



Substantielle monetäre Autonomie und die Währungsfrage

Von Heiner Flassbeck | 28.4.2021

Über den Begriff der Währungssouveränität gibt es eine enorme Verwirrung. Ich will versuchen, noch einmal klarzumachen, worum es in substanzieller Hinsicht geht und worum gerade nicht.

Die Geschichte der Diskussion um geldpolitischen Autonomie oder Währungssouveränität reicht weit zurück bis in die 1950er und 1960er Jahre, wo man versuchte, Alternativen zu einem System fester Wechselkurse zu finden. Es ging dabei immer um die substanzielle Frage, ob es Bedingungen gibt, unter denen ein Land bei relativ freiem Kapitalverkehr und offenen Grenzen für den Handel frei ist, eine andere Inflationsrate zu wählen als seine Handelspartner und folglich eine andere Wirtschafts- und Geldpolitik ohne große Friktionen und Krisen durchzuführen. Niemals ging es dabei um die rein formale und unschwer

mit einem "Ja" zu beantwortende Frage, ob ein Land mit einer eigenen Währung – wie Paul Steinhardt das ausdrückt - das Hoheitsrecht besitzt, Geld in seiner von ihm festgelegten Währung zu emittieren und damit eine Staatspleite *in eigener Währung* zu verhindern.

Lange Zeit glaubte man, es seien die festen Wechselkurse, die verhinderten, dass Länder frei und souverän ihre wirtschaftspolitischen Ziele setzen und umsetzen können. Diese Theorie ging unter dem Namen der „impossible trinity“ ganz prominent in die Dogmengeschichte ein. Doch das war eine zu enge Sicht, weil sie nicht über eine valide Theorie flexibler Wechselkurse verfügte. Ich habe in meiner Arbeit über „Preise, Zins und Wechselkurse“ in den 1980er Jahren ([hier neu erschienen](#)) schon gezeigt, dass es so einfach nicht ist. Im Jahr 2001, während meiner Zeit bei UNCTAD, habe ich [in einem längeren Stück](#) dazu noch einmal ausführlich Stellung genommen und will die wichtigsten Punkte hier kurz darstellen und mit einigen Aktualisierungen versehen erläutern.

Wechselkurse und Kooperation sind nicht zu trennen

Wer für stabile Inflationsraten eintritt, muss es auch für richtig halten, dass Wechselkursveränderungen entlang der Kaufkraftparität (KKP) ein internationales wirtschaftspolitisches Ziel sein sollten. Weil das mit flexiblen Wechselkursen nicht erreichbar ist, sollte „Floating“ a priori von der wirtschaftspolitischen Agenda ausgeschlossen werden. Die akademische Diskussion über „fear of floating“ in emerging markets füllt ebenso wie die zur europäischen Währungssituation lang vor dem Euro Bibliotheken. Die weit verbreitete Angst vor Floating in Schwellenländern ist absolut berechtigt und kann nicht mit Verweis auf „Australien“ beiseitegeschoben werden.

Jede Änderung des Wechselkurses zwischen Ländern mit divergierender Inflationsentwicklung ohne Floating bedeutet jedoch wirtschaftspolitische Kooperation. Da der Wechselkurs eines Landes mit freiem Handel und offenem Kapitalmarkt per Definition ein multilaterales Phänomen ist, ist er nicht der unilateralen Entscheidung eines Landes anheimgestellt. Das liegt auf der Hand.

Die Fixierung des Wechselkurses beseitigt nicht die geldpolitische Autonomie in einem System relativ freier Kapital- und Warenströme, sondern sie zeigt deren Nicht-Existenz – nur auf andere Weise. Es gibt keine "impossible trinity", sondern eine "unmögliche Dualität". Der Verlust der nationalen geldpolitischen Autonomie ist nicht abhängig vom Wechselkursregime. Zinsdifferenzen, die nicht strikt durch

die Dominanz der KKP abgedeckt und sterilisiert werden, verzerren zwangsläufig jeden Versuch, erfolgreich nationale monetäre Ziele zu erreichen. Dies gilt sowohl für kleine offene Volkswirtschaften als auch für große geschlossene Volkswirtschaften. Letztere sind nur groß und geschlossen genug, um das Ergebnis ihrer Außenwirtschaftsbilanz zu ignorieren.

