicht nur nach Deutschland: 1970 bekamen Frankreich und Großbritannien je rund 1,5 Milliarden Dollar ab. Aber der Löwenanteil von den zwölf Milliarden, die sich 1970 bewegten, floß in die Bundesrepublik: 5,5 Milliarden und 1971

1) Interview *Carli* im „Espresso — Economia — Finanza“, Rom, 16. Mai 1971: „L'Infarto Monetario“ („Der Geldinfarkt“), S. 4/5.

nochmals rund anderthalb<sup>2)</sup>). Die Gold- und Devisenreserven der Bundesbank, die nach der Aufwertung Ende 1969 auf 7,1 Milliarden Dollar gefallen waren, überholten die US-Reserven (14,5) im Februar und kletterten bis auf 17,5 Milliarden. Eines war klar: Tauschte man die Dollars im Zeichen der Vollkonvertibilität weiter in DM, so wurde der deutsche Hyper-Boom noch mehr überhitzt. Die Kreditrestriktion der Bundesbank, die ihn bremsen wollte, nützte nichts mehr: Ein Viertel der Industriekredite wurde im Ausland aufgenommen, und die Bundesbank mußte seit Mitte 1970 ihren Diskontsatz von 7,5 auf 5 % senken. Das war fast eine Kapitulation der monetären Politik, der man das Primat zuerkannt hatte. Was blieb nun übrig? Waren flexible Wechselkurse der Weisheit letzter Schluß?

#### *Die Vorzüge flexibler Wechselkurse*

Seit Bretton Woods ist die liberale Welt paradoxerweise auf einem Festpreis aufgebaut: Der „Dirigismus“ einer starren Relation zwischen Gold und Dollar regiert sie. Lange hatte man gefürchtet, daß die beiden Liquiditätsquellen nicht ausreichen, und hatte deshalb das „Papiergold“ der Weltwährungsfonds-Ziehungsrechte etwas schüchtern ausgebaut. Vor der Dollarschwemme werden diese plötzlich inaktuell. Das Zuviel an Dollar überhitzt die europäische Konjunktur. Das Wechselspiel, wonach die USA und Europa sich bei Nichtgleichklang der Konjunktur bisher gegenseitig aus dem Sumpf der Rezession zogen, hat eine Kehrseite: Wenn die inflatorische Entwicklung drüben (die „Stagflation“) abflaut, wird die Überhitzung bei uns mit Dollars angekurbelt.

Schon lange gibt es eine — wachsende — Gemeinde unter den Ökonomen, die flexible Wechselkurse predigt. Theoretisch haben diese viel für sich: Sie führen zur kontinuierlichen Anpassung verschieden beweglicher Preisniveaus. Der Doyen dieser Schule, *Milton Friedman*, lehrt: „Je schneller wir ein System flexibler Wechselkurse bekommen, desto eher wird ein uneingeschränkter multilateraler Handel zur realen Möglichkeit — und zwar so, daß die einzelnen Nationen in keiner Weise mehr daran gehindert werden, ihre heimische Wirtschaftsstabilität nach eigenem Belieben zu betreiben ...<sup>3)</sup>“

Das klingt verlockend für die Bundesrepublik, deren Preisniveau unter den europäischen Industrieländern jedenfalls am langsamsten stieg; jedenfalls bis Mitte 1970. Bis dahin stiegen die Verbraucherpreise jährlich um noch nicht 2 bis 3 %, die weil die Steigerung in allen EWG-Ländern und Großbritannien z. T. weit darüber lag. Großhandels- und Ausführpreise blieben bis dahin in Deutschland fast konstant, die weil z. B. letztere in Frankreich um 15, in Belgien und Italien um rund 10 % stiegen. Allerdings hat die Bundesrepublik dann beim privaten Verbrauch bis zum Frühjahr 1971 fast gleichgezogen, und wenn man jetzt die Kosten je Wertschöpfung betrachtet, unter Berücksichtigung der de-facto-Wechselkurslage, so dürften sie den anderen Partnerländern — außer Italien, das aber zurückhängt — davonlaufen.

