

Margarete Wagner-Braun

International veränderte Währungsverhältnisse als Impuls für die Weiterentwicklung der Wechselkursstheorie

I. Problemstellung

Theorien zur Erklärung von Zahlungsbilanzausgleich und Wechselkursbewegungen haben eine lange historische Tradition. Abgesehen von ersten Überlegungen seit der Antike kann bereits im Merkantilismus von wechselkursstheoretischen Ansätzen gesprochen werden. Die wesentlichen Elemente der sogenannten modernen Wechselkursstheorie des 20. Jahrhunderts aber gehen auf die klassischen Theorien zurück.

Die je nach Zeitepoche vorherrschenden Wechselkursstheorien reflektierten das jeweils praktizierte Währungssystem oder zeigten Alternativen dazu auf. Somit liegt die Vermutung nahe, daß die Strömungen innerhalb der Wechselkursstheorie und deren Weiterentwicklung auch mit Änderungen der Wechselkurssysteme in Zusammenhang stehen. Deren historische Entwicklung als Ausgangspunkt der Analyse zu wählen, erweist sich als sinnvoller Weg. Denn eine rein dogmenhistorische Abhandlung zeigt lediglich, *wie* sich die Wechselkursstheorie veränderte, kann aber kaum Erklärungen dafür liefern, *warum* die Wechselkursstheorien ständig und in den letzten 40 Jahren verstärkt weiterentwickelt worden sind. Der Hintergrund des Währungssystems ist dafür von besonderem Interesse. Die hier zu untersuchende These lautet also, daß die Wechselkursstheorie immer dann besonders vorangebracht wurde, wenn die empirischen Erfahrungen mit den aktuellen Währungsverhältnissen Erklärungsdefizite aufkommen ließen, die durch die Verfeinerung des Theorieangebots beseitigt werden sollten.

II. Die Währungssysteme

1. Die Entwicklung der Weltwährungssysteme im 19. und 20. Jahrhundert

Noch in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts existierten ebenso wie in früheren Jahrhunderten viele kleine Währungsräume¹, deren Währungen – entweder an Silber oder Gold gebunden – von der Wertentwicklung des Edelmetalls abhingen. Es gab die reine Silberwährung, die reine Goldwährung, aber auch die Parallel- und die

1 Die Münz- und Währungsverhältnisse in Deutschland und den Weg zur Goldwährung thematisiert O. Frank, Die Entstehung eines nationalen Geldes. Integrationsprozesse der deutschen Währungen im 19. Jahrhundert. Berlin 2002.

Bimetallwahrung. Je nach Wahrungssystem² kam es zu mehr oder weniger (moderaten) Wechselkursschwankungen bzw. Neufestsetzungen von Wechselkursen.³

Größere Währungsräume entstanden erst Mitte des 19. Jahrhunderts, als sich das erste Weltwahrungssystem⁴ zu etablieren begann. Der sogenannte „klassische Goldstandard“⁵ entwickelte sich nach einer Reihe individueller Entscheidungen einzelner Länder, ohne daß Absprachen oder Verträge erforderlich gewesen wären. Durch die feste Bindung der Währung eines jeden Landes an das Gold ergab sich automatisch ein Geflecht fester Wechselkurse der Teilnehmerländer untereinander. Voraussetzungen für das Gelingen dieses Weltwährungssystems war ein geistiges Klima, in dem die Regierungen der Stabilität ihrer Wechselkurse absolute Priorität einräumten. Großbritannien, das eher zufällig zum Goldstandard übergegangen war, machte den Anfang. Die Änderung der Preisrelation zwischen Silber und Gold zugunsten des Goldes forcierte die weitere Verbreitung des klassischen Goldstandards.⁶ Gegen Ende des 19. Jahrhunderts gehörten schließlich die meisten Länder dem Weltwährungssystem an. Da es sich mit Ausbruch des Ersten Weltkrieges auflöste, war die Zeitspanne, in welcher es relativ vollständig und weltweit arbeitete, mit rund 16 Jahren sehr kurz.⁷

Drei theoretische Grundsätze charakterisierten den klassischen Goldstandard: Goldkonvertibilitat, Wechselkursstabilität und Zahlungsbilanzausgleich. Die Regierung

- 2 So war zum Beispiel die preußische Bimetallwahrung von relativ festen Wechselkursrelationen gekennzeichnet, während im System der Parallelwahrungen in Braunschweig und Hannover keine festen Relationen zwischen der Silber- und Goldwährung existierten.
- 3 Vgl. B. Sprenger, Währungssysteme des 19. Jahrhunderts in Deutschland, in: Die Bank 2 (1985), S. 87–90, besonders S. 88.
- 4 Ein Weltwährungssystem ist mit dem Wechselkursregime zwar sehr gut umschrieben, in seiner Gesamtheit aber noch nicht hinreichend erfaßt. Zu beachten sind vor allem Regelungen bezüglich des eventuell vorhandenen Kreditapparats, der internationalen Zusammenarbeit, der Anpassungsgrundsatze, des (multiplen) Reservesystems und der Konvertibilität. In diesem Beitrag aber sind nur die den Wechselkurs betreffenden Modalitäten von Interesse. Die Weltwährungssysteme, die marktwirtschaftlichen Wirtschaftsordnungen zuzuschreiben sind, waren mit verschiedenen Wechselkursregimen ausgestattet. Abstrahierend kann folgende Einteilung gegeben werden: Es gab vollkommen flexible Wechselkurse einerseits und vollkommen fixierte Wechselkurse andererseits. Bei den Festkurssystemen gab es verschiedene Varianten, die zeitlich den größten Raum einnahmen: 1. feste Wechselkurse, deren Parität sich innerhalb eines Bandes (Goldex- und Goldimportpunkte) bewegte, in dem Schwankungen in beschränktem Umfang vorgesehen waren und 2. feste, aber veränderbare Wechselkurse („crawling peg“), die ebenfalls innerhalb eines Bandes (Interventionskorridor) lagen. Vgl. G. Aschinger, Währungs- und Finanzkrisen. München 2001, S. 102. Nicht-marktwirtschaftlichen Wirtschaftsordnungen zuzuschreibende Währungssysteme wie die Devisenzwangswirtschaft bleiben unberücksichtigt.
- 5 Zu Entstehung, Entwicklung und Funktionsweise des klassischen Goldstandards vgl. H.-J. Jarchow/P. Rühmann, Monetäre Außenwirtschaft. Bd. II: Internationale Währungspolitik. Göttingen 1997, und P. Czada/M. Tolksdorf/Y. Alparslan, Internationale Währungsprobleme. Opladen 1988.
- 6 Vgl. G. Otruba, Die Einführung des Goldstandards in Österreich-Ungarn und seine Auswirkungen auf die Preis- und Lohnentwicklung, in: H. Kellenbenz (Hrsg.), Weltwirtschaftliche und währungspolitische Probleme seit dem Ausgang des Mittelalters. Stuttgart 1981, S. 123–162, besonders S. 123 f. und 128, sowie B. Eichengreen, Vom Goldstandard zum EURO. Die Geschichte des internationalen Währungssystems. Berlin 2000, S. 36 f.
- 7 Der Beginn des klassischen Goldstandards wird in der Literatur unterschiedlich datiert. Das späteste Datum ist das Jahr 1897, als Japan und Rußland beitraten. Vgl. E. Dürr, Goldstandard, internationaler, in: W. Albers (Hrsg.), Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaften, Bd. 3. Stuttgart 1981, S. 699–708, besonders S. 701, und A. Bloomfield, Short-Term Capital Movements Under the Pre-1914 Gold Standard. New Jersey 1963, S. 4. Die Argumentation in dieser Arbeit bezieht sich nur auf die Kernländer, die das System im wesentlichen getragen haben. Die mit partiellen Währungskrisen in Verbindung stehenden peripheren Länder sowie deren wechselhafte Ein- und Austritte bleiben unberücksichtigt. Deren Behandlung würde zu weit von der zentralen Aussage ableiten. Entsprechendes gilt für die weiter unten angesprochenen Weltwährungssysteme.

gen hatten nur für die Einhaltung der Goldkonvertibilität zu sorgen, die Wechselkursstabilität und der Zahlungsbilanzausgleich ergaben sich aus theoretischer Sicht automatisch – unter der Prämisse, daß die „rules of the game“⁸, d.h. der ungestörte Ablauf der Anpassungsmechanismen, eingehalten wurden. Da durch die Goldparität feste Wechselkursrelationen festgelegt waren, sicherten Arbitragegeschäfte nach Abweichungen des Wechselkurses dessen Rückkehr zur Parität. Es ergab sich somit ein Schwankungskorridor der Wechselkurse, der durch die Transportkosten des Goldes begrenzt war. Die der Theorie gemäß zu erwartenden Anpassungen hätten also zu Handelsbilanzausgleich und Preisstabilität führen müssen.

Die empirisch⁹ zu beobachtende langfristige Preisstabilität in den damals führenden Wirtschaftsnationen entspricht den theoretischen Erwartungen. Kurzfristig jedoch kam es zu starken Preisschwankungen.¹⁰ Kurzfristige Preisbewegungen aber waren in gewissem Rahmen erwünscht, da sie den Anpassungsprozeß gewährleisteten¹¹ – Preisrigiditäten hätten ihn verzögert oder verhindert.¹² Weniger gut funktionierte der Anpassungsprozeß bei der Handelsbilanz. Die Zeit des klassischen Goldstandards war von lang anhaltenden Handelsbilanzungleichgewichten gekennzeichnet, die das System aber nicht grundlegend gefährdeten.¹³

Der Erste Weltkrieg brachte das Ende des klassischen Goldstandards, da die Notenbanken aufgrund der Kriegsfinanzierung die Deckungsvorschriften nicht mehr einhalten konnten oder wollten. Es folgte eine Periode flexibler Wechselkurse. Bereits nach Kriegsende wurde die Rückkehr zu festen Wechselkursen angestrebt und der sogenannte restaurierte Goldstandard etabliert.¹⁴ Einige Nationen kehrten zu ihrer Vorkriegsparität zurück¹⁵, die meisten Länder aber werteten ab¹⁶, andere erhielten infolge einer Währungsreform eine neue Währung¹⁷ und definierten deshalb eine