Es ist einer der großen Irrtümer der Wirtschaftswissenschaften im zwanzigsten Jahrhundert, den Politikern suggeriert zu haben, dass es so etwas wie nationale Souveränität in der Wirtschaftspolitik gibt, wenn nur ein Geldsystem installiert würde, das "flexibel" genug sei, um externe Schocks abzufedern. MMT wiederholt diesen Fehler – ohne eine valide Theorie flexibler Wechselkurse zu haben – mit dem lapidaren Hinweis auf die Möglichkeit, nationales Geld zu drucken.

Die bestehenden Währungssysteme sind kaum in der Lage, monetäre Störungen ohne größere Friktionen auszugleichen, geschweige denn reale Schocks. Die häufigen weltweiten Krisen zwischen 1980 und 2010 haben gezeigt, dass es nationale Souveränität im Sinne einer effektiven Isolierung von solchen Ereignissen nicht gibt. Jede Nation der Welt ist in irgendeiner Weise betroffen. Der Verlust der nationalen Souveränität, die "unmögliche Dualität", ist eine unmittelbare Folge der Öffnung der Güter- und Kapitalmärkte, nicht das Ergebnis einer unangemessenen Währungsordnung. Es gibt daher keine Alternative zur internationalen Kooperation in der Währungspolitik, wenn freier Handel und weitgehend freier Kapitalverkehr gewährleistet werden sollen.

Die Idee eines kooperativen globalen Währungssystems ist es, auf multilateraler Basis gleiche Bedingungen für alle Beteiligten zu schaffen – ähnlich wie multilaterale Handelsregeln für alle Beteiligten in gleicher Weise gelten müssen, wenn man ein Minimum an Effizienz erreichen will. Deshalb war der Hauptgedanke bei der Gründung des Internationalen Währungsfonds in den 1940er Jahren, in einer Welt, die sich nicht auf eine fest institutionalisierte multilaterale Lösung des Währungsproblems einigen konnte, konkurrierende Abwertungen trotzdem zu vermeiden. In einem gut durchdachten, globalen Währungssystem müssen die Notwendigkeit und die Vorteile der Abwertung der Währung eines Landes immer gegen die Nachteile abgewogen werden, die anderen Ländern dadurch entstehen.

Da sich Änderungen des von der KKP abweichenden Wechselkurses auf den internationalen Handel genauso auswirken wie Änderungen von Zöllen und

Exportprämien, müssen sie Gegenstand multilateraler Verhandlungen sein. Die Gründe für die reale Abwertung und das notwendige Ausmaß müssen in multilateralen Verhandlungen ermittelt werden. Werden solche Regeln angewandt, werden die realen Wechselkurse aller Beteiligten mehr oder weniger konstant bleiben, da starke Argumente zur Schaffung von Wettbewerbsvorteilen auf der Ebene des Nationalstaates zumindest unter den Industrieländern kaum zu finden sein werden. Reale Aufwertungen, die in einem Land durch überschießende Löhne entstanden sind, müssen immer durch eine angemessene Abwertung der Währung kompensiert werden und umgekehrt. Ungerechtfertigte einseitige nationale Maßnahmen müssen durch Vergeltungsmaßnahmen der Handelspartner beantwortet werden dürfen.

