

Scheide, Joachim

Article — Digitized Version

Lehren aus dem Scheitern des Bretton-Woods-Systems

Die Weltwirtschaft

Provided in Cooperation with:

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Scheide, Joachim (1988) : Lehren aus dem Scheitern des Bretton-Woods-Systems, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 1, pp. 53-71

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/1378>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Lehren aus dem Scheitern des Bretton-Woods-Systems

Von Joachim Scheide*

Gegenwärtig wird von vielen Ökonomen und Politikern eine neue Weltwährungsordnung gefordert. Es solle abgerückt werden vom System der weitgehend flexiblen Wechselkurse. Darüber, wie das neue System ausgestaltet sein soll, gehen die Meinungen allerdings auseinander. So wird zum einen für mehr oder weniger feste Wechselkurse zwischen den drei großen Blöcken Vereinigte Staaten, Japan und Bundesrepublik Deutschland (oder Westeuropa) plädiert. Andere halten das Europäische Währungssystem (EWS) der festen, aber anpassungsfähigen Paritäten für ein nachahmenswertes Beispiel, das über den geltenden Bereich hinaus angewendet werden solle. Ein weiterer Vorschlag ist das Konzept der Wechselkurszielzonen; danach sollen sich Regierungen und Notenbanken verschiedener Länder über bestimmte Wechselkurse zwischen den Währungen einigen und Abweichungen von diesen Leitkursen in gewissen Grenzen, z.B. innerhalb einer Bandbreite von 10 vH, zulassen.

All diese Vorschläge resultieren aus der Unzufriedenheit mit den gegenwärtig weitgehend freien Wechselkursen. In der Tat, die Paritäten haben in den vergangenen 15 Jahren zeitweise heftig geschwankt, und diese Änderungen gingen weit über das Ausmaß hinaus, das allein aufgrund der Unterschiede in der Entwicklung des Preisniveaus verschiedener Länder gerechtfertigt gewesen wäre. Vor allem die realen Wechselkurse des US-Dollars, des japanischen Yen und der D-Mark änderten sich erheblich, wobei die trendmäßigen Abweichungen¹ über mehrere Jahre anhielten. Solche Entwicklungen werden als hinderlich für eine störungsfreie Entwicklung der betroffenen Volkswirtschaften empfunden. Insbesondere gerieten die exportorientierten Sektoren immer wieder unter einen erheblichen Anpassungsdruck, der sich in den westeuropäischen Ländern und in Japan zeigte, nachdem sich der US-Dollar erheblich abgewertet hatte; umgekehrt sei die amerikanische Industrie in der Zeit des Höhenflugs der amerikanischen Währung unter Druck geraten. Diese Unstetigkeiten seien vor allem abträglich für die Investitionen der betroffenen Industrien.

Diese Argumentation mag durchaus zutreffen, wenn auch die Anpassungsschwierigkeiten etwa in der deutschen oder japanischen Exportindustrie in jüngster Zeit recht rasch überwunden werden konnten. Ist eine Rückkehr zu mehr oder weniger festen Wechselkursen aber überhaupt eine realistische Alternative?

Im folgenden soll diskutiert werden, welche Faktoren ein Fortbestehen des Festkurssystems von Bretton Woods verhindert haben. Dabei kommt es insbesondere darauf an herauszufinden, ob die Bedingungen heute, gegen Ende der achtziger Jahre, für ein System mit mehr oder weniger festen Wechselkursen, wie es verschiedentlich gefordert wird, besser sind als damals. Im einzelnen werden folgende Fragen untersucht:

- Welche der Aussagen, die allgemein über Wechselkurssysteme und speziell über das Bretton-Woods-System gemacht werden, können die Erosion und letztlich das Ende des

* Ich danke Stefan Sinn und allen anderen Teilnehmern des Seminars "Die sechziger Jahre - Zeit des wirtschaftspolitischen Umdenkens", das zwischen dem 24. und 26. Februar 1988 im Institut für Weltwirtschaft stattfand und bei dem eine erste Version dieses Beitrags vorgelegt wurde, für wertvolle Anregungen.

¹ Vgl. dazu Joachim Scheide, "Mehr Stabilität durch Wechselkurszielzonen?" Die Weltwirtschaft, 1986, H. 1, S. 38-46.

Fixkurssysteme erklären? Welche Konflikte ergaben sich insbesondere für die Bundesrepublik Deutschland?