- 8 Zum Anpassungsprozeß vgl. Jarchow/ Rühmann, Außenwirtschaft (wie Anm. 5), S. 33–48. Der Anpassungsmechanismus des klassischen Goldstandards sorgt theoretisch für einen Ausgleich innerhalb der Handelsbilanz; er führt also zu einer Handelsbilanzkorrektur, die eine Defizitfinanzierung auf nationaler Ebene überflüssig macht.
- 9 Die Literatur, die sich mit der empirischen Evidenz des klassischen Goldstandards befaßt, ist kaum noch zu überblicken. Als Beispiele seien genannt: R. Barro, Money and Price Level Under the Gold Standard, in: *The Economic Journal* 89 (1979), S. 13–33; M. Bordo, The Classical Gold Standard: Some Lessons for Today, in: *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 63/5 (1981), S. 2–17; ders., The Gold Standard, the Bretton Woods System and other Monetary Systems: A Historical Appraisal, in: *National Bureau of Economic Research (Hrsg.), Working Paper No. 4310. Cambridge 1993*, sowie M. de Cecco, Money and Empire. *The International Gold Standard 1890-1914. Oxford 1974*.
- 10 Vgl. Jarchow/ Rühmann, Außenwirtschaft (wie Anm. 5), S. 47 f.
- 11 Vgl. M. Bordo, The Gold Standard: The Traditional Approach, in: *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931. Chicago 1984*, S. 25.
- 12 Vgl. Bloomfield, Capital Movements (wie Anm. 7), S. 7–49.
- 13 Vgl. Bordo, Gold Standard (wie Anm. 11), S. 26.
- 14 Die Einigung erfolgte auf der Konferenz von Genua im Jahr 1922. Es war kein reiner Goldstandard mehr; infolge des Mangels an Goldreserven waren viele Länder gezwungen, einen Golddevisenstandard einzuführen. Vgl. J. Schiemann, Die deutsche Währung in der Weltwirtschaftskrise, 1929–1933. Stuttgart 1980, S. 27, sowie O. Veit, Grundriss der Währungspolitik. Frankfurt/Main 1969, S. 420 f.
- 15 Vor allem Großbritannien, Schweiz, Schweden und Japan.
- 16 Zum Beispiel Frankreich, Italien und Finnland.
- 17 Österreich, Polen, Deutsches Reich und Rußland.

neue Parität.¹⁸ Leistungsbilanzungleichgewichte, die nicht zuletzt aus den hohen Reparationszahlungen resultierten, und die ungünstige Verteilung der Goldreserven belasteten das neue Weltwährungssystem von Anfang an.¹⁹ Im September 1931 hob Großbritannien die Goldeinlösepflicht auf, andere Länder folgten, was zu ersten Abwertungen führte. Dies war das Ende des restaurierten Goldstandards.²⁰ Die skandinavischen Länder und die Mitglieder des britischen Commonwealth bildeten dann den „Sterlingblock“; ferner entstand der „Goldblock“, dem Länder wie Frankreich, die Schweiz, die Niederlande, Polen, Belgien und Italien angehörten. Aber auch die „Goldblockländer“ begannen schließlich ab 1934 abzuwerten und nahmen am Abwertungswettlauf teil. Bevor die Wechselkurse freigegeben wurden, kam es also zu Versuchen, an den festen Wechselkursen mit veränderten Vorzeichen festzuhalten. Andere Länder, zum Beispiel Deutschland, versuchten, die Weltwirtschaftskrise nicht mit Hilfe der Abwertung zu überwinden, sondern führten die Devisenbewirtschaftung ein.

Noch während des Zweiten Weltkriegs begannen die Verhandlungen um die Wiedereinführung eines neuen Weltwährungssystems mit festen Wechselkursen. Es entstand das Währungssystem von Bretton Woods, das nach dem Krieg in Kraft trat. Drei zentrale Bereiche umfaßte das System: das Wechselkursregime, die Konvertibilität und die Anpassungsgrundsätze. Die Währungen der Teilnehmerländer wurden in einem festen Verhältnis an den Dollar gebunden, dieser wiederum in einer festen Relation an das Gold. Im Bretton-Woods-System löste der US-Dollar das Britische Pfund endgültig in der Funktion der Leitwährung ab und nahm innerhalb des Systems eine zentrale Position ein.²¹ Die Notenbanken erhielten den Auftrag, die Wechselkurse mit Hilfe von Interventionen innerhalb der vorgegebenen Bandbreiten zu halten. Neu war, daß Paritätsänderungen vorgesehen und erwünscht waren, wenn ein fundamentales Ungleichgewicht vorlag („adjustable peg“).²² So wurde die Wechselkursparität ausdrücklich zum wirtschaftspolitischen Instrument für den Zahlungsbilanzausgleich erklärt, der nicht wie im klassischen Goldstandard automatisch erfolgte. Aufgrund der Erfahrungen in der Zwischenkriegszeit und der Tatsache, daß sich die Goldreserven unter den teilnehmenden Ländern der westlichen Welt sehr ungleichmäßig verteilten, war dieses Festkurssystem als erstes Weltwährungssystem mit einem umfangreichen Kreditapparat zur Finanzierung kurzfristiger Leistungsbilanzdefizite ausgestattet.²³ Defizite sollten kurzfristig finanzierbar sein, um allzu

18 Genauer zu Situation und Entwicklung in einzelnen Ländern vgl. W. Brown, *The International Gold Standard Reinterpreted 1914–1934*, Volume I. New York 1940; B. Eichengreen/ M. Flandreau, *The Gold Standard in Theory and History*. London 1997, und H. Jaksch, *Der Kampf um die Goldwährung in England*. Riga 1928.

19 Vgl. L. Yaeger, *International Monetary Relations: Theory, History and Policy*. New York 1976, S. 316, und B. Eichengreen, *Globalizing Capital*. Princeton 1996, S. 64.

20 Vgl. Jarchow/ Rühmann, *Außenwirtschaft* (wie Anm. 5), S. 91, und C. Kindleberger, *Die Weltwirtschaftskrise 1929–1939*, in: W. Fischer (Hrsg.), *Geschichte der Weltwirtschaft im 20. Jahrhundert*, Bd. 4. München 1973, S. 170 f.

21 Vgl. R. Klump, *Entstehung und Verwendung internationaler Schlüsselwährungen*. Hamburg 1986, S. 313–315.

22 Vgl. F. Aschinger, *Das Währungssystem des Westens*, Frankfurt/ Main 1971, S. 27–29.

23 Vgl. P. Czada, *Wesen, Wandel und Wirren des Weltwährungssystems 1870–1970*, in: P. Czada/ M. Tolksdorf/ Y. Alparlan, *Internationale Währungsprobleme*. Opladen 1988, S. 61 f., sowie U. Andersen, *Das internationale Währungssystem zwischen nationaler Souveränität und supranationaler Integration*. Berlin 1977, S. 146 f.

häufige Paritätsänderungen zu vermeiden. Ein Novum war auch, daß mit der Weltbank und dem Internationalen Währungsfonds zwei internationale Institutionen geschaffen wurden, die für das Funktionieren des Währungssystems verantwortlich zeichneten.²⁴

Bereits seit den 1960er Jahren zeigten sich die fundamentalen Probleme des Weltwährungssystems, und starke Kapitalbewegungen begannen, die Geldpolitik vor schwerwiegende, schließlich unlösbare Probleme zu stellen.²⁵ Das erste Zeichen des Zusammenbruchs war der „run“ auf das Gold im Jahre 1960. Als sich 1971 erstmals seit achtzig Jahren ein Defizit in der amerikanischen Handelsbilanz abzeichnete, verstärkte sich die Kapitalflucht aus den USA. Trotz massiver internationaler Interventionen seitens der Notenbanken waren die USA im August 1971 gezwungen, die Goldeinlösepflicht aufzuheben.²⁶ Dies erschütterte das System im Kern. Es kam zu einer kurzen Phase frei schwankender Wechselkurse. Bereits im September begannen Verhandlungen über ein „realignment“, die im Dezember in das sogenannte „Smithsonian Agreement“ mündeten, in dem neue „Leitkurse“ mit erweiterten Bandbreiten festgelegt wurden. Die damit verbundene deutliche Abwertung des Dollars löste erneute Spekulationen gegen die US-Währung aus²⁷, die schließlich zur endgültigen Aufgabe des Währungssystems von Bretton Woods im März 1973 führten.

Von diesem Zeitpunkt an schwankten die Wechselkurse der wichtigsten Industrieländer frei, der Übergang zum System flexibler Wechselkurse als Weltwährungssystem war vollzogen. Auf europäischer Ebene wurde allerdings mit dem Europäischen Wechselkursverbund ein „Gruppenfloating“ eingeführt, das dann im sogenannten Europäischen Währungssystem weitergeführt wurde. Dieses im März 1979 in Kraft getretene System wies ähnliche Grundzüge auf wie das Bretton-Woods-System. In dessen Zentrum stand aber nicht mehr der Dollar, sondern ein internationaler Währungskorb,²⁸ der schließlich zur Generierung des Euro führte.²⁹

Die flexiblen Wechselkurse der wichtigsten Industrieländer stellten die Volkswirtschaften vor schwere und vor allem ungewohnte Probleme. Insbesondere die starken

24 Vgl. D. Reffert-Schönemann, Die Weltwährungsordnung. Frankfurt/ Main 1984, S. 84.

25 Vgl. A. de Lattre, Floating, Uncertainty and the Real Sector, in: L. Tsoukalis (Hrsg.), The Political Economy (Royal Institute of International Affairs). London 1985, S. 71–102, besonders S. 72 f.

26 Vgl. Jarchow/ Rühmann, Außenwirtschaft (wie Anm. 5), S. 195.

27 Vgl. M. Tolksdorf, Die Währungsturbulenzen der 70er und 80er Jahre, in: Czada/ Tolksdorf/ Yenal, Internationale Währungsprobleme (wie Anm. 5), S. 79–96.

28 Vgl. zum Beispiel R. Hasse, ECU und SZR – Die Rolle der künstlichen Reservemedien im internationalen Währungssystem, in: O. Issing (Hrsg.), Wechselkursstabilisierung, EWS und Weltwährungssystem. Hamburg 1988, S. 87–121. Zu Einzelheiten des Systems insgesamt vgl. zum Beispiel: N. Berthold, Das Europäische Währungssystem (EWS). Konzeption und bisherige Erfahrungen. Köln 1981, sowie Jarchow/ Rühmann, Außenwirtschaft (wie Anm. 5), S. 288–324.

29 Vgl. K. Stocker, Wechselkursmanagement auf Euro-Basis. Wiesbaden 2001, S. 43. Die europäische Währungsgeschichte beschreibt F. Geigant, Die Euro-Flagge über der Festung Europa. Deutschlands Weg zur einheitlichen Währung im gemeinsamen Markt. Berlin 2002.

kurzfristigen Wechselkursschwankungen, aber auch langfristige „misalignments“³⁰ sind hier zu nennen.³¹ Dennoch wurde das System bis heute beibehalten.³²

2. *Die Illusion des festen Wechselkurses*

Die Geschichte der (Welt-)Währungssysteme ist geprägt von der Illusion, feste Wechselkurse seien flexiblen überlegen. Die Wurzeln dieser Illusion liegen im klassischen Goldstandard, dessen Erfolg nicht nur die Zeitgenossen überzeugte. Für erfolgreich wurde das System vor allem deshalb gehalten, weil es in einer Zeit relativer ökonomischer Stabilität existierte und diese Stabilität der Existenz fester Wechselkurse zugeschrieben wurde. Die angesprochene Beständigkeit zeichnete sich nicht nur durch eine lange Friedensperiode aus, sondern vor allem durch eine langfristige Preisstabilität. Wenn auch der theoretisch zu erwartende Leistungsbilanzausgleich weitgehend ausblieb, so hatte dieses Manko aufgrund der empirischen Gegebenheiten keine negativen Konsequenzen für das Währungssystem als Ganzes. Denn der hohe Grad der Kapitalmobilität, der erst in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts in vergleichbarem Umfang wieder erreicht werden konnte, sicherte die Finanzierung der Handelsbilanzdefizite. Im klassischen Goldstandard wurde also nicht der Weg des theoretisch zu erwartenden Handelsbilanzausgleichs, sondern der der Leistungsbilanzfinanzierung gewählt.³³ Aber das Vorhandensein der Kapitalmobilität allein genügte nicht für eine störungsfreie Finanzierung der Handelsbilanzdefizite. Vielmehr war es unabdingbar erforderlich, daß die Kapitalströme in ruhigen Bahnen und ausgeglichen verliefen; sie durften sich nicht einmal vorübergehend – vorangetrieben durch Spekulationen – in eine bestimmte Richtung, d.h. in ein bestimmtes Land, bewegen oder sich auf eine bestimmte Währung konzentrieren. Die weltweit hohen Wachstumsraten unterstützten das Funktionieren des Währungssystems. Nicht die festen Wechselkurse haben für hohe Wachstumsraten gesorgt, wie von Zeitgenossen oder der früheren Forschung unterstellt; die Kausalität ist vielmehr umgekehrt: Die hohen Wachstumsraten schufen ein ökonomisches Umfeld, das die Stabilität eines Systems fester Wechselkurse ermöglichte.