Wie dem auch sei: Nach Friedman sind flexible Wechselkurse tatsächlich der Weisheit letzter Schluß: Jeder kann inflationieren, wie und wann er will — es ficht die Nachbarn nicht an, weil's der Wechselkurs auffängt.

#### *Destabilisierungstendenzen starrer Wechselkurse*

Bei starren Wechselkursen besteht sicher die Gefahr, daß Inflation und Deflation in wichtigen Ländern auf andere ansteckend wirken. Außerdem sind sie im Grunde gar

2) Erklärung von Emminger, ebenda, S. 6.

3) Milton Friedman, *The Case for Flexible Exchange Rates*, in: *Essays in Positive Economics*, Chicago 1953, S. 157/8.

nicht so prinzipiell unterschiedlich von flexiblen — bei ihnen passiert die Änderung ja doch, wenn auch in längeren Abständen, und dann ruckweise . . .

Und darin liegt eben sozusagen eine Prämie für die Großspekulation, wenn sie richtig tippt: Wer kurz vor einer Aufwertung die betreffende Währung kauft, steckt einen Gewinn ein, der viel höher ausfallen kann als die lukrativste Alternativanlage.

#### *Die Einwände gegen flexible Wechselkurse*

Nun gibt es allerdings auch eine ganze Reihe ernsthafter Einwände gegen flexible Wechselkurse: Erstens wird damit ein Unsicherheits- und Risikoelement in den Außenhandel hineingetragen, gegen das man sich zwar durch Termingeschäfte absichern kann — aber das können nur die Großen, und auch nur mit zusätzlichen Kosten. Zweitens werden damit „beständige Verlagerungen von Arbeitskräften und anderen Ressourcen zwischen Binnenmarktproduktion und Exportproduktion ausgelöst. Diese dürften kostspielig und störend sein, tendieren zu friktioneller Arbeitslosigkeit und sind offenbar eine Vergeudung von Produktivkräften, ‚wasteful‘, wenn die Devisenmarktsituation nur zeitweilig gilt ...“<sup>4)</sup> (So *Nurkse* in der berühmten Völkerbundstudie.)

Drittens können damit kumulative Spekulationsbewegungen ausgelöst werden, wie wir noch sehen werden. Und viertens sind, wie der Internationale Währungsfonds wiederholt dargelegt hat, auch „auf kurze Sicht Kursschwankungen entweder gar keine oder eine sehr schlechte Testmethode für grundlegende Wirtschaftsrelationen .. .“, weil Produzenten, Käufer und Verkäufer Zeit haben müssen, um sich an die neue Serie von Preis-Kosten-Relationen anzupassen, die der Kurs auslöst.. . Ob ein gegebener Kurs ‚korrekt‘ ist, kann man erst sehen, wenn man genug Zeit hatte, um die damit ausgelösten Zahlungsbilanzbewegungen zu beobachten ...“<sup>5)</sup>

#### *Die Pseudo-Friedmanie*

Und damit kommen wir zur aktuellen Lage: Erstens will man ja gar nicht eine Umstellung des Weltwährungssystems auf flexible Kurse. Es ist also insofern ein Pseudo-Friedmanismus. Zweitens will man deutscher- und niederländischerseits die flexiblen Kurse nur für ein paar Monate. Hat man dann überhaupt die statistischen Daten schon zur Hand, um die vom Währungsfonds geforderte Prüfung vornehmen zu können? Und drittens: Wenn inzwischen — wie offensichtlich ist — die Bundesbank gegen ihren Willen zum Dollarverkauf gezwungen wurde, verfälscht man sich da nicht selbst das Bild?