- Welche Faktoren haben – vornehmlich in den sechziger Jahren – Währungskrisen ausgelöst, und welche Konsequenzen wurden gezogen? Welche Maßnahmen hat man in der Bundesrepublik in den sechziger Jahren ergriffen, um das System der festen Wechselkurse zu stützen?
- Inwieweit ist das Scheitern auf eine Fehlkonstruktion des Systems selbst oder auf den Mangel an Kooperation zwischen den Teilnehmern zurückzuführen?

Die Entstehung des Bretton-Woods-Systems

Ein Währungssystem sollte nach weitverbreiteter Auffassung dazu beitragen, den freien Handel mit Gütern, Dienstleistungen und Kapital zu fördern. Zwischenstaatliche Abmachungen über Wechselkurse hat es in der Wirtschaftsgeschichte nicht immer gegeben. Während sie im klassischen Goldstandard wegen des automatischen Anpassungsprozesses auch nicht nötig waren, wurden im Abkommen über den Internationalen Währungsfonds (IMF) – und damit auch über das Bretton-Woods-System – erstmals in einem multilateralen Vertrag die Prinzipien eines internationalen Währungssystems festgelegt². Für dieses System galten unter anderem folgende Regelungen (Art. IV des IMF-Abkommens):

1. Die Mitglieder verpflichten sich, mit dem IMF Paritäten gegenüber dem US-Dollar bzw. dem Gold zu vereinbaren³. Abweichungen von dieser Parität sind nur in Höhe von $\pm 1\%$ zulässig.
2. Die Wechselkurse können bei Vorliegen eines fundamentalen Ungleichgewichts geändert werden (System des „adjustable peg“). Bedingung ist, daß der IMF konsultiert wird und dem Antrag zustimmt. Das Ausmaß der Wechselkursänderung darf höchstens 10% gegenüber der ursprünglich vereinbarten Parität betragen.

Bei Inkrafttreten des Bretton-Woods-Systems konnte man über die Funktionsfähigkeit nicht viel wissen, weil Erfahrungen fehlten. Ziel war es vor allem, Fehlentwicklungen zu vermeiden, wie sie in der Zwischenkriegszeit auftraten; in jener Zeit gab es einen Mangel an Liquidität, es kam zu deflationären Tendenzen, und einige Länder betrieben einen Abwertungswettlauf. Problematisch war, daß in dem Vertrag von Bretton Woods nicht ausreichend Spielregeln festgelegt wurden. Unklar war vor allem, wer im Falle von Zahlungsbilanzproblemen die Last der Anpassung zu tragen hatte, das Defizit- oder das Überschußland. Auch die Regel des „fundamentalen Ungleichgewichts“ war wenig praktikabel; sie stellte vielmehr nur eine Kompromißformel dar, denn zwischen den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich hat es bei den Verhandlungen Meinungsverschiedenheiten darüber gegeben, an welchen Prioritäten sich die nationale Wirtschaftspolitik orientieren sollte. Der Brite John Maynard Keynes hatte immer binnenwirtschaftlichen Zielen den Vorrang eingeräumt; danach sollten die Regierungen eine Vollbeschäftigungspolitik betreiben. Wenn deshalb Zahlungsbilanzschwierigkeiten entstünden, müsse eine Wechselkursänderung möglich sein, außenwirtschaftliche Ziele hätten sich demnach unterzuordnen.

² In der Zeit zwischen dem klassischen Goldstandard, der bis 1914 galt, und dem Bretton-Woods-Abkommen von 1944 gab es keine weitreichenden Abmachungen.

³ Erwähnenswert ist, daß sich nicht alle IMF-Mitglieder an das System gebunden fühlten, wie das Beispiel Kanadas zeigt, das im Jahre 1950 – mit Duldung durch den IMF – zu flexiblen Kursen überging.

Zentral war die Stellung der Vereinigten Staaten. Als Reservewährungsland waren sie insofern privilegiert, als sie sich nicht um ihre Reserven zu kümmern brauchten. Für sie existierte faktisch kein Zahlungsbilanzproblem, sie konnten ihre Defizite in der eigenen Währung begleichen⁴. Als einzig "disziplinierender Faktor" für die Vereinigten Staaten war allenfalls anzusehen, daß der Goldpreis in US-Dollar fixiert war und dieses Land somit die Kaufkraft seiner Währung konstant halten mußte.