30 Ein „misalignment“ ist definiert als langfristige Abweichung des aktuellen Wechselkurses von seinem Gleichgewichtswert. In einem derartigen Fall spricht man von einer anhaltenden Über- oder Unterbewertung einer Währung. Vgl. J. Williamson, *The Exchange Rate System*. Washington 1985, S. 13 f., und Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review* (Winter 1983/84), S. 49.

31 Zu den Problemen im einzelnen und zur Entwicklung der wichtigsten Währungen vgl. M. Wagner-Braun, *Der langfristige Gleichgewichtswechselkurs im Rahmen der Weltwährungssysteme nach dem Zweiten Weltkrieg*. Regensburg 1991, S. 47–79.

32 Dieser hohen Wechselkursflexibilität begegneten die Marktteilnehmer mit der Entwicklung von Kurssicherungsmaßnahmen, die im Laufe der Jahre immer zahlreicher und immer mehr verfeinert wurden. Vgl. zum Beispiel: R. McKinnon, *Money in International Exchange. The Convertible Currency System*. Oxford 1979, Kap. 4 und 5; zu den Terminmarktinstrumenten der „zweiten Generation“ vgl. Stocker, *Wechselkursmanagement* (wie Anm. 29), Kap. 6.

33 Vgl. M. Borchert, *Außenwirtschaftslehre*. Wiesbaden 2001, S. 6 f.

Auch die Tatsache, daß der klassische Goldstandard nicht aufgrund systemimmanenter Faktoren endete, sondern aufgrund eines externen Ereignisses, nämlich des Ersten Weltkriegs, unterstützte die unrichtige Auffassung, feste Wechselkurse seien die Ursache für die große Prosperität der Vorkriegszeit gewesen.³⁴ So war man von der Richtigkeit und der Vorteilhaftigkeit eines entsprechenden Festkurssystems überzeugt. Diesen so definierten Erfolg vor Augen galt den Zeitgenossen die Wiedereinführung eines derartigen Systems als vorrangiges Ziel, das von keinem Wirtschaftspolitiker³⁵ und kaum einem Ökonomen³⁶ in Frage gestellt wurde. Da die Freigabe der Wechselkurse im Ersten Weltkrieg nicht als Alternative, sondern nur als Notlösung zum bisherigen Wechselkurssystem betrachtet wurde, galt es so schnell wie möglich zu festen Wechselkursen, ja sogar zu den Vorkriegsparitäten zurückzufinden.³⁷

Im klassischen Goldstandard wurde der einmal definierte Wechselkurs noch als sakrosankte Größe angesehen. Erst mit dem in der Zwischenkriegszeit beginnenden Ehrgeiz, wirtschaftspolitische Ziele zu formulieren, die dann unter Einsatz eines wirtschaftspolitischen Instrumentariums erreicht werden sollten, stellte sich erstmals die Frage nach der „richtigen“ Parität.³⁸ Da die Entscheidungsträger aber keine konkrete Vorstellung von dieser Größe hatten und nicht wußten, wo der Gleichgewichtswechselkurs lag, ergaben sich schwerwiegende und systemgefährdende Probleme. Die einseitige Verteilung der Weltgoldreserven auf nur wenige Länder, insbesondere die USA und Frankreich, führte bei den Schuldnerländern zu deflationären Tendenzen. Da die Überschußländer nicht bereit waren, ihre Geldmengen auszuweiten und eine Inflation zuzulassen – was der Einhaltung der Spielregeln auch des restaurierten Goldstandards entsprochen hätte³⁹ –, wurde während der Weltwirtschaftskrise in den Defizitländern der Zwang zu exportieren immer größer, so daß die Grenzen eines deflationären Instrumentariums bald erreicht waren.⁴⁰ Der einmal fixierte, starre Wechselkurs wurde in dieser angespannten Lage als wirtschaftspolitisches Instrument ent-

34 Vgl. M. Wagner-Braun, *Commercial Integration During the Era of the Classic Gold Standard*, in: M.A. Denzel (Hrsg.), *From Commercial Communication to Commercial Integration*. Stuttgart 2003, S. 64–85, besonders S. 82–85.

35 Vgl. O. Falk, *Currency and Gold Now and After the War*, in: *The Economic Journal* 28 (1918), S. 43–51; Cunliffe Committee (Hrsg.), *First Interim Report of the Committee on Currency and Foreign Exchanges After the War*, in: *Select Statutes, Documents and Reports Relating to British Banking 1832–1928*, Bd. 2. New York 1964, S. 334–365.

36 Vgl. zum Beispiel: G. Cassel, *Der Zusammenbruch der Goldwährung*. Stuttgart 1937, S. 19 f., sowie J. Keynes, *Ein Traktat über Währungsreform*. München 1924, S. 145 f., 151 f., 153 f.

37 Vgl. D. Aldcroft, *Die Wiederherstellung der Geldwertstabilität*, in: W. Fischer (Hrsg.), *Geschichte der Weltwirtschaft im 20. Jahrhundert*, Bd. 3. München 1978, S. 147–180, besonders S. 147.

38 Den Entscheidungsträgern kann in diesem Punkt kein Vorwurf gemacht werden; denn es fehlte damals das Problembewußtsein. Wechselkursparitäten galten bis dahin als gegeben und dem Theorieverständnis zufolge sozusagen auch als exogene Größen, an denen sich die Wirtschaftsabläufe ausrichteten. Die Bindung der einzelnen Währungen an das Gold stand im Vordergrund. Daß damit auch eine Bindung der Währungen, ja sogar eine enge Bindung der Volkswirtschaften untereinander verbunden war, wurde nicht problematisiert. Vgl. Aldcroft, *Wiederherstellung* (wie Anm. 37), S. 180.

39 Hier sind die Notenbanken, allen voran das Federal Reserve System der USA und die Banque de France, in der Verantwortung, die mit ihrer Neutralisierungspolitik dem Marktmechanismus entgegensteuerten.

40 Vgl. Cassel, *Zusammenbruch* (wie Anm. 36), S. 50.

deckt, mit dessen Hilfe über Abwertungen Wettbewerbsvorteile erzielt werden konnten. Mit dem Abwertungswettlauf war die „beggar-my-neighbour-policy“ erfunden. Zum ersten Mal in der Geschichte zeigte es sich, daß drei Dinge nicht miteinander vereinbar waren: 1. feste Wechselkurse, 2. Verfolgung wirtschaftspolitischer Ziele wie Vollbeschäftigung, Wachstum und Preisstabilität und 3. die freie Konvertierbarkeit der Währungen und damit die uneingeschränkte Kapitalmobilität.⁴¹ Dieses Erkenntnis drang aber in der Zwischenkriegszeit noch nicht in das Bewußtsein der Entscheidungsträger, sondern erst, nachdem im Währungssystem von Bretton Woods entsprechende Erfahrungen gemacht worden waren. Dieses Mal war es keine exogene Größe, die den (restaurierten) Goldstandard beendete, sondern die (bewußte) Mißachtung der Spielregeln durch die Teilnehmerländer: Der Wunsch, durch Abwertungen Wettbewerbsvorteile zu erlangen, beendete die Unantastbarkeit der Paritäten. Wiederum wurde nicht die Frage nach der „richtigen“ Parität gestellt, sondern der Wechselkurs als Option für die damals allgemein übliche Deflationspolitik mißbraucht. Die anschließende Phase flexibler Wechselkurse⁴², auch während des Zweiten Weltkriegs, wurde wiederum als Übergangsphase angesehen.

Noch immer war man von der Notwendigkeit und Vorteilhaftigkeit fester Wechselkurse überzeugt. Mit dem Währungssystem von Bretton Woods sollte an die Tradition fester Wechselkurse angeknüpft und ein Goldstandard in modifizierter Form etabliert werden.⁴³ Aufgrund der Erfahrungen der Zwischenkriegszeit wurde das Währungssystem von Bretton Woods mit Paritäten ausgestattet, die zum einen das Ergebnis einer politischen Entscheidung waren und zum anderen für den Fall eines fundamentalen Ungleichgewichts veränderbar waren. Wann allerdings in der Praxis ein fundamentales Ungleichgewicht vorlag, wurde nicht definiert. Hier waren wiederum politische Entscheidungen gefragt, mit allen denkbaren negativen Konsequenzen.⁴⁴ Binnenwirtschaftliche und außenwirtschaftliche Ziele galten nunmehr als gleichwertig.⁴⁵ Die Einhaltung der vorgegebenen Parität war also nicht mehr das oberste wirtschaftspolitische Ziel, vielmehr war der Wechselkurs ein wirtschaftspolitisches Instrument unter vielen anderen geworden. Wann und in welchem Maß dieses Instrument einzusetzen war, blieb den jeweiligen Regierungen überlassen; die Position des Internationalen Währungsfonds war nicht mit ausreichenden Befugnissen ausgestattet, um in dieser Frage prägend eingreifen zu können. So wurden Paritätsänderungen nicht nur zur Sicherung des Leistungsbilanzausgleichs und zur Vermeidung fundamentaler Ungleichgewichte eingesetzt, sondern auch um internationale Wettbewerbs-

41 Vgl. K. Rose, Stabilisierungspolitik bei festen Wechselkursen, in: J. Badura/ O. Issing (Hrsg.), Geldpolitik. Stuttgart 1980, S. 92–100, besonders S. 92.

42 Einige Länder wie zum Beispiel Deutschland führten aufgrund einer besonderen ökonomischen Situation die Devisenzwangswirtschaft ein. Auch das erwies sich als Übergangslösung.

43 Vgl. Bordo, Classical Gold Standard (wie Anm. 9), S. 7.

44 Als Beispiel kann die Aufwertung der D-Mark im Jahr 1961 gelten. Vgl. M. Wagner-Braun, Die Aufwertung der D-Mark im Jahre 1961 – eine kritische Stellungnahme zum Währungssystem von Bretton Woods, in: R. Gömmel/ M. Denzel (Hrsg.), Weltwirtschaft und Wirtschaftsordnung. Festschrift für Jürgen Schneider. Stuttgart 2002, S. 339–356.