Weiter: Kommen wir nicht mit einer solchen Lösung in Unannehmlichkeiten hinein, ohne daß die Zeit ausreicht, um die Vorteile des Systems voll zum Tragen zu bringen? Das einzige moderne Industrieland, das nach dem zweiten Weltkrieg flexible Wechselkurse praktizierte, Kanada 1950 bis 1961, hat dies immerhin über mehr als ein Jahrzehnt hinweg getan. Entscheidend war hier die Zinspolitik: Hohe Zinsen führten zum Einströmen langfristigen Kapitals, was den Devisenkurs hob und kurzfristiges Kapital nachzog: Der Kurs wurde so zur abhängigen Variablen. Zwar wirkte hier die Spekulation stabilisierend in der ersten Phase, aber dann führte das Ganze zu deflationären Tendenzen, schließlich zu einer entstabilisierenden Spekulationswelle — um in der Devisenkontrolle zu enden, die wir ja gerade nicht haben wollen<sup>6)</sup>.

Dieser Alleingang war also nicht sehr ermutigend. Drei Probleme stellen sich: Das Zins-, Preis- und Konjunkturproblem.

4) Ragnar Nurkse, *International Currency Experience*, League of Nations, Genf 1944, S. 210.

5) *International Monetary Fund, Annual Report*, 1951, S. 38.

6) Vgl. hierzu Ch. P. Kindleberger, *International Economics*, London 1965, S. 74, 354.

### *Zins- und Liquiditätsproblem*

Ausgelöst wurde die Dollarschwemme durch die Zinsdifferenzen. Wenn nun aber — wie man höheren Ortes zu wünschen schien — die Bundesbank wirklich rasch zu einer massierten Dollarverkaufspolitik geschritten wäre, im jetzigen Rahmen, so hätte sich — kombiniert mit Mindestreserven usw. für Ausländerguthaben — eine Verringerung der Bankreserven ergeben, die das Zinsniveau bei uns nur hochhalten konnte. Bisher sind nur wenige Interessenten in die sinkenden Dollars umgestiegen; das höhere Zinsniveau hält sie fest.

So wird man die Dollars kaum los, zumal dann nicht, wenn z. B. Importeure für Güter aus den USA „sich zurückhalten in der Erwartung noch niedrigerer Preise, im Gefolge eines erwarteten weiteren Absinkens in den (Dollar-)Kursen. Bewegungen dieser Art, die sich selber übersteigern, können, statt eine Anpassung in der Zahlungsbilanz zu bewirken, ein anfängliches Ungleichgewicht noch verstärken . . ." <sup>7)</sup> Und das wird kaum durch raschere Einkäufe ausländischer Importeure in Deutschland kompensiert werden, die etwa eine noch stärkere de-facto-Aufwertung der D-Mark fürchten könnten, um so weniger, als Auslandsaufträge schon 1970 nachließen.

Ob die Diskontsenkung rasch zum Abbau des Zinsgefälles beiträgt, muß bezweifelt werden. „Wenn ... bei Transaktionen zur Wechselkursstabilisierung die Zentralbank in keiner Weise in Anspruch genommen wird" — wie das bei Einführung des flexiblen Kurses zunächst galt —, „dann kann eine Kapitalbewegung... im Empfängerland zu einer temporären Zinserhöhung führen. Das klingt paradox, trifft aber trotzdem zu ..." (Machlup) <sup>8)</sup>

Man sieht: „Flexible Wechselkurse sind kein Allheilmittel... Mit optimaler Monetär- und Fiskalpolitik und stabilisierender Spekulation können sie gut funktionieren. Aber das gilt auch für jede andere (sinnvolle) Politik." (Kindleberger) <sup>9)</sup>

### *Das Preisproblem*

Die Frage, ob der US-Dollar langfristig überbewertet ist, soll hier nicht diskutiert werden. Dies Problem hat jedenfalls die akute Spannung nicht hervorgerufen; es stand schon lange zur Debatte. In vielen Bereichen, Maschinen, Chemie, Luftfahrzeuge, sind — die USA dank hoher Produktivität trotz höchster Löhne sehr wettbewerbsfähig.