Das Bretton-Woods-System hat lange Zeit bestanden. Zwar gerieten immer wieder einzelne Währungen in eine Krise; die große internationale Krise, die das Ende des Festkurssystems einläutete, hat es aber erst im Jahre 1971 gegeben. Hat das System bis dahin gut funktioniert, war es sogar erfolgreich? Gab es wirklich mehr als zwanzig "Blütejahre", wie viele behaupten, oder dauerte die "Blütezeit" bestenfalls zwei Jahre, wie andere meinen?⁵ Gewiß expandierte der Welthandel bis in die sechziger Jahre hinein mit einem Tempo, wie es in der Zeit danach nicht mehr erreicht wurde. Wechselkurse änderten sich weniger als in der Zeit danach, und vor allem wurden schwerwiegende Auseinandersetzungen auf internationaler Ebene, wie Abwertungswettläufe, vermieden, die in der Zwischenkriegszeit die wirtschaftliche Aktivität beeinträchtigt hatten.

Zum Zusammenhang zwischen Wechselkurssystem, Währungsreserven und Welthandel

Schon bald nach Errichtung des Bretton-Woods-Systems machten sich viele Beobachter Sorgen, daß die Währungsreserven der einzelnen Länder nicht ausreichen würden; sie befürchteten vielmehr, die Expansion des Welthandels könnte behindert werden. Besonders Robert Triffin⁶ hat immer wieder eine stärkere Ausweitung der internationalen Liquidität befürwortet; die Reserven sollten in etwa proportional zur Ausdehnung des Welthandels zunehmen. Hier wurde ähnlich argumentiert wie für eine einzelne Volkswirtschaft: Es werden im allgemeinen deflationäre Effekte erwartet, wenn die Geldmenge im Vergleich zur Produktion sinkt; das gleiche sollte für den internationalen Handel gelten. Solche Befürchtungen haben letztlich dazu beigetragen, daß später zusätzliche Reservemedien geschaffen wurden (Sonderziehungsrechte). Die Analogie zur geschlossenen Volkswirtschaft trifft aber nicht zu; für die Finanzierung der Ex- und Importe braucht ein Land keine "Transaktionskasse" in großem Umfang. Vorübergehende Abweichungen zwischen Zahlungseingängen und -ausgängen können auch im Festkurssystem durch entsprechende Kreditbeziehungen zwischen Banken und Unternehmen überbrückt werden. Probleme können sich allenfalls ergeben, wenn die Unstetigkeit bei den Handelsströmen besonders hoch ist oder wenn ein Land in anhaltende Schwierigkeiten gerät und wegen eines Defizits in der Zahlungsbilanz Währungsreserven in größerem Umfang verliert. Zahlungsbilanzkrisen hat es zwar in den sechziger Jahren immer wieder gegeben, doch hat – vielleicht mit der Ausnahme des Vereinigten Königreichs – kaum ein Land deshalb einen starken Rückgang der Reserven hinnehmen müssen. Paradoxierte war es in den sechziger Jahren gerade so, daß die Länder, die am ehesten Zahlungsbilanzschwierigkeiten hätten befürchten müssen – vor

⁴ Vgl. dazu Otmar Issing, "Internationale Währungspolitik". Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaften, Bd. 8, Stuttgart 1980, S. 522-542.

⁵ Vgl. Roland Vaubel, "Probleme der Währungspolitik und Währungsordnung". In: Hans H. Glismann, Ernst-Jürgen Horn, Sighart Nehring, Roland Vaubel, Weltwirtschaftslehre, I. Außenhandels- und Währungspolitik. Göttingen 1986, (S. 149-261) S. 196. Er begründet seine Meinung damit, daß die Konvertibilität der Währungen und die Freiheit im Waren- und Kapitalverkehr nur für sehr kurze Zeit gegeben waren.

⁶ Robert Triffin, *Gold and the Dollar Crisis*. New Haven 1960.

allen also Länder mit relativ hohen Inflationsraten –, vergleichsweise am besten mit Währungsreserven ausgestattet waren.

