

A nighttime photograph of a cityscape, likely Frankfurt, featuring a river in the foreground with reflections of city lights. In the background, several modern buildings are illuminated, including a prominent skyscraper on the right. The sky is a deep blue with some clouds.

Heiner Flassbeck

Preise, Zins

und Warum offene Volkswirtschaften  
untrennbar miteinander verbunden sind

Wechselkurse

WESTEND

**W E S T E N D**



HEINER FLASSBECK

# PREISE, ZINS UND WECHSELKURSE

Warum offene Volkswirtschaften  
untrennbar miteinander verbunden sind

Eine vollständig kommentierte Neuauflage

WESTEND

Mehr über unsere Autoren und Bücher:  
[www.westendverlag.de](http://www.westendverlag.de)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.



ISBN 978-3-86489-262-2

© Westend Verlag GmbH, Frankfurt/Main 2019

Umschlaggestaltung: mxd, Westend Verlag GmbH

Satz: Publikations Atelier, Dreieich

Druck und Bindung: CPI – Clausen & Bosse, Leck

Printed in Germany

# Inhalt

Vorwort	7
Einführung	11
I. Vom Goldstandard zu marktbestimmten Wechselkursen	17
I.1. Die Anfänge im Merkantilismus	18
I.2. Der klassische Automatismus	22
I.3. Der moderne Automatismus	35
II. Zahlungsausgleich bei flexiblen Wechselkursen	41
II.1. Das Transfer-Problem	42
II.2. Zahlungsbilanztheorie und flexible Wechselkurse	50
II.3. Exkurs: Monetäre Zahlungsbilanztheorie	57
II.4. Zahlungsbilanzausgleich bei flexiblen Wechselkursen	65
III. Stabilitätspolitische Autonomie bei flexiblen Wechselkursen	77
III.1. Zur Logik der Kaufkraftparitätentheorie	77
III.2. Stabilitätspolitische Autonomie	80
III.3. Der optimale Währungsraum	86
III.4. Exkurs: Währungswettbewerb	99
IV. Der Konjunkturverbund bei flexiblen Wechselkursen	104
IV.1. Der Konjunkturzusammenhang in quantitäts-theoretischer Sicht	105

IV.2. Flexible Wechselkurse versus flexible Preise	107
IV.3. Exkurs: Der Laursen/Metzler-Effekt	110
IV.4. Preis-, Zins- und Wechselkursflexibilität	115
V. Mikro- und makroökonomische Anpassungs- effizienz	125
V.1. Mikroökonomische Anpassungsprozesse bei flexiblen Wechselkursen	126
V.2. Das Erwartungskonzept	137
V.3. Makroökonomisches Gleichgewicht	147
VI. Reflexionen zum Stand der Wissenschaft und zu wirtschaftspolitischen Folgerungen	153
VII. Literatur	167
Namensverzeichnis	176
Anmerkungen	178

# Vorwort

Der theoretische Kern dieser Arbeit entstand in den Jahren 1977 bis 1979, einer Zeit also, in der die praktischen Erfahrungen mit einem System flexibler Wechselkurse scheinbar noch wenig Anlass boten, die theoretischen Grundlagen des Paradigmas marktbestimmter Wechselkurse fundamental in Frage zu stellen: Zwar gab es das Phänomen des »Überschießens« der Wechselkurse schon, doch die Richtung der Wechselkursänderungen stimmte in der Regel mit den Unterschieden in den »fundamentalen Daten« der beteiligten Volkswirtschaften überein. In dem lange Zeit als Glaubenskrieg geführten wissenschaftlichen Streit um feste versus flexible Wechselkurse war es ruhig geworden. Eine Position »contra flexible« existierte praktisch nicht mehr. Auch alte Beschreibungen und Erklärungen spekulativer Auswüchse an sich selbst überlassenen Devisen- und Kapitalmärkten wie die von Wicksell, Keynes und Hayek waren in Vergessenheit geraten oder wurden als Elaborate vorwissenschaftlicher Spekulation abgetan.

Doch Anfang der 1980er Jahre begannen die Mauern zu bröckeln. Die tatsächliche Entwicklung der Kurse zwischen den wichtigsten Weltwährungen, die nicht einmal mehr in die »richtige« Richtung gingen, gab dem herrschenden Paradigma eines sich selbst stabilisierenden und stetig verändernden Wechselkurses Rätsel auf, die einer Lösung nicht mehr nahe gebracht werden konnten. Zwar hielt sich die (normale) Wissenschaft zunächst mit ad hoc-Hypothesen über Wasser, doch die Erschütterung durch immer neue Anomalien brachte sie in eine ausweglose Lage. Jetzt

scheint der Weg frei, von vorne ein System marktbestimmter Wechselkurse zu überdenken.