Im Zuge des Vietnamkrieges mag sich ihre Wettbewerbskraft etwas verringert haben. Von 1967 bis Mitte 1970 stiegen die US-Exportpreise fast um ein Zehntel, die deutschen in DM fast stabil blieben, in Dollar gerechnet allerdings gegen Ende 1968 — bis Ende 1970 stark anzogen. Nach der neuen de-facto-Aufwertung dürften die Lohnkosten je Brutto-Wertschöpfungseinheit in Deutschland um fast ein Viertel über 1969 liegen, die amerikanischen um höchstens 5 % zumal mit der Erholung in den USA die Preissteigerungsrate dort überraschend von 5,5 auf 2,7 % absank. Diese Preisrelationen rechtfertigen jedenfalls eine de-facto-Abwertung des Dollars gegenüber der D-Mark im Augenblick kaum. Der Vietnamkrieg versiegt, die USA bauen Auslandsstützpunkte ab und suchen die kurzfristigen Zinsen anzuheben; alles das deutet eher darauf hin, daß das Ungleichgewicht mehr temporär ist.

### *Die USA als Weltbankier*

Insofern ist es eigentlich verwunderlich, wenn an den USA-Universitäten Jubel über die deutsche Entscheidung geherrscht haben soll und eine Reihe von Professoren, an der

7) Nurkse, a. a. O., S. 212.

8) F. Machlup, *The Theory of Foreign Exchanges*, *Economica*, Nov. 1939; deutsch: *Die Theorie des Devisenmarktes*, in: *Theorie der Internationalen Wirtschaftsbeziehungen*, herausg. v. K. Rose, Köln/Berlin 1965, S. 205.

9) Kindleberger, a. a. O., S. 613.

Spitze *Samuelson*, ihren Kollegen *Schiller* zu seiner Entscheidung telegrafisch beglückwünschten, es sei denn, dieser Glückwunsch galt der Überlegung, daß all dies die Aufmerksamkeit von der langfristigen Problematik, deren Erörterung die grundsätzliche Führungsstellung der USA in Frage stellen könnte, ablenken mag ...

In der Tat kommen wir über zwei Probleme nicht hinweg: Daß die langfristigen Investitionen der USA in Übersee in mancher Hinsicht doch einen starken Impuls aus einer grundsätzlichen Überbewertung des Dollars beziehen könnten, und daß die USA sich zur Welt wie ihr Privatbankier verhalten: „Es ist für Banken nicht ungewöhnlich, Verbindlichkeiten weit über ihre liquiden Mittel hinaus zu haben ... Die USA sind in der Lage, wie viele Geschäftsbanken: sie borgen kurzfristig Geld und machen dafür langfristige Investitionen und Anleihen ... <sup>10)</sup>“ Eben dieser „Ausverkauf mit eigenem Geld“ paßt so manchen Europäern nicht, die sich außerdem über die Rücksichtslosigkeit der US-Konjunkturpolitik gegenüber internationalen Effekten beschweren.

#### *Eine Prämie für die Spekulation?*

Die deutsche Haltung birgt noch eine Gefahr in sich: daß man gewissermaßen entstabilisierende Spekulationsbewegungen prämiert. Das Wunschdenken der Spekulanten findet dann seine Erfüllung, wenn effektiv aufgewertet wird. Es ist etwas anderes, wenn man, wie der deutsche Sachverständigenrat es in den letzten Jahren tat, daran denkt, in Stufen und geplant aufzuwerten, über ein paar Jahre hinweg oder wenn man alle paar Jahre durch eine Spekulationswelle dazu getrieben wird. Wenn die jetzige Entscheidung der Preis dafür ist, daß man im Herbst 1969 zu schüchtern aufgewertet hat, dann ist es ein hoher Preis.

Wenn schon Aufwertung, dann jedenfalls nicht zu oft. Sonst holt man sich die Spekulanten in regelmäßigen Abständen auf den Hals wie die Läuse in den Pelz. Und wenn die Masse an „heißen Geld“ wirklich 1973 an 150 Milliarden Dollar herankommt, kann man sich vorstellen, wie das dann die Konjunkturpolitik durcheinander bringen wird, wenn's heute schon solche Wellen schlägt. So gesehen, wäre eine Aufwertung jetzt eine Einladung zu künftigen Wiederholungen.