Aus der tatsächlichen Entwicklung des Welthandels läßt sich nicht schließen, daß zu wenig Reserven zu dessen Finanzierung vorhanden waren. Vielmehr nahm der reale Welthandel im Zeitraum 1960-1970 sogar sehr kräftig (um rund 8 vH) zu – bei einem durchschnittlichen Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in der Welt von etwa 5 vH. Dieses Tempo wurde in der Zeit danach nicht mehr erreicht; in den siebziger Jahren betrug der Anstieg etwa 5,5 vH, während das BIP um etwa 3,5 vH zunahm. Gleichwohl stiegen die Währungsreserven der Industrieländer – im Vergleich zum Welthandel – eine Zeitlang noch an (Tabelle 1)⁷. Alles in allem dürfte das vermeintlich niedrige Niveau der Währungsreserven den Welthandel kaum beeinträchtigt haben. Bedeutender für die Verflechtung der Länder untereinander dürfte gewesen sein, welche protektionistischen Maßnahmen ergriffen wurden. Besonders in den sechziger Jahren hat die Handelspolitik der Industrieländer, die die Ausnahmeregelungen des GATT zu nutzen verstanden (Zollunion, Freihandelszonen), die Integration vor allem der Entwicklungsländer behindert. Diese Länder wiederum haben durch ihre protektionistische Handelspolitik auch selbst zu ihrer Isolierung beigetragen. Die Integration ist also nicht an einem Mangel an Liquidität gescheitert. Gegen Ende der sechziger Jahre stellte sich im Gegenteil heraus, daß aus Furcht vor einem Mangel eher ein Zuviel an Liquidität entstanden war: Immer mehr wurde die chronische Inflation zum Problem für das Bretton-Woods-System.

Tabelle 1: Entwicklung der Währungsreserven in der Welt 1959-1985

Jahr	Gold ¹	Sonst. Reserven ²	Reservequote ³	Jahr	Gold ¹	Sonst. Reserven ²	Reservequote ³
1959	1 079	19,4	9,1	1968	1 107	39,1	8,9
1960	1 083	22,1	9,3	1969	1 113	39,8	7,9
1961	1 107	23,3	9,4	1970	1 058	56,2	9,8
1962	1 119	23,7	9,1	1971	1 028	87,6	14,8
1963	1 149	26,6	9,4	1972	1 020	111,6	16,1
1964	1 163	28,4	9,0	1973	1 022	117,9	13,7
1965	1 194	29,4	8,5	1975	1 019	160,1	11,8
1966	1 166	32,0	8,4	1980	954	321,5	11,2
1967	1 126	35,2	8,8	1985	949	405,2	12,4

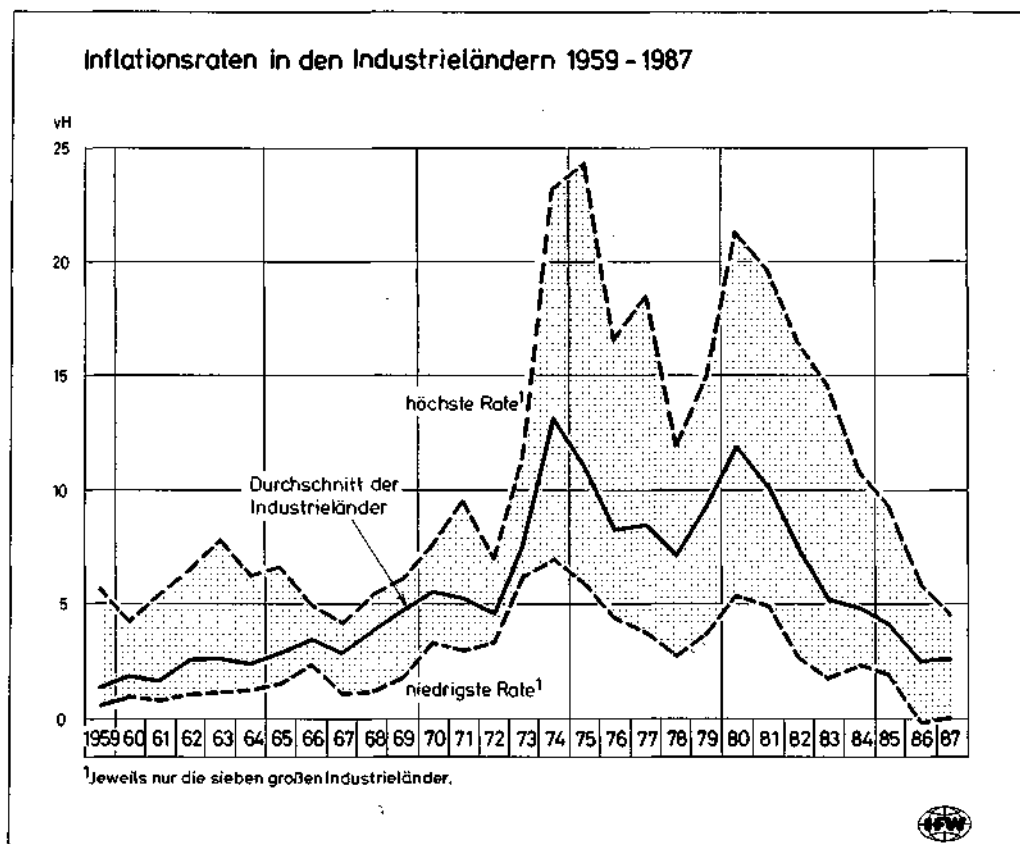
¹ Millionen Feinunzen. – ² Reserven ohne Gold, in Mrd. SZR. – ³ Reserven ohne Gold, im Verhältnis zu den Importen (in Wochen).