45 Vgl. O. Emminger, Währungspolitik im Wandel der Zeit. Frankfurt/ Main 1966, S. 204.

vorteile zu erlangen. Nun war die Frage nach der richtigen Parität, und damit nach dem fundamentalen Gleichgewichtswechsellkurs, nicht nur zu Beginn, sondern während der gesamten Dauer des Bretton-Woods-Systems von Bedeutung.⁴⁶

Dieser wichtige Aspekt wurde jeweils auf pragmatische Art behandelt, da auch zum damaligen Zeitpunkt noch keine objektiven Kriterien vorlagen. Es verwundert somit nicht, daß die politisch festgelegten Paritäten – wenn überhaupt – nur zufällig den Gleichgewichtskursen entsprachen. Falsch bewertete Währungen aber waren und sind eine Quelle von Spekulation und damit von einseitigen Kapitalbewegungen. Gepaart mit einem zunehmenden Vertrauensverlust in die Leitwährung, den Dollar, verstärkten sich die einseitigen Kapitalbewegungen bereits in den 1960er Jahren und wiesen auf die drohenden Risiken hin. Die aufkommende Forderung, das Festkurssystem durch flexible Wechselkurse zu ersetzen, blieb ungehört.⁴⁷ Statt dessen wurde mit allen Mitteln versucht, das Festkurssystem aufrecht zu halten. Die Defizitländer versuchten, ihre Verschuldungsproblematik mit Abwertungen in den Griff zu bekommen; die Überschußländer kämpften gegen die Inflation, bis schließlich das geldpolitische Instrumentarium nicht mehr ausreichte, um eine effiziente Kompensationspolitik zu gewährleisten.

Das Bretton-Woods-System brach infolge der dramatischen Entwicklungen am Markt zusammen. Der Übergang zur Wechselkursflexibilität erfolgte auch dieses Mal nicht als wirtschaftspolitischer Akt, der das neue System als überlegen bezeichnet hätte. Vielmehr führte der Markt eine längst überfällige Reaktion herbei. Auch wenn es nun nicht mehr gelang, weltweit ein Festkurssystem zu schaffen, so war der Mythos fester Wechselkurse noch immer nicht gestorben. Man hoffte, mit dem Europäischen Währungssystem ein funktionstüchtiges Festkurssystem in kleinem Stil etablieren zu können. Bald aber zeigten sich die gleichen systemgefährdenden Probleme wie im Falle von Bretton-Woods.⁴⁸

Aber die Vorstellung, Wechselkurse seien auch auf weltweiter Ebene nach wie vor zu reglementieren, blieb – zumindest bei einem nicht unwesentlichen Teil der Marktteilnehmer und Ökonomen – nach wie vor erhalten. Es unterlag keinem Zweifel, daß die Notenbanken am Devisenmarkt intervenieren sollten, um in der Praxis ein sogenanntes System des „managed floating“ hervorzubringen. Dieses wurde aber als

46 Zur Diskussion dieser Frage vgl. M. Wagner-Braun, Gleichgewichtswechsellkurs (wie Anm. 31), Kap. 4. Verfahren zur Schätzung von Gleichgewichtswechsellkursen werden auch zusammengefaßt in: M. Wagner-Braun, Verfahren zur Schätzung fundamental determinierter Wechselkurse: Purchasing-Power-Parity-Approach Versus Trade-Balance-Approach?, in: Jahrbuch für Sozialwissenschaft 43 (1992), S. 86–107.

47 Es entwickelte sich bereits in den 1960er Jahren eine heftige Diskussion über das richtige Währungssystem: feste oder flexible Wechselkurse. Vgl. zum Beispiel: M. Palyi, Währungen am Scheideweg. Frankfurt/Main 1960; S. Black, The Analysis of Floating Exchange Rates and the Choice Between Crawl and Float, in: J. Williamson (Hrsg.), Exchange Rate Rules. New York 1981; R. Cooper, Flexible Exchange Rates 1973–1980. How Bad Have They Really Been?, in: R. Cooper u. a. (Hrsg.), The International Monetary System under Flexible Exchange Rates. Cambridge 1982; R. Dornbusch/J. Frankel, The Exchange Rate System: Experience and Alternatives, in: National Bureau of Economic Research (Hrsg.), Working Paper No. 2464. Cambridge 1987, und K. Rose, Flexible Wechselkurse auf dem Prüfstand, in: Jahrbuch für Sozialwissenschaft 35 (1984), S. 132–145.

48 Die mit dem Europäischen Währungssystem verbundenen Erfahrungen und Probleme werden ausführlich dargelegt in: P. de Grauwe/L. Papademos (Hrsg.), The European Monetary System in the 1990s. London 1990.

unzufriedenstellend empfunden, da keine Orientierungsgröße vergleichbar der früheren Parität mehr vorhanden war: Wohin sollten die Notenbankinterventionen zielen? Es stellte sich zum wiederholten Male in der Geschichte die Frage nach dem langfristigen Gleichgewichtswechselkurs. Anders als früher existierte in dieser Situation aber endlich das entsprechende Problembewußtsein, so daß sich eine breite wissenschaftliche Diskussion entwickelte.⁴⁹ In der praktischen Umsetzung wurde die Definition sogenannter „Wechselkurszielzonen“ angestrebt. Hierbei handelte es sich um Bandbreiten, innerhalb derer die Notenbanken die wichtigsten Wechselkurse zu halten versuchten.⁵⁰ In regelmäßigen Treffen einigten sich die Vertreter der wichtigsten Industrienationen von Fall zu Fall auf derartige Abkommen, deren Inhalte geheim gehalten wurden, um Spekulationsdruck zu vermeiden. Diese Versuche führten jedoch zu keiner dauerhaften wirtschaftspolitischen Linie, so daß derzeit die Option eines Weltwährungssystem mit festen oder zumindest stabilisierten Wechselkursen nicht mehr intensiv diskutiert wird.⁵¹ Nach der Einführung des Euro hat sich das Problem auf Europäischer Ebene weitgehend entschärft. Für die wichtigen Leitwährungen aber scheint nun nach Jahrzehnten umfangreicher Diskussionen und wiederholter Versuche, an einem System fester Wechselkurse festzuhalten, die Wechselkursflexibilität als der Grundsatz akzeptiert zu sein⁵², der freien marktwirtschaftlichen Wirtschaftsordnungen angemessen ist.⁵³

III. Die Wechselkurstheorie

1. Die Wurzeln der Wechselkurstheorie in der Frühen Neuzeit

In früheren Jahrhunderten war das Wertverhältnis zwischen zwei Währungen vom Metallgehalt bzw. von dessen Veränderung abhängig. Gemäß der merkantilistischen Lehre war der Zahlungsbilanzausgleich von hoheitlichen Maßnahmen geprägt und zeigte somit Züge der Devisenbewirtschaftung. Das 17. Jahrhundert aber brachte bereits rudimentäre Denkansätze, die in Richtung eines automatischen Ausgleichs der Zahlungsbilanz aufgrund selbstregulierender Marktkräfte wiesen.⁵⁴

49 Die wichtigsten Aspekte dieses Standpunktes und die Berechnungsmethoden werden zusammengefaßt bei Wagner-Braun, Gleichgewichtswechselkurs (wie Anm. 31), und dies., Verfahren (wie Anm. 46).

50 Literaturbeispiele zur Zielzonendiskussion sind: J. Williamson, Target Zones and the Management of the Dollar, in: Brookings Papers on Economic Activity, 1986, S. 165–174; A. Swoboda, Glaubwürdigkeit und Funktionsfähigkeit internationaler Währungsvereinbarungen, in: Finanzierung und Entwicklung 3 (1986), S. 15–18; R. Roosa, How to Create Exchange Rate Target Zones, in: The Journal of Commerce (1983), S. 4A, und P. Isard, Exchange Rate Economics. Cambridge 1995, S. 128–131.

51 Zu betonen bleibt noch, daß nur die Währungen der wichtigsten Industrieländer untereinander relativ frei schwanken, die meisten Länder binden ihre Währungen an eine der Leitwährungen, insbesondere an den Dollar. Vgl. Isard, Exchange Rate (wie Anm. 50), S. 25.

52 Vgl. M. Bordo, Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective, in: National Bureau of Economic Research (Hrsg.), Working Paper No. 9654. Cambridge 2003, S. 33.

53 Die in Transformationsstaaten aufkommenden besonderen Probleme und Fragestellungen im Zusammenhang mit dem Wechselkurssystem diskutiert P. Wettstein, Wechselkurspolitik beim Übergang von Plan- zu Marktwirtschaften. Chur 1994, besonders Kap. VII und VIII.

54 Vgl. P. Kleiner, Wechselkurstheorie. Eine dogmenhistorische Untersuchung. Freiburg i.B. 1985, S. 34.

David Hume unterstrich als erster in aller Deutlichkeit die Relevanz der Preisverhältnisse in den jeweiligen Ländern. Er bezog aber immer noch die Goldpunkte mit in seine Überlegungen ein und blieb damit dem Grundsatz zahlungsbilanztheoretischer Überlegungen nahe.⁵⁵ Zusammen mit J. Gervaise gilt Hume mit seiner Theorie vom Goldmechanismus als Begründer der monetären Zahlungsbilanz- und Wechselkurs-theorie.⁵⁶

In der „Bullionistischen Kontroverse“, ausgelöst durch den drastischen Verfall des englischen Pfundes nach der Aufhebung der Edelmetallbindung Ende des 18. Jahrhunderts, zeigte sich erstmals die in späteren Jahrhunderten so prägend werdende Polarisierung zwischen Zahlungsbilanztheorie und monetärer Theorie. Es stellte sich die Frage, ob Preisniveau- und Wechselkursänderungen im internationalen Zahlungsbilanzausgleich Folgen oder Ursachen darstellten.⁵⁷ Die „Anti-Bullionisten“ suchten die Ursachen für die Pfundabwertung im realwirtschaftlichen Bereich (eine Mißernte verknappte das Warenangebot und erforderte Importe, die ein Leistungsbilanzdefizit und damit die Abwertung verursachten) und glaubten, erst der internationale Wertverlust des Pfundes führe zu Preissteigerungstendenzen. Nach dieser Auffassung konnte nur die Bindung der Währung an ein Edelmetall dem Fallen des Pfundkurses eine Grenze setzen.

Die „Bullionisten“ dagegen suchten die Ursache für die Abwertung in der übermäßigen Ausgabe von Geldnoten, welche die inländischen Preise erhöht habe. Von Wheatley wurde die Grundform der Theorie der Kaufkraftparitäten formuliert und gefolgert, daß bei einer Währung ohne Goldeinlösepflicht die Kaufkraftparität die Grenze für Wechselkursbewegungen darstelle. Bereits aus den damaligen Überlegungen läßt sich eine Gemeinsamkeit beider Ansätze erkennen: Die mit der Mißernte verbundene Verknappung des Güterangebots führt bei konstanter Geldmenge zu einem relativen Geldüberhang und wirkt faktisch wie eine Geldmengenausweitung. So spielen in beiden Ansätzen die Verschiebungen der Preisverhältnisse eine zentrale Rolle. Auch der wesentliche Unterschied ist bereits erkennbar: Die „Bullionisten“ dachten statisch und verglichen die Zustände vor und nach der Geldmengenänderung, die „Anti-Bullionisten“ rückten die Stromgrößen des Anpassungsprozesses in den Mittelpunkt.⁵⁸ So erwies sich zum ersten Mal in der Geschichte eine Währungskrise, nämlich die Loslösung des Pfundkurses von seiner Anbindung an ein Edelmetall, und die damit verbundene Freigabe des Wechselkurses als Anstoß für eine essentielle Weiterentwicklung der Wechselkurs-theorie: Die klassische Wechselkurs-theorie wurde formuliert.