Weit jenseits der fear of floating hat es in den vergangenen vierzig Jahren sogar eine einseitige, dauerhafte Fixierung von Wechselkursen gegeben, bei denen das Ankerland keinerlei Verpflichtung zur Aufrechterhaltung der Stabilität übernahm. Currency-Board-Regime oder Dollarisierung wurden eingesetzt, um einen stabilen monetären Rahmen für Länder mit per se instabilen Institutionen zu schaffen. Das bedeutet unmittelbar den Verzicht auf jede nationale monetäre Aktionsmöglichkeit: Das instabile Land, das seinen Wechselkurs an ein Ankerland gebunden hat, muss die eigenen Zinssätze gegenüber der großen und florierenden "Anker"-Volkswirtschaft, etwa den USA, stabil halten.

Das zu erreichen, ohne die eigenen Beschäftigungsmöglichkeiten massiv zu beeinträchtigen, ist eine äußerst anspruchsvolle und in vielen Fällen unlösbare Aufgabe. In Westeuropa ist es nur den sehr hoch entwickelten Ländern gelungen, ihre Wechselkurse ohne größere Ausschläge gegenüber der D-Mark als Anker zu fixieren. Aber selbst diese Länder konnten nur erfolgreich sein, weil sie Teil eines viel größeren multilateralen institutionellen Arrangements waren (des EWS und der EU), in dem sie im Falle einer Krise eine geordnete Abwertung anstreben konnten, was bei unilateralen Ansätzen wie Currency Boards nicht der Fall war.

Einen gewissen Ausweg für hochinflationäre oder wachstumsstarke Länder, die nicht Mitglied einer Währungsunion sind, bietet der Versuch der Kontrolle der kurzfristigen Kapitalströme. Wenn man in der Lage ist, destabilisierende Zu- und Abflüsse entweder durch Besteuerung oder durch direkte quantitative Begrenzungen zu vermeiden, können die schwierigsten Entscheidungen und Fehlallokationen, die durch erratische Wechselkursänderungen verursacht werden, vermieden werden. Der Rückgriff auf Kontrollen ersetzt jedoch nicht die

Suche nach einem geeigneten Wechselkurssystem. Wenn sich ein hochinflationäres oder wachstumsstarkes Land – trotz Kapitalverkehrskontrollen – für den freien Warenhandel mit seinen Nachbarn entscheidet, muss es Wege finden, seine Wettbewerbsposition zu erhalten, d.h. seine Währung abzuwerten oder jedenfalls nicht aufzuwerten.

Dies bedeutet auf globaler Ebene eine Rückkehr – wie im Bretton-Woods-System – zu einem Mix aus anpassungsfähigen Wechselkursen in Kombination mit Kontrollen im Krisenfall. Da der mit Abstand problematischste Sektor des Finanzmarkt-"Kasinos" der Devisenmarkt ist, sollte ein "Überwachungs-" und "Frühwarnsystem" von den großen Industrieländern in Zusammenarbeit mit den Schwellenländern entwickelt werden. Eine zeitnahe Anpassung der nominalen Wechselkurse kann große Ungleichgewichte im Außenhandel und einen kumulativen Aufbau von Auslandsverbindlichkeiten verhindern. Auch in einem solchen System können destabilisierende Kapitalbewegungen nicht gänzlich ausgeschlossen werden, aber sie sind weniger wahrscheinlich, weil den Märkten klare Vorgaben gemacht werden und weil unhaltbare Zinskonstellationen und massive reale Unter- oder Überbewertungen vermieden werden.

Wie man das unter heutigen Bedingungen bewerkstelligen kann, [zeigt das Kapitel VI](#) des Trade and Development Report der UNCTAD aus dem Jahr 2011 (wo ich zusammen mit Peter Bofinger einen ganz konkreten Vorschlag gemacht habe). Es ist durchaus vorstellbar, dass das für die neue amerikanische Administration, die [ebenso wie die vorherige die Deindustrialisierung der USA angehen will](#), ein großes Thema wird, bei dem Deutschland zurecht ins Zentrum der Kritik gerät.