So ist es nicht nur an, sondern auch in der Zeit, diesen Versuch des Verstehens eines komplexen Phänomens der wissenschaftlichen Öffentlichkeit zugänglich zu machen. Dabei ist es unvermeidlich, dass alte Erklärungsmuster herausgefordert und überkommene Denkstrukturen in Frage gestellt werden. Das gilt nicht nur inhaltlich, sondern auch hinsichtlich des verwendeten wissenschaftlichen Instrumentariums. Nur die etablierte ökonomische Theorie verfügt über eine einheitliche Methodik, innerhalb derer praktisch alle Erklärungsversuche stattfinden und die eine kaum zu unterschätzende Rolle bei der Immunisierung gegen kritische Vorstöße spielt. Das allgemeine, zeitlose Gleichgewicht ist das am meisten verbreitete dieser Konzepte. Der Außenseiter dagegen kann (noch) nicht ein ähnlich ausgefeiltes Instrumentarium bzw. eine weitgehend normierte Sprache vorweisen. Normalerweise genügt schon das, um seinen Ansatz als vorwissenschaftlich zu qualifizieren. Doch die erschütterte herrschende Lehre reagiert anders. Übermächtige Anomalien bereiten den Boden, auf dem man Nachdenken wieder erwarten kann.

Inzwischen hat die Politik, in ihrem Bemühen, die größten Auswüchse des Systems flexibler Wechselkurse zu mildern, die Theorie weit überholt und das Experiment marktbestimmter Wechselkurse beendet. De facto besteht spätestens seit März 1987 ein System fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse. Doch nur ein viel tieferes theoretisches Verständnis außenwirtschaftlicher Zusammenhänge kann dem jetzt zum Durchbruch gekommenen politischen Pragmatismus eine Basis geben, auf der sich ein neues stabiles Weltwährungssystem aufbauen lässt. Nur wenn die Kernprobleme der Informationsverarbeitung am Devisenmarkt sowie die auch in einem System flexibler Kurse unumgänglichen Anpassungsprozesse verstanden werden, kann man ein System fester Wechselkurse und die ihm inhärenten Anpassungszwänge verstehen und politisch bewerten. Erst dann, wenn ein System

fester Wechselkurse in diesem Sinne verstanden wird, kann man es fest institutionalisieren. Bis dahin jedoch scheitern politische Optionen für feste Wechselkurse am mangelnden Verständnis der notwendigen Anpassungszwänge und zusätzlichen Friktionen bei marktbestimmten oder veränderbaren Kursen. Der Patient weiß inzwischen zwar, dass das Schmerzmittel nicht heilt, er hat aber noch nicht begriffen, dass die Nebenwirkungen des Schmerzmittels die eigentlichen Krankheitssymptome längst nebensächlich gemacht haben.

Letztlich wirft die Problematik der Erörterung von Anpassungsprozessen in offenen Volkswirtschaften aber Fragen auf, die allgemeine, auch für die Welt gültige Deutungen erfordern. Nicht alle lassen sich im Rahmen einer rein außenwirtschaftlich orientierten Arbeit lösen. So muss ich den Leser darauf vertrösten, dass weitere Anstrengungen nötig sein werden, und mich hier auf die Aufgabe beschränken, den Weg abzustecken, der mir am ehesten erfolgversprechend erscheint.

Für Hilfestellung bei der Überwindung von vielfältigen Hindernissen bis zur Veröffentlichung dieser Arbeit schulde ich einigen Menschen besonderen Dank: Hajo Riese und Horst Tomann für Ihre Bereitschaft, sich mit dem Gesamtkonzept auseinanderzusetzen. Alfred Bosch und Reinhold Veit für eine wichtige Kontroverse zur Zahlungsbilanztheorie. Peter Bofinger, Willi Koll und Gerhard Maier-Rigaud für viele anregende Diskussionen und langjährige Ermunterung. Barbara Girke für umfangreiche und prompt erledigte Schreibaufträge. Vor allem jedoch Stephanie; nicht alleine für eine die ganze Zeit andauernde moralische Unterstützung, sondern zudem für Hilfe bei Detailarbeiten, ohne die eine veröffentlichungsreife Form kaum entstanden wäre. Aber auch diese Personen können es selbstverständlich ablehnen, für noch verbliebene Fehler und Missverständnisse verantwortlich gemacht zu werden.