#### *Entstabilisierung des Booms?*

Die Zinspolitik kapituliert weitgehend vor dem Dollarstrom. Die Folge ist, daß man dafür die Fiskal- und Ausgabenpolitik zur Bremsung von Preissteigerungen einsetzen will. Aber hat man diesen Spielraum noch angesichts der Anzeichen einer ohnehin beginnenden Rezession?

Die Italiener haben nach Aussage von *Carli* diese Frage verneint: Sie sehen ihre Exporte gefährdet<sup>11)</sup>. Glauben wir, daß wir es uns trotz der erwähnten Kostensteigerungen so ohne weiteres leisten können, dem Export diesen Nasenstüber zu verabreichen?

Der bundesdeutsche Sachverständigenrat für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung hatte schon im November 1970 erklärt, es müsse „in einer Konjunkturphase wie der gegenwärtigen stets damit gerechnet werden, daß sich Stockungen in einzelnen Bereichen rasch auf andere übertragen und damit einen kumulativen Abschwungprozeß auslösen ... Aufmerksamkeit verdient, daß sich vor allem die Inlandsbestellungen von Maschinen und elektrotechnischen Ausrüstungen seit dem Frühjahr 1970 merklich abgeschwächt haben... (und) mehr Unternehmen ihre Investitionspläne nach unten als nach

10) Karel Horlik, United States Balance of Payments Deficit and Monetary Policy, Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 103, 1969, Heft 1, S. 168.

11) Siehe Carli-Interview v. 16. 5. 1971, „Espresso“, a. a. O., S. 4.

oben revidieren ... Seit Beginn des Jahres 1970 stagnieren die Auftragseingänge aus dem Ausland; real sind sie sogar zurückgegangen ... " <sup>12)</sup>.

Wenn der Rat damals auch noch keine direkten Anzeichen für einen solchen Abschwung sah, so erklärte sein Mitglied Prof. Köhler doch schon früh, daß seine „Sorge vornehmlich einem raschen Abgleiten der wirtschaftlichen Lage in eine Rezession gilt. Daher hätten auch jegliche restriktiven notenbankpolitischen Maßnahmen unterbleiben müssen." <sup>13)</sup>

Jetzt bekommen wir letztere auf Umwegen, gekoppelt mit fiskalpolitischer Restriktion. Inzwischen aber haben sich die Rezessionsindikatoren gemehrt: Die inländischen Bestellungen bei der Maschinenbauindustrie lagen im Februar um ein Drittel, im März um 10 % unter denen des Vorjahrs, und zwar dem Volumen nach. Bei der Investitionsgüterindustrie insgesamt lag der Auftragseingang im Februar unter, im Januar und April gerade auf dem Vorjahrsniveau. Die Eisen- und Stahlerzeugung liegt seit Jahresanfang unter den Vorjahrsziffern (im April rund 15 Prozent!). Ähnlich ist es in Teilen der Chemieindustrie, bei Blei, Zink und Fotoapparaten. Im April fiel dann zum ersten Male die Erzeugung von Personen- und Lastkraftwagen, Rundfunk- und Fernsehgeräten und Metallbearbeitungsmaschinen im Vergleich zum Vorjahr beträchtlich ab. Darüber ging die Beschäftigung in vielen Industriezweigen im Vergleich zum Vorjahr deutlich zurück: Bei Textilien und Chemie seit Jahresanfang, Eisen/Stahl und Maschinenbau seit April. Die prognostisch bedeutsame Arbeiterstundenzahl in der Gesamtindustrie liegt im letzteren Monat zum ersten Male unter Vorjahrsniveau, und die (wenn auch geringe) Arbeitslosenzahl steigt bei Rückgang der offenen Stellen. In Frankreich und Italien gilt letzteres schon seit Jahresanfang. In nahezu allen EWG-Ländern zeigen Metallverarbeitung, Chemie, Textil, Leder, Papier im Vorjahrsvergleich rückläufige Produktionsziffern <sup>13a)</sup>. Man sieht nicht recht, worauf sich Befürchtungen über ein „Wiederheißlaufen“ der Bundeskonjunktur eigentlich stützen. Die „Stabilität“ ist nach unten bedroht! Die Italiener reden bereits offen von der Rezession.