Quelle: IMF, International Financial Statistics, Yearbook 1987. Washington 1988.

Feste oder flexible Kurse: Welches System wirkt inflationär?

In den späten sechziger Jahren und zu Beginn der siebziger Jahre bezeichneten selbst solche Ökonomen und Politiker, die eigentlich ein Festkurssystem befürworteten, das Bretton-Woods-System als "Inflationsmaschine". Kritiker der festen Wechselkurse wiederum sahen

⁷ Aus solchen Beobachtungen schließen Befürworter des Bretton-Woods-Systems wiederum, daß ein Fixkurssystem für die Integration der Weltwirtschaft mehr leisten könne als das System flexibler Kurse, weil es eine sichere Kalkulationsgrundlage für Exporteure und Importeure biete und damit den internationalen Handel besonders begünstige; das System flexibler Wechselkurse führe dagegen von der Integration der Weltwirtschaft weg. Nicht zuletzt wird dieses Argument benutzt, um z.B. das EWS mit festen Paritäten zu rechtfertigen.



sich bestätigt, denn sie hatten stets behauptet, daß es eine – systemimmanente – Tendenz zur Inflation gäbe, wenn Regierungen und Notenbanken feste Kurse vereinbaren. Sie wiesen darauf hin, daß Politiker ein Kartell bilden würden, um den Preis der Geldhaltung für den privaten Sektor zu erhöhen. Doch muß die Inflationsentwicklung in den sechziger Jahren gegenüber der folgenden Dekade als sehr moderat erscheinen. Stimmt es also doch, daß ein System flexibler Wechselkurse eher die Inflation fördert, wie andere Ökonomen in den sechziger Jahren meinten?

Richtig ist, daß die Inflationsrate in den Industrieländern insgesamt in den sechziger Jahren deutlich niedriger war als in der folgenden Dekade (Schaubild 1). Sie betrug in den sechziger Jahren rund 3,5 vH, in den siebziger Jahren rund 8,5 vH und im Zeitraum 1980-1987 rund 5 vH. Sicherlich geht ein Teil des Unterschieds darauf zurück, daß in den siebziger Jahren die Ölpreise in zwei Schüben massiv angehoben wurden. Doch auch wenn man davon absieht, bleibt die Aussage über den Trend bestehen. Die Inflationstendenz ist aber ganz offensichtlich nicht vom Wechselkurssystem abhängig: In den achtziger Jahren sind die Inflationsraten erheblich gesunken und waren 1986/87 ähnlich niedrig wie zu Mitte der sechziger Jahre, als die Wechselkurse noch fixiert waren.

Die einzig tragfähige Aussage scheint daher zu sein, daß ein System fester Wechselkurse große Abweichungen zwischen den Inflationsraten der einzelnen Länder nicht zuläßt. Die

Varianz war in den sechziger Jahren sehr niedrig⁸. Eine so große Spannweite, wie sie in der Zeit von 1974 bis Anfang der achtziger Jahre zu beobachten war, hätte wohl jedes Festkurs-system gesprengt. Das bedeutet aber nicht, daß das Niveau oder die Varianz der Inflations-raten bei flexiblen Wechselkursen hoch sein müssen. Wie die Entwicklung in jüngster Zeit belegt, können Inflationsraten selbst und die Differenzen zwischen Inflationsraten auch dann abnehmen oder sehr niedrig sein, wenn die Wechselkurse flexibel sind; denn der Trend der Inflation scheint allgemein davon bestimmt zu sein, ob die einzelnen Länder das Stabilitätsziel ernsthaft verfolgen. Nach den Experimenten mit der Inflation in den siebziger Jahren sahen es in jüngerer Zeit fast alle Länder als vordringlich an, die Preissteigerungs-raten zurückzuführen⁹.