Berlin, im Oktober 1987

Heiner Flassbeck

## Nachwort zum Vorwort

*Als ich dieses Vorwort im Oktober 1987 schrieb, ahnte ich nicht, dass nur wenige Jahre später in Europa ein System unverbrüchlich fester Wechselkurse eingeführt werden würde, ohne dass man die Anpassungszwänge, die einem solchen System inhärent sind, verstanden hatte. Die Europäische Währungsunion (EWU) wurde schon Anfang der neunziger Jahre geschaffen, ohne dass man sich von den entscheidenden Paradigmen der alten Lehre verabschiedet hätte. Im Gegenteil, Monetarismus und ein vorwissenschaftlicher Glaube an die Inflationsgefahr, die von staatlichen Defiziten ausgehen könne, prägte das Denken, das den Vertrag von Maastricht bis heute kennzeichnet.*

*Entsprechend ist es gekommen, wie es kommen musste. Die EWU ist 20 Jahre nach ihrer offiziellen Gründung in enormen Schwierigkeiten, weil bis heute kaum jemand die Anpassungsaufgaben in Systemen fester und flexibler Wechselkurse verstanden hat, die den Kern dieser Arbeit aus den 1970er Jahren bildeten. Es ist deswegen mehr als bloße Nostalgie, wenn ich versuche, mit dieser Veröffentlichung erneut Verständnis für die enorme Bedeutung von Währungssystemen zu erzeugen. Heute, mit Blick auf die Erfahrungen der vergangenen zwanzig Jahre, ist ein gewisser Optimismus angebracht. Heute müsste es möglich sein, zumindest in Europa, denen, die offenen Geistes sind, Zusammenhänge nahezubringen, die für das Zusammenleben offener Volkswirtschaften absolut unabdingbar sind.*

*Ich werde die Arbeit, die mich zehn Jahre lang intensiv beschäftigt hat, durchgängig an den Stellen kommentieren, wo man heute die Zusammenhänge nicht mehr ohne weiteres kennt und wo es aus heutiger Sicht besonders wichtig erscheint, auf die damals ausgearbeiteten Sichtweisen hinzuweisen.*

*Meine heutige Position zu den wirtschaftspolitischen Folgerungen, die aus dieser Arbeit zu ziehen sind, lege ich in einem langen Nachwort nach dem letzten Kapitel dar.*

*Genf, im April 2019*

# Einführung

Veränderungen der Umtauschkurse der Währungen der größten westlichen Industrieländer sind in den Jahren seit 1973 zu einem festen Bestandteil der täglichen wirtschaftlichen Erfahrung geworden. Zwar werden größere Schwankungen registriert, doch die Tatsache der Veränderung als solche findet kaum noch Aufmerksamkeit. Ebenso wird der fundamentale Unterschied zwischen den Bedingungen für interregionalen und internationalen Handel, der mit dieser Tatsache geschaffen wurde, zwar wissenschaftlich untersucht, doch bleiben die Ergebnisse meist unergiebig.<sup>1</sup> Zwar geht die längste Phase marktbestimmter Wechselkurse zwischen den großen Industrieländern einher mit der längsten Phase andauernder wirtschaftlicher Fehlentwicklungen in der jüngsten Wirtschaftsgeschichte, doch gibt es andere Erklärungen für die Wirtschaftsprobleme, zumal eine Zurechnung auf die Währungsverhältnisse nicht ohne Weiteres möglich ist.

Die Irritationen, die überaus starke Schwankungen der Wechselkurse hervorrufen, werden in der Regel von der Wissenschaft mit ad hoc-Erklärungen beantwortet. Die sogenannten fundamentalen Daten wie Zins und Preisdifferenzen oder Leistungsbilanzsalden werden ergänzt durch Haushaltsdefizite, die Konjunktursituation, allgemeines politisches Vertrauen oder gar geographische Lageunterschiede in Krisensituationen. Doch kann der Versuch solcher Erklärungen, selbst wenn er erfolgreich im Sinne der Übereinstimmung von Explanans und Explanandum wäre, zum eigentlichen Phänomen des marktbestimmten Wechselkurses vordringen?

Kann er begreiflich machen, warum in ein weltoffenes System von Preisen und Zinsen jeweils an den nationalen Grenzen ein neuer Preis eingeführt wird? Kann man mit diesen ad hoc-Erklärungen zeigen, welche Wirkungen die Einführung des neuen Preises auf die Zuteilungsfunktion der alten Preise hat? Und schließlich, kann man damit zeigen, in welcher Weise und unter welchen Voraussetzungen die Realisation nationaler Zielfunktionen durch den variablen Umtauschkurs erleichtert wird?