Nachdem das englische Pfund wieder an das Gold gebunden worden war, entwickelte sich in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts die Wechselkurs-theorie nur

55 Vgl. D. Hume, *On the Balance of Trade*, abgedruckt in: B. Eichengreen (Hrsg.), *The Gold Standard in Theory and History*. New York 1985, S. 39–48.

56 Details hierzu bei Kleiner, *Wechselkurs-theorie* (wie Anm. 54), S. 36–48.

57 Als Kontrahenten standen sich H. Thornton als Vertreter der „anti-bullionistischen“ Sichtweise und J. Wheatley, später auch D. Ricardo als Verfechter des „bullionistischen“ Blickwinkels gegenüber.

58 Vgl. Kleiner, *Wechselkurs-theorie* (wie Anm. 54), S. 51–55.

unwesentlich weiter. Das gute Funktionieren des klassischen Goldstandards in ruhigen Bahnen ließ keinen Innovationsbedarf aufkommen. Die vorhandenen Zahlungsbilanztheorien erklärten die Wirkungsmechanismen offensichtlich hinreichend. Eine kleine Ergänzung lieferte lediglich G. J. Goschen, der nicht nur auf den Gütermärkten Erklärungen für Wechselkursbewegungen suchte, sondern auch autonome internationale Kapitalbewegungen mit einbezog und somit der empirischen Entwicklung Rechnung trug.⁵⁹

2. Die zerrütteten Währungsverhältnisse der Zwischenkriegszeit und die Konzeption des Weltwährungssystems von Bretton Woods als Innovationsanreize

Die Weiterentwicklung der Wechselkursstheorie erhielt mit dem Zusammenbruch des klassischen Goldstandards einen entscheidenden Impuls: Der Erste Weltkrieg erzwang die Aufgabe der Goldeinlösepflicht und den Übergang zu flexiblen Wechselkursen. Nun stand nicht mehr der Zahlungsbilanzausgleich zur Debatte, sondern die Frage nach den Determinanten des Wechselkurses. Das „monetäre Lager“ hatte Lösungen anzubieten, die auf das Engste mit dem Namen Gustav Cassel verbunden sind. Er griff die „ricardianische Lehre“⁶⁰ aus der „bullionistischen Kontroverse“ auf, lehnte die Zahlungsbilanztheorie strikt ab und betonte die Relevanz der relativen Preise. Da inzwischen der Begriff des Preisniveaus in der ökonomischen Theorie etabliert war, konnte er die absolute zur relativen Kaufkraftparitätentheorie weiterentwickeln.⁶¹ Er sah den entscheidenden langfristigen Bestimmungsgrund für die Wechselkursentwicklung in der Kaufkraftparität, also dem Verhältnis der Inlandspreise zu den Auslandspreisen. Denjenigen Wechselkurs, der sich aufgrund der Kaufkraftparitäten ergab, sah er als Gleichgewichtswert an; von dieser theoretischen Größe konnte der tatsächliche Wechselkurs durchaus vorübergehend abweichen. Vor allem langfristige Kapitalbewegungen, Spekulation und Zölle erkannte er als mögliche Gründe für derartige Abweichungen.⁶² Mit den bei der empirischen Anwendung der Theorie auftretenden Problemen, wie der Wahl der richtigen Basisperiode und der geeigneten Preisindizes, setzte sich Cassel bereits auseinander.⁶³

59 Vgl. G. Haberler, *Der internationale Handel*. Berlin 1933, ND 1970; P. Einzig, *The History of Foreign Exchange*. London 1964, S. 209.

60 Vgl. H. Westphal, *Internationaler Preiszusammenhang und Kaufkraftparitätentheorie*. Berlin 1980, S. 40 f.

61 Die entscheidenden Beiträge waren: G. Cassel, *The Depreciation of Gold*, in: *Economic Journal* 27 (1917), S. 376 ff.; ders., *Abnormal Deviations in International Exchanges*, in: *Economic Journal* 28 (1918), S. 413–415; ders., *Further Observations on World's Monetary Problem*, in: *Economic Journal* 30 (1920), S. 39–45; ders., *Das Geldproblem der Welt*. München 1921; ders., *Theoretische Sozialökonomie*. Leipzig 1927. Eine gute Interpretation der Theorie von Cassel liefert: L. Officer, *The Relationship between the Absolute and Relative PPP Theory of Cassel*, in: *History of Political Economy* (1982), S. 251–255.

62 Vgl. F. Bunting, *The Purchasing Power Parity Approach Reexamined*, in: *Southern Economic Journal* (1939), S. 282–301, besonders S. 283 f.; zur Diskussion über die Bedeutung der Kaufkraftparitäten für den Gleichgewichtswechselkurs vgl. Wagner-Braun, *Gleichgewichtswechselkurs* (wie Anm. 31), S. 112–134.

63 Vgl. Westphal, *Preiszusammenhang* (wie Anm. 60), S. 94–96.

Mit Cassels Arbeiten⁶⁴ erfuhr die Wechselkursstheorie eine deutliche Polarisierung⁶⁵, denn die Kaufkraftparitätentheorie vermochte es, den „metallistischen“ Erklärungen der Zahlungsbilanztheoretiker eine Alternative gegenüberzustellen, ja sie sogar zu ersetzen. Nun konnten die Gedanken der Klassiker, die noch den Goldstandard vor Augen gehabt hatten, auf die Papierwährung übertragen werden.⁶⁶ Somit wäre ein hinreichendes Verständnis der Abläufe am Devisenmarkt bei flexiblen Wechselkursen gegeben und eine Rückkehr zu festen Wechselkursen nicht mehr erforderlich gewesen. Cassels Arbeiten bildeten zwar die Grundlage für die spätere monetäre Zahlungsbilanztheorie, hatten jedoch keinen prägenden Einfluß auf die zeitgenössische Diskussion hinsichtlich der künftigen Ausgestaltung des Währungssystems. Die schnellstmögliche Anknüpfung an die Tradition des klassischen Goldstandards wurde von den meisten Zeitgenossen angestrebt. So erfuhr die Zahlungsbilanztheorie auch von theoretischer Seite neue Impulse, nicht zuletzt durch J. M. Keynes. Aufbauend auf der „naiven“ Zahlungsbilanztheorie von Goschen entstand die „motivierte“ Zahlungsbilanztheorie, die vor dem Hintergrund der Reparationszahlungen sehr stark von exogenen, unabänderlichen Transaktionen in der Zahlungsbilanz geprägt war, so daß die Devisennachfrage praktisch als starr angenommen wurde. Hierin wird der Einfluß der empirischen Entwicklung auf die Theoriebildung besonders deutlich. Die Wirkungszusammenhänge waren gemäß dieser Theorie gegenläufig zu denen der Kaufkraftparitätentheorie. Ausgehend von einem Gleichgewicht führt gemäß dieser Zahlungsbilanztheorie eine exogene Störung in Form von außergewöhnlich hohen Zahlungen an das Ausland oder eine exogene Nachfrageerhöhung nach ausländischen Gütern zu einer entsprechenden Aufwertung der ausländischen Währung. Dies wiederum führt zu einer Verteuerung der Importe und wirkt im Inland preiserhöhend; der Preisanstieg war also das Ergebnis des Anpassungsprozesses. Somit ähnelten sich die Argumente, die beide Lager bereits in der „bullionistischen Kontroverse“ vorbrachten. Mit dieser Theorie konnten die Politiker ihre Verantwortung für die Inflation der Nachkriegszeit von sich weisen und exogene politische Entscheidungen als Ursachen ins Feld führen. Nicht zuletzt deshalb war sie in diesen Kreisen sehr beliebt.⁶⁷

Erneut waren es veränderte Marktverhältnisse, welche die Weiterentwicklung der Wechselkursstheorie forcierten: Nach dem Ersten Weltkrieg spalteten sich zu Zwecken der Kurssicherung die Warenmärkte in Kassa- und Terminmärkte. Mit seiner Zinsparitätentheorie schuf Keynes⁶⁸ den neben der Kaufkraftparitätentheorie zweiten elementaren Baustein der sogenannten modernen Wechselkursstheorie des ausgehenden 20. Jahrhunderts. Nach dieser Theorie wurden Devisenangebot und -nachfrage von den relativen Zinssätzen im In- und Ausland und vom erwarteten Kassakurs

64 Weiterentwickelt wurde die Kaufkraftparitätentheorie im Jahr 1933 von Haberler mit seiner „komparativen“ Kaufkraftparitätentheorie. Vgl. Haberler, Handel (wie Anm. 59).

65 Die damalige Diskussion und die Weiterentwicklung der Kaufkraftparitätentheorie wird ausführlich geschildert bei R. Beyer, Die Kaufkraftparitätentheorie. o. O. 1986, S. 61–78.

66 Vgl. Kleiner, Wechselkursstheorie (wie Anm. 54), S. 72.

67 Vgl. F. Blaich, Der schwarze Freitag. München 1985, S. 47 f.; Kleiner, Wechselkursstheorie (wie Anm. 54), S. 79.

68 Vgl. Keynes, Währungsreform (wie Anm. 36).

bestimmt. Als Ursachen für Abweichungen von der Zinsparität erkannte Keynes die Bonität einer Währung und die einseitige Spekulation. Mit der Zinsparitätentheorie wurden die Erwartungen in die Analyse integriert, die später, insbesondere bei den Finanzmarktansätzen, eine entscheidende Rolle spielen sollten.⁶⁹ Die umfassende keynesianische Theorie ist zunächst aber keine explizite Wechselkursstheorie, sondern diente vorrangig zur Erklärung der Ereignisse während der Weltwirtschaftskrise. Die Analyse der wechselkursrelevanten Theoriebereiche erfolgte erst einige Jahre später.

In der Zwischenkriegszeit wurden die traditionellen Stromgrößenansätze⁷⁰ weiterentwickelt, da die Erfahrungen mit dem restaurierten Goldstandard neue Fragen aufwarfen, die mit dem bisherigen Theoriegerüst nicht zu erklären waren. Es entstand die keynesianische Wechselkursstheorie, bestehend aus den Hauptkomponenten Elastizitätenansatz und Absorptionsansatz. An die Stelle des Preismechanismus – die theoretische Grundlage des klassischen und des restaurierten Goldstandards –, der aus theoretischer Sicht automatisch für einen Ausgleich der Handelsbilanz sorgte, trat der Wechselkursmechanismus⁷¹ einer offenen Volkswirtschaft. Nun sorgte der Wechselkursmechanismus für den Ausgleich am Devisenmarkt. Es ist offensichtlich, daß hier bewegliche Wechselkurse unterstellt wurden.⁷²

Der „Elastizitätenansatz“ basiert auf der – auf von Thünen zurückgehenden – Marginalanalyse und untersucht die Auswirkungen kleiner, also marginaler Veränderungen von ökonomischen Variablen auf Haushalte, Unternehmen und verschiedene endogene Größen. Die Basis hierfür schuf A. Marshall⁷³ mit seiner Analyse des Verhältnisses der relativen Änderung der abhängigen Variablen zur relativen Änderung

69 Vgl. P. Bofinger, Wechselkursstheorien und Wirtschaftspolitik, in: Kredit und Kapital (1986), S. 184–212, besonders S. 188–193.