Regionale Kooperationen können eine temporäre Antwort auf die mit der Globalisierung und Liberalisierung aufkommenden Herausforderungen sein, wenn globale Lösungen nicht erreichbar sind. Aber auch regionale Währungssysteme verhindern Krisen und Turbulenzen auf dem Kapitalmarkt nicht zuverlässig. Angesichts der unlösbaren Konflikte in einer Welt unterschiedlicher Nationalstaaten waren in jedem Währungssystem, das seit dem Zweiten Weltkrieg, dem Bretton-Woods-System und dann dem EWS in den 1980er und frühen 1990er Jahren auf dem Prüfstand stand, wiederkehrende krisenhafte Erscheinungen unvermeidlich, die Regierungen und Zentralbanken zum Eingreifen zwangen.

Erst mit der Schaffung der EWU sind die europäischen Länder einen Schritt weiter gegangen als in den festen Wechselkurssystemen der Vergangenheit und haben damit der Spekulation um Wechselkurse endgültig ein Ende gesetzt. Das ist eine Errungenschaft für die Weltwirtschaft. Sie kann aber nicht ohne weiteres von anderen Ländern kopiert werden, da deren politische Rahmenbedingungen möglicherweise nicht so günstig sind wie in Europa. Dennoch sind multilaterale Bemühungen, die Entwicklungsländer zu regionalen Arrangements zu führen, unumgänglich, solange ein Fortschritt bei diesem Thema auf globaler Ebene unerreichbar scheint.

An diesen Zusammenhängen hat sich bis heute nichts geändert. Friederike Spiecker und ich haben im Lichte solcher Überlegungen am Beispiel der Türkei das Dilemma erklärt, das sich aus dem Zusammenspiel von internationalen Inflations- und Zinsdifferenzen einerseits und flexiblen Wechselkursen andererseits ergibt. Für Länder wie die Türkei mit einer eigenständigen Währung ist es bei freien Devisenmärkten wegen der Zins- und Währungsspekulation (Stichwort *carry trade*) nahezu unmöglich, eine andere Inflationsrate zu realisieren als die großen Länder. Dem Problem, dass ein kleineres, preisinstabileres Land seine Währung an freien Devisenmärkten nicht gegen realwirtschaftlich ungerechtfertigte Aufwertung und schon gar nicht gegen realwirtschaftlich ungerechtfertigte Abwertung beliebig schützen kann, ohne seine Binnenwirtschaft in Mitleidenschaft zu ziehen, kann nur durch internationale währungspolitische Kooperation begegnet werden.

Das Optimum, dass sich alle Länder auf ein einheitliches vernünftiges Inflationsziel verständigen und dieses auch freiwillig einhalten, würde zwar eine direkte Wechselkurskooperation weitgehend überflüssig machen, nicht aber eine Kooperation bei der Geldpolitik. Es ist dann zu entscheiden, ob man ein Ankersystem wählt wie Bretton Woods (wo der US-Dollar der Anker war) oder wie das EWS (wo die D-Mark der Anker war). Niemals kommt man an der Tatsache vorbei, dass die Geldpolitik zwar im Ankerland relativ unabhängig ist (und damit auch prinzipiell dem nationalen Parlament verantwortlich sein kann), dass sich daraus jedoch offensichtlich ein gewaltiges Problem für alle anderen Länder ergibt, die keine eigene Geldpolitik mehr haben und folglich auch jede Möglichkeit einer parlamentarischen Kontrolle verlieren. Denn die Geldpolitik des Ankerlandes ist keineswegs automatisch richtig und effektiv für die übrigen Länder.