Dies alles zu verneinen heißt, einen anderen Weg zu gehen. Da es (bisher) keine befriedigende Wechselkurserklärung gibt, liegt es nahe, den Weg reiner Deskription zu verlassen und hypothetische Determinationsmuster des marktbestimmten Wechselkurses zu untersuchen. Die Implikationen solcher Muster für die dynamische Effizienz von Märkten und für die Erreichbarkeit wirtschaftspolitischer Ziele sind dann herauszuarbeiten. Darüber hinaus ist nach den Gründen zu fragen, die einer Erklärung der Wechselkursbewegungen so offensichtlich im Wege stehen. Ersteres heißt nicht, die alten Schlachten der sechziger Jahre noch einmal zu schlagen, als dem Eintreten für flexible Kurse und der Hoffnung auf nationale Autonomie die Furcht vor der Zerrüttung des offenen Welthandelssystems gegenübergestellt wurde. Letzteres aber fordert dazu heraus, die »alten Vorurteile« erneut einer Überprüfung zu unterziehen, denn die Schlacht für flexible Wechselkurse wurde nur gewonnen, weil die Voraussetzungen, sprich, die Erkenntnisse über die tatsächliche Funktionsweise eines solchen Systems, falsch waren.<sup>2</sup>

Insgesamt geht es bei dieser Arbeit, positiv gewendet, um zweierlei: Erstens, zu zeigen, ob und wie marktbestimmte Wechselkurse makro- und mikroökonomische Anpassungsprozesse, also den dynamischen Ablauf von Volkswirtschaften im Vergleich zu Festkurssystemen verändern können. Zweitens, anzudeuten, dass »flow-Theorien« nicht hinreichend sein können, um den Wechselkurs dynamisch zu erklären, und dass »Stock Theorien« nicht die Informationsvoraussetzungen bieten können, bei denen sie über Entscheidungslogik hinausgehen.

Das Erkenntnisziel bleibt also durchaus unpolitisch. Es geht nicht um die Abwägung der gesamten Kosten und Nutzen fester und flexibler Wechselkurse und damit um die Grundsatzentscheidung über das anzustrebende Währungssystem, sondern nur um eine vollständigere Darstellung der Kosten eines Währungssystems, das vielfach von vornherein dem politischen Kalkül entzogen scheint, weil es auf den ersten Blick Marktrationalität beanspruchen kann. Die Legitimation für eine solche Aufgabe leitet sich direkt aus der Inflationstheorie und ihren Schlussfolgerungen für die Wirtschaftspolitik ab. Wer die Allokationsfolgen starker Veränderungen des Geldwertes in der Zeit untersucht und beurteilt, hat schließlich den Bereich der Marktrationalität generell nicht verlassen. Gleiches muss für Veränderungen des Geldwertes im Raum auch gelten. Das Paradox von Geldwertänderungen, die direkt der Marktlogik unterliegen, ist hier freilich offensichtlicher. Dennoch ist der Konsistenzfrage nicht auszuweichen.<sup>3</sup>

Teile der theoretischen Überzeugung, die diese Arbeit tragen, habe ich an anderer Stelle veröffentlicht. So im Zusammenhang mit Fragen der Veränderung der Wettbewerbsfähigkeit von Volkswirtschaften<sup>4</sup> und Fragen der internationalen Handelsbeziehungen<sup>5</sup>. Hier soll daher im Mittelpunkt die Suche nach einem konsistenten Rahmen für einen theoretischen Ansatz stehen, dessen Erkenntnislogik von Unwissen geprägt ist. Unwissen nämlich hinsichtlich der konkreten Determination eines Marktphänomens, dessen Komplexität nur durch Reflexion auf metatheoretischer Ebene zu erfassen ist. Konkreter: Versuche, konkurrierende Erklärungen zu den früher herrschenden zu finden, sind zum Scheitern verurteilt, weil sie –, partial-analytisch – wiederum nur Ausschnitte einer Wirklichkeit fokussieren, die – weil zukünftig und unsicher – prinzipiell nicht als Ganzes fassbar ist.