70 Einen Kontrapunkt zu den Stromgrößenansätzen bildeten die später entwickelten Finanzmarktansätze, welche Bestandsgrößen in den Vordergrund rückten.

71 Es ist zwischen Wechselkursmechanismus im engeren bzw. im weiteren Sinne zu unterscheiden. Wechselkursmechanismus im engeren Sinne bedeutet, daß innerhalb eines Systems grundsätzlich fester, aber veränderbarer Wechselkurse eine einmalige Wechselkursanpassung beschlossen wird. Hier löst die exogene Änderung des Wechselkurses also einen Anpassungsprozeß aus, der als Primärwirkung auf verschiedene ökonomische Größen wie Handelsbilanz und Einkommen wirkt; deren Veränderungen wiederum bedingen Rückkopplungseffekte auf den Wechselkurs. Die Wechselkursbewegung steht am Anfang des Anpassungsprozesses. Diese Theorievariante gehört also zu denjenigen, welche die gesamtwirtschaftlichen Folgen einer Wechselkursänderung analysieren. Der Wechselkursmechanismus im weiteren Sinne stellt auf die Analyse ab, wann das Gleichgewicht auf dem Devisenmarkt als Folge des Marktprozesses, also ohne behördliche Einwirkung, erreicht wird. Hier unterliegt der Wechselkurs Veränderungen, er dient sozusagen als Puffer; andere ökonomische Größen können unverändert bleiben. Hier ist die Wechselkursbewegung das Ergebnis des Anpassungsprozesses. Diese Variante zählt somit zu den Theorien der Wechselkursbestimmung. Vgl. Kleiner, Wechselkursstheorie (wie Anm. 54), S. 104. Entsprechend auch F. Machlup, Explaining Changes in Balances of Payments and Foreign Exchange Rates: A Polemic Without Graphs, Algebra and Citations, in: J. Chipman/ C. Kindleberger (Hrsg.), Flexible Exchange Rates and the Balance of Payments. Amsterdam 1980, S. 99–109, besonders S. 102.

72 Vgl. Kleiner, Wechselkursstheorie (wie Anm. 54), S. 102. „Beweglich“ ist zum einen in dem Sinne zu verstehen, daß der Wechselkurs infolge einer politischen Entscheidung an die Marktverhältnisse oder eine wirtschaftspolitische Zielsetzung angepaßt werden kann – eine Konsequenz der damaligen Erfahrungen mit dem Abwertungswettlauf und grundlegend für die Konzeption des Währungssystems von Bretton Woods. Zum anderen ist „beweglich“ im Sinne von Wechselkursflexibilität zu verstehen, wie im Weltwährungssystem nach 1973 praktiziert.

73 Vgl. A. Marshall, Money, Credit and Commerce. London 1924.

der unabhängigen Variablen (Marshall-Lerner-Bedingung). Der „Elastizitätenansatz“, der im wesentlichen auf der Vorstellung des Wechselkursmechanismus im engeren Sinne basiert, wird auf J. Robinson zurückgeführt.⁷⁴ Er sollte Aufschluß darüber geben, ob eine Abwertung ein außenwirtschaftliches Defizit bzw. eine Aufwertung einen Überschuß reduzieren kann (bei normaler Reaktion der Zahlungsbilanz) oder ob die Zahlungsbilanz auf eine Wechselkursänderung anormal reagiert (J-Kurven-Effekt). Die Relevanz der Export- und Importelastizitäten im In- und Ausland für die Beurteilung der Art und des Ausmaßes der Reaktion der Leistungsbilanz wurde herausgearbeitet.⁷⁵ Unter der Annahme, in- und ausländische Güter seien unvollkommene Substitute, kann infolge einer relativen Verbilligung inländischer Güter gemäß diesem Modell nur dann ein Aktivsaldo in der Handelsbilanz erreicht werden, wenn die Absolutwerte der Preiselastizitäten der Importe und der Exporte in der Summe größer als eins sind. Da Interdependenzen zwischen Handelsbilanz und binnenwirtschaftlichen Größen unberücksichtigt bleiben, handelt es sich um ein partielles Modell. Die theoretische Entwicklung des Ansatzes war bis 1950 abgeschlossen.⁷⁶ Es waren die Probleme der Zwischenkriegszeit mit der Goldbindung und deren Aufhebung am Ende des restaurierten Goldstandards, die der Analyse der umgekehrten Kausalitätskette den Weg bereiteten und der Interpretation des Wechselkurses als Variable zum Durchbruch verhelfen. Somit fand die im Abwertungswettbewerb praktizierte Wechselkurspolitik und die Vorstellung vom Wechselkurs als wirtschaftspolitischem Instrument Einzug in die Wechselkursstheorie. Auch hier wird wieder der Einfluß der Empirie auf die Weiterentwicklung der Theorie deutlich.

Der theoretischen Notwendigkeit, die partiellen Elastizitäten durch Totalelastizitäten zu ersetzen, trugen einige Arbeiten Rechnung.⁷⁷ Bald wurde jedoch „der komplizierte Formalismus des preistheoretischen Ansatzes der Wechselkursstheorie“⁷⁸ bei der empirischen Ermittlung der einzelnen Elastizitätswerte kritisiert.⁷⁹ Aber nicht nur diese formalistische Kritik trug zur Weiterentwicklung des Theorieangebots bei, sondern vielmehr die Erfahrungen der Nachkriegszeit. Im Bretton-Woods-System waren die ersten Paritäten festgesetzt worden und in einer ersten Abwertungsrunde 1949 auch bereits wieder revidiert worden. Aber die erwarteten Auswirkungen blieben zumindest dem Umfang nach aus. Die Wechselkursstheorie stand nunmehr vor dem Problem, die Folgen punktueller Auf- und Abwertungen einzelner Währungen

74 Vgl. J. Robinson, *The Foreign Exchanges*, in: dies. (Hrsg.), *Essays in the Theory of Employment*. Oxford 1947, S. 134–155. Eine erste Ausformulierung geht auf Bickerdike zurück. Vgl. F. Bickerdike, *The Instability of Foreign Exchanges*, in: *The Economic Journal* 30 (1920), S. 118–122.

75 Vgl. G. Haberler, *The Market for Foreign Exchange and the Stability of Balance of Payments: A Theoretical Analysis*, in: *Kyklos* (1949), S. 193–218, besonders S. 196–202, und K. Rose, *Theorie der Außenwirtschaft*. München 1989, S. 50–64.

76 Vgl. H. Kleinewefers, *Theorie und Politik der Abwertung*. Tübingen 1969, S. 4 f.

77 Vgl. insbesondere S. Laursen/ L. Metzler, *Flexible Exchange Rates and the Theory of Employment*, in: *The Review of Economics and Statistics* 32 (1950), S. 281–299.

78 Kleinewefers, *Abwertung* (wie Anm. 76), S. 25.

79 Auch bezweifelten manche Ökonomen inzwischen, ob angesichts der zahlreichen Marktunvollkommenheiten ein Zahlungsbilanzausgleich ausschließlich mit Hilfe des Preismechanismus erreicht werden konnte. Vgl. M. de Vries, *The Par Value System: An Overview*, in: J. Horsefield (Hrsg.), *The International Monetary Fund 1945–1965*, Bd. 2. Washington 1969, S. 39–50, besonders S. 45.

zu erklären. Denn im System des „crawling peg“ waren Paritätsänderungen als wirtschaftspolitisches Instrument erstmals explizit installiert worden. Zudem hatten sich die wirtschaftspolitischen Probleme der Nachkriegszeit im Vergleich zu früheren Zeiten verändert. Im Gegensatz zur Weltwirtschaftskrise herrschte nach dem Zweiten Weltkrieg Überbeschäftigung. Die Gefahr von Inflation trat wieder in den Vordergrund, denn der Nachfrageboom infolge des Koreakrieges führte zu Preissteigerungstendenzen und einer Erhöhung der Importnachfrage, die auf die Handelsbilanz einen zu den vorangegangenen Abwertungen entgegengerichteten Effekt ausübte. Die nunmehr zur Verfügung stehende keynesianische Beschäftigungstheorie hatte gezeigt, daß nicht nur Geldmenge und Preisniveau außenwirtschaftlichen Einflüssen ausgesetzt sind. Vielmehr konnte abgeleitet werden, daß durch außenwirtschaftliche Vorgänge die Gesamtnachfrage, damit verbunden auch das Produktionsniveau und die Beschäftigungslage tangiert werden. Der damalige Stand der Theorie legte den Schluß nahe, daß ein Land keine Möglichkeiten hatte, sich gegen außenwirtschaftliche Einflüsse zur Wehr zu setzen.⁸⁰ Nun wurden die Geld- und Fiskalpolitik als direkte Alternativen zur Wechselkurspolitik gesehen („policy-mix“). Die traditionelle Vorstellung von einem automatischen Zahlungsbilanzausgleich trat in den Hintergrund und machte der keynesianischen Vorstellung Platz, die Wirtschaftspolitik sei für den Zahlungsbilanzausgleich verantwortlich; die Idee von der Steuerbarkeit ökonomischer Abläufe setzte sich durch.⁸¹

Ein Forschungsstab beim Internationalen Währungsfonds untersuchte die Auswirkungen, die auf die amerikanische Handelsbilanz von den Abwertungen des Jahres 1949 einerseits und der Belebung der amerikanischen Konjunktur andererseits ausgingen.⁸² Die inländische Absorption wurde als wichtige Determinante im Zahlungsbilanzausgleich angesehen. Mit dem Absorptionsansatz gelang die Erweiterung zu einem gesamtwirtschaftlichen Ansatz. Nun wurden die Interdependenzen zwischen makroökonomischen Variablen in der Binnenwirtschaft und außenwirtschaftlichen Variablen analysiert. Als Begründer dieses Ansatzes gilt S. Alexander⁸³, der zu dieser Zeit die Finanzabteilung des Internationalen Währungsfonds leitete. Im Zentrum des Absorptionsansatzes stehen folgende Hypothesen: Unter der Annahme vollständiger Gütersubstitution wird zum einen in der Handelsbilanz ein Saldo durch die Divergenz zwischen heimischer Produktion und heimischer Absorption verursacht. Zweitens wird in der Leistungsbilanz ein Saldo durch die Divergenz zwischen gesamtwirtschaftlicher Ersparnis und Investition verursacht.⁸⁴ So setzt sich in diesem Modell das Volkseinkommen aus Konsum, Investitionen, Staatsausgaben und Ausenbeitrag zusammen. Die in diesem Modell formulierte Frage lautet: Wie beein-

80 Vgl. Kleiner, Wechselkursstheorie (wie Anm. 54), S. 162 f.

81 Vgl. International Monetary Fund (Hrsg.), Annual Report. Washington 1952, S. 8 f.

82 Vgl. International Monetary Fund (Hrsg.), Annual Report. Washington 1951, S. 1–26 und S. 33–36; J. Polak, Contribution of the September 1949 Devaluations to the Solution of Europe's Dollar Problems, in: International Monetary Fund (Hrsg.), Staff Papers 2 (1951).