Einigt man sich hingegen auf eine multilaterale Institution, die wirklich Geldpolitik für das gesamte Währungsgebiet macht und nicht nur für einen Teil davon, kann es eine nationale parlamentarische Kontrolle logischerweise nicht mehr geben. Im System von Bretton Woods hätte der IWF diese Rolle spielen können, obwohl das System weit von einer Währungsunion entfernt war. In einer Währungsunion wie der EWU, die keine Staatenunion ist, ist es aus rein logischen Gründen unvermeidbar, dass man mit der gemeinsamen Zentralbank eine Institution hat, die sich jedweder nationalen Kontrolle entzieht. Das mag man für falsch halten. Man kann es aber nicht mit dem Hinweis auf eine mögliche Souveränität in Währungsfragen für falsch erklären, wenn man nicht gleichzeitig erklärt, wie genau ein Land jenseits des formalen Gelddrucks vorgehen muss, um ein wirklich eigenständiges monetäres Modell mit einer Inflationsrate und Zinssätzen zu realisieren, die deutlich von denen der großen Länder abweichen.

Das ganz andere Problem der EWU

Das akute Problem der Eurozone, das ich immer wieder analysiert und kritisiert habe, tritt erst an dieser Stelle auf die Bühne. Wenn sich ein Land in einem einheitlichen Währungsgebiet als Trittbrettfahrer betätigt und andere Länder durch reale Abwertung mithilfe deflationärer Lohnpolitik unterbietet, ist das immer und ausschließlich ein Verstoß gegen Verträge, die man gerade deswegen abgeschlossen hat, weil es keine Souveränität gibt. Die Trittbrettfahrerrolle haben in Europa zunächst die Niederlande und Irland schon in den 1980er Jahren gespielt. Damals hat man das wegen der geringen quantitativen Effekte dieser relativ kleinen Länder hingenommen. Erst als Deutschland unter Rot-Grün mit dieser Politik anfang, wurde es für die EWU insgesamt unerträglich.

Das spricht jedoch nicht für viele einzelne "unabhängige" nationale Währungen, sondern im Gegenteil für eine bessere Architektur des Währungsgebietes und damit eine bessere Kooperation der Länder in einem Währungsverbund oder einer Währungsunion. Nur damit setzt man an der Hauptursache dauerhafter Handelsungleichgewichte, den Inflationsdifferenzen, und allen im Gefolge auftretenden Schwierigkeiten an. Die Tatsache, dass die EWU schlecht (weil mit falschen makroökonomischen Vorstellungen) konstruiert ist, kann und muss man folglich beständig und hart kritisieren. Das ist aber keine Frage, die mit der Souveränitätsfrage als solcher vermischt werden darf.

Meine Sicht auf die EWU ist differenziert: Wer den Gedanken eines freien und einigen Europas retten will, muss sich dafür einsetzen, dieses Währungssystem

so zu ändern, dass alle Mitglieder in vernünftiger Weise wirtschaftlich überleben und prosperieren können. Das aber geht nur, wenn Deutschland seine Position räumt und der neoliberale Ansatz auf europäischer Ebene überwunden wird. Einiges ist in dieser Hinsicht schon passiert, was in die richtige Richtung zeigt. So scheint der von der Deutschen Bundesbank lange vertretene Monetarismus weitgehend überwunden zu sein und wird von Seiten der EZB (jedenfalls intern) inzwischen verstanden, dass die Lohnstückkosten die entscheidende Determinante der Inflationsrate sind. Der nächste Schritt muss es sein, allen klarzumachen, dass öffentliche Defizite, [wie hier zuletzt gezeigt](#), unverzichtbarer Bestandteil einer sinnvollen Wirtschaftspolitik sind, solange der Unternehmenssektor Nettosparer ist.

Es führt kein Weg daran vorbei: Deutschland muss offen wegen seiner Europolitik von gestern und heute kritisiert werden. Deswegen sollte man aber weder den europäischen Gedanken noch die Notwendigkeit einer währungspolitischen Zusammenarbeit in Europa und anderswo in Frage stellen oder gar aufgeben. Im Gegenteil, man muss sich gerade deswegen für beides einsetzen, weil sonst [immer wieder](#) die von Deutschland zu verantwortende schlechte Statik des EWU-Gebäudes als Begründung für seinen Abriss herangezogen wird, ohne dass ein anderes stabiles Gebäude einzugsbereit zur Verfügung steht.