An dieser Stelle trifft sich die außenwirtschaftliche mit der binnenwirtschaftlichen Theorie.<sup>6</sup> Wer prinzipiell die Bedeutung von Unwissen und Unsicherheit für elementare Bausteine wirtschaftlicher Dynamik hält, kann binnenwirtschaftliche nicht beliebig

von außenwirtschaftlichen Phänomenen trennen. Das betrifft sowohl die Dominanz der Vermögenmärkte als auch die generell begrenzten Möglichkeiten, das System (automatisch) zu stabilisieren. Dennoch halte ich die Unterschiede zwischen binnenwirtschaftlicher und außenwirtschaftlicher Entscheidungssituation für ausreichend groß, um außenwirtschaftlich wesentlich optimistischer zu sein. Die Unsicherheit ist eben doch in stärkerem Maße eine Funktion der zeitlichen als der räumlichen Verteilung von Ereignissen.

Das erste Kapitel der Arbeit skizziert die Ideengeschichte der Versuche einer außenwirtschaftlichen Absicherung bzw. Abschottung. Dass dabei nicht nur neue Erkenntnisse, sondern immer wieder andere Ziele das Denken und Handeln bestimmten, relativiert politische Sachzwänge, die heute praktische Folgerungen aus der Ernüchterung bezüglich flexibler Wechselkurse scheinbar verhindern.

Das zweite Kapitel behandelt das, was man den eigentlichen außenwirtschaftlichen Konflikt nennen könnte, den Zwang nämlich, Güter aus dem Ausland so zu bezahlen, dass die eigene Kreditfähigkeit erhalten bleibt. Dieses Zahlungsbilanzproblem war in der Diskussion um flexible Wechselkurse, ähnlich wie zu Zeiten des Goldstandards, in den Hintergrund getreten, weil eine Automatik des Zahlungsbilanzausgleichs postuliert wurde.

Das dritte Kapitel untersucht die wichtigste Rechtfertigung für die Existenz flexibler Wechselkurse, nämlich die Tatsache, dass dieses System es formal erlaubt, die nationale Geldmenge autonom zu steuern, wenn die Entstehungskomponente »Devisenmarktintervention« der Geldmenge ausgeschlossen ist und Zahlungsbilanzausgleich dem Automatismus flexibler Wechselkurse überlassen bleibt. Ob und inwieweit die formal gegebene nationale Entscheidungsfreiheit in Form der monetären Isolierung auch eine materielle ist, bedarf eingehender Analyse.

Im vierten Kapitel soll die Frage nach der konjunkturellen Isolierung durch marktbestimmte Wechselkurse aufgeworfen werden.

Allgemein geht es dabei aber nicht nur um die direkte Übertragung konjunktureller Impulse, sondern auch um die Möglichkeiten einer beschäftigungspolitischen Autonomie infolge der monetären Autonomie und um das Zusammenwirken von Wechselkurs-, Zins- und Preisänderungen im Konjunkturverlauf.

Das fünfte Kapitel widmet sich der Annäherung einer Beschreibung von Anpassungsprozessen auf mikroökonomischer Ebene bei flexiblen Wechselkursen. Hier wird sich zeigen, warum die Frage der Geldwertstabilität im Raum für Anpassungsprozesse im Raum von entscheidender Bedeutung ist. Dabei soll von alternativen Annahmen bezüglich der Determination des Wechselkurses ausgegangen werden. Aus dieser Analyse ergibt sich dann schon, dass die Formulierung makroökonomischer Gleichgewichtsbedingungen keineswegs eine geeignete Methode ist, um sich dem dynamischen Phänomen Wechselkurs umfassend anzunähern. Schließlich ist zu fragen, welcher Stellenwert der Gleichgewichtskonzeption in der währungstheoretischen Forschung überhaupt zukommt.

Das Schlusskapitel dient der Reflexion des Standes der theoretischen und empirischen Arbeiten zum Thema »marktbestimmte Wechselkurse« und der Problematisierung wirtschaftspolitischer Folgerungen beim derzeitigen Wissensstand.

Insgesamt gesehen bieten die Ergebnisse dieser Arbeit eher ein Forschungsprogramm als fertige Lösungen. Das kann aber nicht anders sein, hat doch die Wissenschaft sich allzu sehr blenden lassen von der oberflächlich vorhandenen Marktrationalität und zu wenig nach den Informationsbedingungen gefragt, die Marktrationalität jenseits der schlichten Tatsache der Existenz eines Marktes allein rechtfertigen können. So ist zu nächst aufzuarbeiten, was versäumt wurde, und ein neues Interpretationsmuster anzudeuten, bevor der Weg frei ist für konkrete Lösungen und Therapien.