83 Vgl. S. Alexander, Effects of Devaluation on a Trade Balance, in: International Monetary Fund (Hrsg.), Staff Papers 2 (1952).

84 Vgl. I. Größl-Gschwendtner, Zahlungsbilanz und Wechselkursstheorie. München 1991, S. 23.

flußt eine Abwertung die Absorption bzw. das Volkseinkommen und wie beeinflußt die Veränderung des Volkseinkommens die Absorption?

Seinen umfassendsten Ausdruck fand das keynesianische Wechselkursmodell im sogenannten Mundell-Fleming-Modell⁸⁵, dessen besonderer Beitrag die Berücksichtigung der Kapitalbewegungen ist. Für ein kleines Land lassen sich unter der Annahme der Starrheit der Güterpreise folgende Aussagen über die Determinanten des Wechselkurses machen: 1. Eine Erhöhung der Geldmenge führt zur Senkung des Zinssatzes und in der Folge zu Kapitalexporten und zu einer Abwertung der inländischen Währung. 2. Eine Erhöhung der Staatsausgaben bewirkt einen Anstieg des Zinssatzes und führt somit zu Kapitalimporten; sie führt andererseits jedoch über eine Erhöhung einkommensabhängiger Importe zu einer Verschlechterung der Handelsbilanz. Die Wirkung auf den Wechselkurs ist daher unbestimmt und hängt von den Importneigungen sowie der Kapitalmobilität ab. In diesem Modell wird der Wechselkurs also durch reale Faktoren – Veränderung des Volkseinkommens und internationale Zinsdifferenzen – determiniert.⁸⁶

Dieser Modelltyp blieb viele Jahre prägend und repräsentierte die Probleme und Fragestellungen des Währungssystems von Bretton Woods. Er wurde von H. Johnson⁸⁷ zum monetären Zahlungsbilanzansatz erweitert, indem er die Anlagestruktur der Ersparnis berücksichtigte.⁸⁸ In diesen Modellen gilt ein Geldmarktgleichgewicht als zentrale Ursache für ein Ungleichgewicht in der Zahlungsbilanz. Folgende Annahmen müssen erfüllt sein: Der Güterstrom wird von Entscheidungen über die Kassenhaltung dominiert und in- sowie ausländische Güter sind vollständige Substitute; es gibt für alle Länder nur einen Preis. Außerdem wird infolge der unterstellten Reallohnflexibilität stets Vollbeschäftigung vorausgesetzt – eine Annahme, die selbst von vielen Neoklassikern zunehmend in Frage gestellt wurde.⁸⁹

85 Vgl. die grundlegenden Arbeiten von J. Fleming, *Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates*, in: International Monetary Fund (Hrsg.), *Staff Papers* 9 (1962), S. 369–380; R. Mundell, *International Economics*. New York 1968; sowie die bekannteste Ausarbeitung von R. Dornbusch, *Open Economy Macroeconomics*. New York 1980, Kap. 11.

86 Vgl. R. Shams, *Wechselkursstheorie und -politik*. München 1985, S. 33 f.

87 Vgl. H. Johnson, *Toward a General Theory of the Balance of Payments*. Aufsatz von 1969, wiederabgedruckt in: J. Frenkel/ H. Johnson (Hrsg.), *The Monetary Approach to the Balance of Payments*. London 1976, S. 46–93.

88 Diese Modelle blieben immer noch auf traditionelle Weise bei der Analyse von Zahlungsbilanzphänomenen, bei der die monetären Gegenwerte der realen internationalen Transaktionen betrachtet wurden. Die Loslösung der monetären Theorie von der Zahlungsbilanz erfolgte erst später mit dem Finanzmarktansatz.

89 Vgl. Gröbl-Gschwendtner, *Wechselkursstheorie* (wie Anm. 84), S. 109.



Quelle: Margarete Wagner-Braun, *Der langfristige Gleichgewichtswchselkurs im Rahmen der Weltwährungssysteme nach dem Zweiten Weltkrieg. Ein aktuelles Problem aus wirtschaftshistorischer Sicht.* Regensburg 1991.

Die Abbildung gibt einen groben Überblick über die Hauptrichtungen der Theorieentwicklung. Die beiden grundlegenden Bausteine der Wechselkursstheorie finden in unterschiedlichem Umfang Eingang in die verschiedenen Varianten der modernen Wechselkursstheorien.

3. Das Scheitern der Festkurssysteme als neuer Anstoß für die Weiterentwicklung der Wechselkursstheorie

Die zunehmenden, einseitig ausgerichteten Kapitalbewegungen, die das Weltwährungssystem von Bretton Woods schließlich im Jahr 1973 zum Scheitern brachten, riefen eine heftige wissenschaftliche Diskussion über das „richtige“ Währungssystem hervor: feste Wechselkurse versus flexible Wechselkurse.⁹⁰ Die bis dahin dominante keynesianische Wechselkursstheorie, aber auch die monetäre Theorie und die Kaufkraftparitätentheorie konnten die mit der Einführung flexibler Wechselkurse verbundenen starken Wechselkursschwankungen nicht erklären. Das vorhandene

⁹⁰ Ob und wie eine Volkswirtschaft sich in Abhängigkeit vom Währungssystem von außenwirtschaftlichen Einflüssen abschotten kann, zeigte unter anderen M. v. Whiteman, *Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payments*, in: *Brookings Papers on Economic Activity* 3 (1975), S. 491–536.

Theoriegerüst war angesichts der empirischen Entwicklung völlig unzureichend. Die Kapitalbewegungen zeigten keinen direkten Zusammenhang mit den Entwicklungen in der Leistungsbilanz und die Wechselkursschwankungen hatten kaum noch etwas mit den internationalen Inflationsdifferenzen gemeinsam. Erneut galt es, für die veränderten Währungsverhältnisse, in diesem Fall die neue und bis dahin unbekannte extreme Volatilität der Wechselkurse, Erklärungen zu finden. Erstmals in der Geschichte wurde begonnen, zwischen lang- und kurzfristigen Wechselkursschwankungen zu unterscheiden. Die vorhandenen und die hinzukommenden Wechselkursatheorien wurden fortan dahingehend kategorisiert, welche Art von Schwankungen sie erklären können. So wurden auch die Determinanten des Wechselkurses in kurz- und langfristig wirkende klassifiziert. Von nun an wurde die Wechselkursatheorie in sehr raschem Tempo weiterentwickelt, so daß bald eine verwirrende Vielzahl von Modellen vorlag. Die damit verbundene Suche nach dem empirischen Erklärungsgehalt der einzelnen Theorien zeigt sich darin, daß diese empirischen Tests unterzogen wurden. Dabei schnitten die neu aufgestellten Theorien jedoch in der Regel nicht sehr gut ab, was zur Entwicklung immer weiterer Theorievarianten führte.⁹¹ Der besondere Innovationswert der neuen Theorien lag in der weitgehenden Loslösung von der Zahlungsbilanz. Diese wurde zwar nach wie vor als eine Determinante des Wechselkurses angesehen, ihr wurde jedoch nicht mehr die zentrale Rolle zuerkannt. Vielmehr war nun die Zahlungsbilanz ein Bestimmungsgrund des Wechselkurses innerhalb eines ganzen Bündels von Einflußfaktoren. Es entstanden die sogenannten Finanzmarktansätze als völlig neue Denkrichtung.⁹²

Am Ausgangspunkt dieses Prozesses wurde als wichtigste Schwäche des Mundell-Fleming-Modells die stromtheoretische Erklärung der Kapitalbewegungen kritisiert. Unter der Führung von M. Friedman formierte sich der monetaristische Ansatz⁹³ als Gegenbewegung zur keynesianisch geprägten Theorie, der die im Mundell-Fleming-Modell vernachlässigte Angebotsseite wieder verstärkt betonte.⁹⁴ Kapitalbewegungen wurden zunehmend als ein Ergebnis von Veränderungen des Vermögensbestandes angesehen. Im Finanzmarktansatz werden die Wechselkurse durch ein Bestandsgleichgewicht verschiedener, international gehandelter Vermögenstitel, also durch ein Portfoliogleichgewicht, bestimmt.⁹⁵ Portfolios enthalten Bestände in- und ausländischer Finanzaktiva. Ein Gleichgewicht liegt vor, wenn die erwarteten Erträge jeweils gleich sind. Kommt es zu einer Änderung des Inlands- bzw. Auslandszinsatzes oder der (erwarteten) Wechselkursänderungsrate, dann erfolgen so lange Bestandsumschichtungen, bis ein neuer Gleichgewichtszustand erreicht ist. Die Erwartungen über die künftigen Entwicklungen ökonomischer Größen, insbesondere

91 Vgl. Wagner-Braun, Gleichgewichtswchselkurs (wie Anm. 31), S. 93.

92 Dieser der monetären Theorie zuzuordnende Modelltyp bildete einen Kontrapunkt zur bislang vorherrschenden keynesianischen Wechselkursatheorie.

93 Monetäre Modelle werden ausführlich dargestellt bei J. Heubes, Monetäre Außenwirtschaftstheorie. München 2001, insbesondere Kap. 5.

94 Vgl. L. Arnold, Business Cycle Theory. Oxford 2002, S. 46.

95 Vgl. Shams, Wechselkursatheorie (wie Anm. 86), S. 35.

infolge des Auftretens neuer Informationen, nehmen eine zentrale Position ein.⁹⁶ Der Wechselkurs wird hier also durch die internationale Arbitrage von Finanzaktiva bestimmt. In diesen Modellen setzen Anlageentscheidungen, losgelöst vom realen Sektor, Kapitalströme in Gang, die zu einer Veränderung der flexiblen Wechselkurse führen. Reale Faktoren können den Wechselkurs nur dann beeinflussen, wenn sie zuerst die Geldnachfrage verändern: Der Wechselkurs wird somit vom monetären Sektor bestimmt.⁹⁷ Wesentliche Elemente dieser Ansätze sind also das Geldmarktgleichgewicht und die Gültigkeit der Kaufkraftparitätentheorie, die in diesem Zusammenhang eine Renaissance erlebte und aufbauend auf Cassels Arbeiten weiterentwickelt wurde.⁹⁸

Die Finanzmarktansätze untersuchen das Phänomen des empirisch beobachtbaren Überschießens der aktuellen Wechselkurse über ihren Gleichgewichtswert, wobei der Gleichgewichtswechselkurs als von langfristig wirkenden, die starken kurzfristigen Schwankungen als von kurzfristig wirkenden Determinanten bestimmt gelten; Erwartungen und neue Informationen wurden als wichtige kurzfristige Einflußfaktoren in die Modelle eingebaut und es wurde unterstellt, daß Finanzmärkte eine höhere Anpassungsgeschwindigkeit an exogene Störungen aufweisen als die Gütermärkte.⁹⁹ Somit wurden die kurzfristigen Wechselkursreaktionen aus den Gleichgewichtsbedingungen für Finanzmärkte abgeleitet und die langfristigen Wechselkursbewegungen aus den Gleichgewichtsbedingungen für die Gütermärkte. Die schnelle Reaktion der Finanzmärkte wurde in der Regel mit der Zinsparitätentheorie in Verbindung gebracht und die verzögerte Reaktion der Gütermärkte mit der Reaktion der Preisniveaus, also auch der Kaufkraftparitäten. So erlangten die beiden Bausteine der Wechselkursstheorie erneut aktuelle Bedeutung.¹⁰⁰ Die Umsetzung dieses Grundgedankens erfolgte allerdings auf sehr unterschiedliche Art. Eine Klassifizierung kann analog zur Abbildung auf Seite 98 erfolgen, die eine Einteilung der Finanzmarktansätze in Varianten mit und ohne Risikoprämie vornimmt. Monetäre Finanzmarktansätze mit sofortiger Preisanpassung¹⁰¹ unterstellen die kurz- und langfristige Gültigkeit der Kaufkraftparitätentheorie. Die monetären Finanzmarktansätze mit rigiden