Ist nicht die Stabilität der Konjunktur und des Wachstums zur Zeit weit stärker gefährdet als die der Preise? Hätte man nicht andere, weniger konjunkturgefährdende, und die Einheit Europas stärker betonende, Mittel finden können, als man sie jetzt einsetzt?

#### *Das Fazit: Wassersturz der Elefanten*

Zusammenfassend läßt sich also folgendes sagen:

Wenn man unterstellt, daß gemeinsame Aktionen auf der europäischen Ebene nicht möglich waren (aber darf man das?), so wird man der Bundesregierung vielleicht konzedieren, daß sie im Augenblick nicht gut anders verfahren konnte als durch *zeitweilige Freigabe des Wechselkurses* zu Testzwecken. Aber was steht am Ende? Die Währungspolitik kann und soll nicht zum Ersatz für Konjunkturpolitik werden. Wenn das nun etwa der Auftakt wäre zu einer Einführung flexibler Wechselkurse in der Welt, so könnte das theoretisch — vorausgesetzt, daß die Wirtschaftsunion monetär zusammenhält — zu einer Bereinigung des internationalen Währungsgefüges führen; je länger ein solches System gälte, desto stärker würde die Autonomie der nationalen Konjunkturpolitik wiederhergestellt.

Angesichts der praktischen Schwierigkeiten und der Abneigung der Wirtschaft gegenüber schwankenden Wechselkursen muß sich ohnehin früher oder später eine *Rückkehr zu festen Kursen* anbahnen; auf lange Sicht würde eine Lösung für die Weltwährungs-

12) Sachverständigen Gutachten vom 30. 11. 1970 (Bundestagsdrucksache VI/1470), Ziffer 23 und 131 ff.

13) Brief des Rates an den Bundeskanzler Tom 21. 3. 1970.

13a) Diese Feststellungen stützen sich auf den „statistischen Wochendienst“ des Bundesamtes, Heft 25, 2. Juli 1971, und die wöchentlichen Fortschreibungen des Statistischen Amtes der EWG.

Schwierigkeiten nur darin zu suchen sein, daß — im Rahmen des „*Triffin-Plans*“ oder in ähnlicher Weise — der Internationale Währungsfonds als Bankier der Welt an die Stelle der Vereinigten Staaten tritt, um die Welt von der Fesselung an die US-Währungs- und Konjunkturpolitik zu befreien und gleichzeitig auch von ihren Nebenwirkungen „Aufkauffekt“ und „Liquiditätsdrosselung“ (letztere auf lange Sicht gesehen!).

Unabhängig von der Frage, ob die letzte deutsche *Aufwertung* zu schwach war, ist festzustellen, daß eine erneute de-facto-Aufwertung in diesem Jahre nur drei Wirkungen haben kann: Erstens wird sie zukünftigen spekulativen Tendenzen neue Nahrung geben, denn die Spekulanten haben ja recht behalten, woraus neue Entstabilisierungsvorgänge folgen werden. Zweitens wird sie Hand in Hand mit binnenwirtschaftlichen „Stabilisierungsmaßnahmen“ durch Verringerung der Außenhandelsüberschüsse der deutschen Konjunktur, die ohnehin seit dem Spätherbst am Rande des Hinübergleitens in die Rezession steht, den letzten Anstoß zum Umkippen geben, zumal die Rezession bei einigen unserer Nachbarn (Italien) schon prononcierter in Erscheinung tritt. Drittens wird ein erneuter Anstoß zur Dollar-Abwertung gegeben, noch ehe ein wirklich umfassender Umbau des Weltwährungssystems in Sicht ist — womit in diesem Augenblick auf dem Umweg über die Entwertung der Dollarbestände in den Tresoren vieler Notenbanken Weltliquidität und Welthandel einen Deflations- bzw. Restriktionsstoß erleiden könnten, der sich auch für unseren Außenhandel negativ auswirken könnte. Damit aber fielen beide Elefanten — um in der bildhaften Sprache Emmingers und Carlis zu reden — ins Wasser . . .

Es geht also nicht nur um das „Wie“, es geht vor allem um das „Wann“. Selbst wenn die Maßnahme als solche unausweichlich war: Ist der weitere Schritt, der zu einer Aufwertung, zeitlich richtig gewählt? Auf keinen Fall sollte man jedenfalls Währungsmanipulationen als (wiederkehrenden) Ersatz für nicht ausreichende oder unterbliebene Konjunkturpolitik betrachten.

Fluktuierende Kurse auf längere Sicht, über mehrere Monate hinweg, würden eben diesem Postulat besser entsprechen. Damit kann man die erforderliche Zeit gewinnen, die zu einer *Anpassung der Kosten-Preis-Relationen* notwendig ist. Wie aber ist ein solches Vorgehen vereinbar mit widersprechenden Erklärungen: Nach der einen sollte am Ende eine Aufwertung stehen — nach den Garantien gegenüber den Partnerländern und anderen Erklärungen aber nicht? Mit diesen Widersprüchen wird ein Unsicherheitsmoment in die Gesamtsituation hineingetragen, das geeignet ist, andere gute Absichten zuschanden werden zu lassen. Denn wenn die Interessierten zögern, die Anpassungen vorzunehmen, ist die ganze Zeit u. U. vertan!

Und nun stellt sich plötzlich eine ganz neue Erklärungsvariante ein: die Möglichkeit nämlich, daß die fluktuierenden Kurse gar nicht nur als Marktastungsmittel und technisch-taktisches Anpassungsinstrument gedacht sind, sondern als eine Art strategischen Holzhammers, mit dem man auf den internationalen Tisch klopfen will. Wie anders soll man es verstehen, wenn einer der maßgeblichsten Leute des neuen deutschen Mammutministeriums, der für monetäre Fragen zuständige Dr. *Hankel*, auf der International Banking Conference in München kühl und knapp erklärt, mit den Worten der *Financial Times*, man dürfe „die schwankenden Kurse keineswegs nur als eine binnen-deutsche Maßnahme ansehen, sondern als einen ersten Schritt zur Reform“ — des Weltwährungssystems nämlich. Die deutschen Instanzen „warten auf den Autobus mit Namen ‚Währungssystemreform‘, und es kommt darauf an, daß man den richtigen Bus erwischt ... entweder Bretton Woods mit zusätzlichen Sicherheitsventilen und Harmonisierung der Wirtschaftspolitik beiderseits des Atlantik . . . oder die Schaffung eines gemeinsamen europäischen Währungsdollarstandards, wobei die EWG-Währungen sich zusammen gegenüber dem Dollar bewegen würden, was Prof. Schiller vorgeschlagen hat,

was aber von Frankreich und Italien abgelehnt wurde... oder aber Ersetzung des Dollarstandards durch ein System besonderer Ziehungsrechte ..." <sup>14)</sup>

Laut *Financial Times* war die US-Reaktion darauf „embittered“ bzw. „extremer Ärger“, und man soll in Washington gesagt haben, es sei den Amerikanern völlig egal, ob sich die D-Mark um ein paar Punkte bewege oder nicht. Wenn man bedenkt, daß eine solche revolutionäre Reform — überfällig ist sie sicherlich — nur in langwierigem zähen Ringen zwischen den „großen Zehn“ unter dem Gemurmel weiterer 90 beteiligter Staaten ausgehandelt werden kann, muß man sich fragen, ob diese Form der Währungsdiplomatie zu dem Ziel führt, das hier offiziell genannt wurde.