96 Dieser Ansatz zeigt Parallelen zur Analyse der Aktienmärkte.

97 Vgl. P. Hallwood/R. MacDonald, *International Money, Theory, Evidence and Institutions*. Oxford 1988, S. 85–88.

98 Besonders hervorzuheben sind hier die Arbeiten von Officer. Vgl. zum Beispiel: L. Officer, *The Purchasing Power Parity Theory of Exchange Rates: A Review Article*, in: *International Monetary Fund (Hrsg.), Staff Papers* 23 (1976), S. 1–60; ders., *Effective Exchange Rates and Price Ratios over the Long Run: a Test of the Purchasing-Power-Parity Theory*, in: *Canadian Journal of Economics* 13 (1980), S. 206–230; ders., *Relationship (wie Anm. 61)*, S. 251–255. Einen guten Überblick über die mit der praktischen Berechnung der Kaufkraftparitätentheorie verbundenen Probleme gibt M. Yaar, *Die Wiederbelebung der Kaufkraftparitätentheorie. Eine Bestandsaufnahme der Theorie und Empirie*. Diss. Köln 1985, besonders Kap. 5 und 6, sowie B. Moser, *Test der Kaufkraftparitätentheorie. Der Frankenkurs des Dollars (1973-1980)*. Bern 1983.

99 Vgl. R. Dornbusch, *Expectations and Exchange Rate Dynamics*, in: *Journal of Political Economy* 84 (1976), S. 1161–1176, besonders S. 1171.

100 Den Stellenwert dieser Theoriebausteine für die moderne Wechselkursstheorie würdigt Isard, *Exchange Rate (wie Anm. 50)*, Kap. 4 und 5.

101 Vgl. die zentralen Arbeiten von J. Frenkel, *A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence*, in: *Scandinavian Journal of Economics* 78 (1976), S. 200–224; ders., *Exchange Rates*,

Preisen¹⁰² hingegen akzeptieren die Gültigkeit der Kaufkraftparitätentheorie nur für lange Fristen, während der Wechselkurs in der kurzen Frist von der Zinsparität determiniert wird.¹⁰³ Mit der Einführung einer Risikoprämie wurden die portfoliotheoretischen Ansätze¹⁰⁴ formuliert: Bei unsicheren Erwartungen genügt es einem risikoscheuen Investor nicht mehr, den Ertragswert seines Portfolios zu maximieren; vielmehr spielt der Sicherheitsaspekt bei der Portfoliodiversifikation eine entscheidende Rolle.¹⁰⁵

Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen verlor der US-Dollar endgültig seine Führungsrolle als Reservewährung und teilte diese Funktion mit anderen Währungen, insbesondere dem Yen und der D-Mark. Diese empirisch zu beobachtende Tatsache führte zu einer Erweiterung der Finanzmarkttheorie um die sogenannten Währungssubstitutionsmodelle¹⁰⁶, die neben Vermögenstiteln zusätzlich die Haltung in- und ausländischen Geldes in die Portfolios mit einbeziehen.¹⁰⁷

Insgesamt betrachtet hat der mit der Freigabe der Wechselkurse verbundene „Theorieboom“ die Weiterentwicklung der Wechselkursstheorie sehr forciert. Dennoch wurde kein Modell mit hinreichendem Erklärungsgehalt gefunden; denn die ökonomischen Gegebenheiten sind inzwischen so komplex geworden, daß sie ein vereinfachtes Modell, vergleichbar dem des klassischen Goldstandards, nicht mehr abbilden kann. Auch die den Volkswirtschaften innewohnende Dynamik warf immer wieder neue Fragen auf, die von der vorhandenen Theorie (noch) nicht beantwortet werden konnten.¹⁰⁸ Allerdings wurden die Einsichten in die theoretischen Zusammenhänge bezüglich Wirkungsrichtung und Zusammenspiel der relevanten Determinanten ganz erheblich verbessert. So ist festzustellen, daß die Wechselkursentwicklung theoretischen Gesetzmäßigkeiten folgte und keinem „random walk“, wie es einige wenige Ansätze zu zeigen versuchten.¹⁰⁹

Prices, and Money: Lessons from the 1920s, in: *American Economic Review* 70 (1980), S. 235–249; M. Mussa, The Exchange Rate, the Balance-of-Payments and Monetary and Fiscal Policy under a Regime of Controlled Floating, in: *Scandinavian Journal of Economics* 78 (1976), S. 229–248; J. Bilson, The Monetary Approach to the Exchange Rate: Some Empirical Evidence, in: *International Monetary Fund (Hrsg.), Staff Papers* 25 (1978), S. 48–75.

102 Vgl. die zentralen Arbeiten von Dornbusch, *Expectations* (wie Anm. 99), S. 1161–1176; J. Frankel, *On the Mark: A Theory of Floating Exchange Rates Based on Real Interest Differentials*, in: *American Economic Review* 69 (1979), S. 620–622.

103 Vgl. auch Shams, *Wechselkursstheorie* (wie Anm. 86), S. 43–51.

104 Vgl. die zentralen Arbeiten von W. Branson, *Asset Markets and Relative Prices in Exchange Rate Determination*, in: *Sozialwissenschaftliche Annalen* 1 (1977), S. 69–89, ebenfalls erschienen in: *International Finance* 20 (Juni 1980), sowie P. Kouri, *The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short and the Long Run: A Monetary Approach*, in: *Scandinavian Journal of Economics* 78 (1976), S. 280–304.

105 Zu Einzelheiten dieser Theorievarianten und zu Literaturhinweisen vgl. Wagner-Braun, *Gleichgewichtswechselkurs* (wie Anm. 31), S. 95–99; Kleiner, *Wechselkursstheorie* (wie Anm. 54), S. 307–335; E. Heri, *Bestimmungsgründe kurzfristiger Wechselkursfluktuationen*. Hamburg 1982, Kap. 5; Bofinger, *Wechselkursstheorien* (wie Anm. 69), S. 196–203.

106 Vgl. die zentralen Arbeiten von R. Ohr, *Internationale Interdependenz nationaler Geld- und Gütermärkte bei flexiblen Wechselkursen*. Hamburg 1980, und A. Brilembourg/S. Schadler, *A Model of Currency Substitution in Exchange Rate Determination*, in: *International Monetary Fund (Hrsg.), Staff Papers* 26 (1979), S. 513–542.

107 Vgl. Heri, *Bestimmungsgründe* (wie Anm. 105), S. 63–65.

108 Vgl. M. Gilbert, *The Gold-Dollar System: Conditions of Equilibrium and the Price of Gold*, in: B. Eichengreen (Hrsg.), *The Gold Standard in Theory and History*. New York 1985, S. 229–249, besonders S. 230.

109 Vgl. Wagner-Braun, *Gleichgewichtswechselkurs* (wie Anm. 31), S. 99.

IV. Schlußfolgerung

Ziel der Arbeit war es nicht, einen detaillierten Überblick über die einzelnen Strömungen innerhalb der Wechselkursstheorie aufzuzeigen oder gar die einzelnen Theorien selbst darzustellen. Das wäre angesichts der Vielfalt des Theoriegebäudes und im Hinblick auf die dem Umfang eines Aufsatzes gesetzten Grenzen ohnehin völlig unmöglich gewesen. Es galt lediglich die Grundzüge und Hauptströmungen der Zahlungsbilanz- und Wechselkursstheorien heranzuziehen, um zu zeigen, daß die jeweils veränderten Währungsverhältnisse als Impulse für die Weiterentwicklung der Theorie fungierten. Die Literaturhinweise mögen als Anregungen für ein tieferes Studium der Geschichte der Währungssysteme und der Wechselkursstheorie dienen.

Es wurde deutlich, daß sich immer dann, wenn sich das Weltwährungssystem veränderte, die Wechselkursstheorie verstärkt weiterentwickelte: sei es durch Vervollständigung oder Verfeinerung der bestehenden Strömungen, sei es durch das Aufzeigen eines Kontrapunktes zum jeweils vorherrschenden Theoriestand. Keines der Weltwährungssysteme wurde aufgrund einer ökonomischen und zukunftsorientierten Entscheidung reformiert oder durch einen besseren Vorschlag ersetzt. Mit Ausnahme des klassischen Goldstandards, den der Erste Weltkrieg beendete, führte immer der Markt eine Korrektur herbei. Letztendlich konnten sich die Weltwährungssysteme mit festen Wechselkursen nicht behaupten. Zudem gelang es der Wechselkursstheorie nicht, ex ante Verbesserungsvorschläge bezüglich des Weltwährungssystems zu formulieren, die dann in der praktischen Währungs- und Wechselkurspolitik einen nachhaltigen Niederschlag gefunden hätten. Vielmehr hinkte die Theorie hinter der empirischen Entwicklung her. Marktteilnehmer und Ökonomen wurden jeweils von den Ereignissen an den Devisenmärkten in dem Sinne überrascht, daß die in ein bestehendes Währungssystem gesetzten Erwartungen nicht erfüllt wurden. Diese Unzufriedenheit über die empirische Entwicklung wirkte als Innovationsimpuls.

War der klassische Goldstandard noch ganz von der klassischen Theorie determiniert, entwickelten sich nach dem Übergang zum restaurierten Goldstandard in der Zwischenkriegszeit neue Modelle, die dann in der Nachkriegszeit – im Währungssystem von Bretton Woods – von der keynesianischen Theorie beeinflusst und weiterentwickelt wurden. Nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems reichte das vorhandene Theoriegebilde nicht aus, um die Wechselkursschwankungen nach der Freigabe der Wechselkurse im Jahr 1973 zu erklären. Die Wechselkursstheorie erfuhr daraufhin einen enormen Aufschwung und erreichte eine kaum noch zu überblickende Fülle.

Über Jahrzehnte hinweg blieb die monetäre Theorie in der „Opposition“ und erhielt vielleicht gerade aus dieser Position heraus immer wieder Innovationsimpulse. Denn das Werben für die ökonomisch gewollte und dauerhafte Realisierung eines Währungssystems mit flexiblen Wechselkursen erforderte den Beweis der Überlegenheit eines derartigen Systems, den letztendlich aber nicht die Theorie selbst erbrachte, sondern der Markt.

(PD Dr. Margarete Wagner-Braun, Universität Regensburg, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Lehrstuhl für Wirtschaftsgeschichte, Universitätsstraße 31, 93053 Regensburg)