Wir können und wollen nicht an dieser Stelle europäische Probleme erörtern. Festgestellt sei nur, daß die Methode „Schaffung eines europäischen Währungsdollarstandards“ nach italienischer Meinung hinauslaufen würde „auf eine europäische Reservewährung, wobei das Verfahren begleitet sein müßte von einem einheitlichen Fluktuieren der Gemeinschaftswährungen gegenüber dem Dollar“ (so umriß sie *Giorgio Sansa* dieser Tage im *Corriere della Sera*) <sup>15)</sup>. Die Methode ist keineswegs eine Erfindung Prof. Schillers, sondern wird seit langem diskutiert: Im *Brookings-Report* von 1963 <sup>16)</sup>, fast gleichzeitig von *McKinnon* <sup>17)</sup> und dann auf der Jahrestagung der American Economic Association in Chicago im Dezember 1964, im Bericht von *W. S. Smith* <sup>18)</sup>. In der Diskussion wies damals *Ingram* darauf hin, daß das immer einen gewissen Souveränitätsverzicht und einen Verzicht auf eigene nationale Konjunkturpolitik zugunsten irgendeiner *Zentrale* darstelle <sup>19)</sup>.

Vielleicht wäre das leichter, als den Zentralbankier der Welt, die USA, dazu zu bewegen, ihre Zinspolitik nicht nur nach nationalen, sondern nach internationalen Konjunkturgesichtspunkten auszurichten. Aber die „richtige“ Zinsabstufung ist auch nicht leicht zu ermitteln. Und, wenn die Alternative auf eine Dollarabwertung hinauslaufen sollte, womit übrigens die Weltliquidität bei Gold zwar erhöht, bei Devisenbeständen entsprechend geringer würde, wie hoch ist dann eigentlich die Überbewertung des Dollars? *Floyd* bezifferte sie 1965 auf 5 bis 10% <sup>20)</sup>, *Houthakker* in einem US-Kongresspapier 1962 auf 20 % <sup>21)</sup>, und heute dürfte sie eher höher als niedriger liegen. Die Binnenkaufkraft in den USA dürfte kaum zwei Drittel der Parität betragen, ist aber für den Welthandel uninteressant.

Wie dem auch sei: Bisher wurde der deutsche Alleingang nur von den Niederlanden, voll mitgemacht. Wird an unserem Währungswesen die Welt diesmal genesen? Die Engländer dürfte man mit einer Attacke auf eine der großen Weltreservewährungen nicht beglücken. Wo sind die Bundesgenossen für diese Diplomatie?

Per Saldo wird man dem Vorstoß Mut bescheinigen müssen. Allein — „Mut hat auch der Mameluck“. Hoffen wir, daß sich das Ganze nicht als eine Schlacht bei den Pyramiden entpuppt, bei der die deutsche Binnenkonjunktur (und vielleicht die Europas?) auf der Strecke bleibt — oder, um beim Anfangsbild zu bleiben, daß bei zwei Elefanten im Boot, von denen einer zu schaukeln anfängt, das Weltkonjunkturboot umkippt.

14) *Financial Times*, 28. Mai 1971, Artikel „German official sees Mark float as first Step in reform“ (Leitartikel, S. 1).

15) G. Sansa, „Si sta formando in Europa un fronte monetario comune“, *Corriere della Sera*, 1. 6. 1971, S. 6.

16) W. S. Salant u. a., *The United States Balance of Payments in 1968*, Brookings-Institution 1963, S. 258 ff.

17) R. I. McKinnon, *Optimum World Monetary Arrangements and the Dual Currency System*, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, Dec. 1963, S. 366 ff.

18) W. S. Smith, *Are there enough policy tools?*, in: *American Economic Review*, Vol. LV, May 1965, No. 2, Papers and Proceedings of 77th Annual Meeting of the American Economic Association, Chicago, 25./30. 12. 1964, S. 219.

19) J. C. Ingram, ebenda, S. 222.

20) J. E. Floyd, *The Overvaluation of the Dollar*, *American Economic Review*, Vol. LV, March 1965, No. 1, S. 94—106.

21) H. S. Houthakker, *Exchange Rate Adjustment*, in: *Factors affecting the US Balance of Payments*, Joint Economic Committee, 87th Congress, 2nd Session, Washington 1962, S. 289—304.