Entscheidend für den Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems war daher wohl, daß nicht alle Länder dem in einigen wichtigen Ländern zu beobachtenden Trend zu mehr Inflation akzeptieren wollten. Im Fixkurssystem kann sich ein Land nicht vom generellen Trend abkoppeln, dies kann nur bei flexiblen Wechselkursen gelingen. Ein solcher Konflikt wurde in der zweiten Hälfte der sechziger Jahre mehr und mehr deutlich: Die Vereinigten Staaten, die in der ersten Hälfte der sechziger Jahre noch den niedrigsten Preisanstieg aufwiesen, setzten sich an die Spitze des Inflationszuges, andere, wie die Bundesrepublik Deutschland, wollten nicht mehr folgen.

Die Erosion des Gold-Devisen-Standards

Die Diskussion um die Schwäche des Dollars führte auch zu einer Unsicherheit darüber, ob die Vereinigten Staaten auf Dauer bereit und in der Lage sein würden, die Goldkonvertibilität des Dollars aufrechtzuerhalten. Ein Indiz für die Probleme war, daß die Dollarreserven in der Welt erheblich zugenommen hatten, die Goldbestände aber – soweit es sich um Währungsreserven handelte – nur langsam angewachsen waren. Der Goldpreis von 35 US-\$ wurde zunehmend zur Illusion, zumal der Dollar erheblich an Kaufkraft verloren hatte: Zwischen 1944 und 1970 stieg das Preisniveau in den Vereinigten Staaten immerhin um 160 vH.

Auch international kam es nach und nach zu einer Aushöhlung des Gold-Devisen-Standards. Am privaten Markt erreichte der Goldpreis schon 1960 – also noch weit vor der Zeit hoher Inflationsraten in den Vereinigten Staaten – die Marke von 40 US-\$. Um den Preis zu stabilisieren, wurde 1961 der Goldpool gegründet. Die acht beteiligten Zentralbanken¹⁰ gaben aus ihren Beständen immer mehr Gold ab. Im März 1968, nach dem "great gold rush", wurden die Interventionen eingestellt, der offizielle Goldpreis wurde endgültig zur Fiktion; nicht einmal die Zentralbanken konnten darauf vertrauen, Gold zu dem fest vereinbarten Preis zu erhalten.

⁸ Die ausgewiesene maximale Inflationsrate kann man sogar als "Ausreißer" ansehen; Japan hatte lange Zeit einen deutlich höheren Preisanstieg als das Land mit der zweithöchsten Rate.

⁹ Dies gelang nahezu allen OECD-Ländern, gleichgültig, ob ihre Wechselkurse flexibel waren oder ob die Länder dem EWS angehörten. Vgl. dazu Joachim Scheide, Stefan Sinn, Internationale Koordination der Wirtschaftspolitik: Pro und Contra. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge, 135, November 1987. Die Entwicklung in den letzten Jahren zeigt auch, daß eine Verringerung der Inflationsraten in allen Ländern keine hinreichende Bedingung dafür ist, daß Wechselkurse stabil sind, denn diese schwankten in den achtziger Jahren erheblich. Dies sollte Befürwortern von festen Wechselkursen zu denken geben.

¹⁰ Belgien, Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, Vereinigtes Königreich, Italien, Niederlande, Schweiz und die Vereinigten Staaten.

Zwar hat Frankreich im Verlauf der sechziger Jahre durch Ausnutzung der Goldkonvertibilität die eigenen Goldbestände kräftig aufgestockt; dies war aber nicht zuletzt politisch motiviert, denn zwischen de Gaulle und der amerikanischen Administration gab es erhebliche Spannungen. Andere Zentralbanken verzichteten auf Goldkäufe. Vor allem die Deutsche Bundesbank betonte, daß in dem Gold-Devisen-Standard ein wesentlicher Stützpfeiler des Systems bestanden habe und daß sie als die Notenbank mit den weitaus größten Dollarreserven hier keine Lawine habe in Gang setzen können, die "schon lange vor dem August 1971 zur Einstellung der Dollarkonvertibilität und zum Ende des Bretton-Woods-Systems geführt hätte; dafür aber wollte die deutsche Währungspolitik nicht die Verantwortung übernehmen"¹¹. Alles in allem scheiterte das Festkurssystem daran, daß die "Spielregel", nach der sich alle Mitglieder des Währungssystems "wie in einem Goldstandard" verhalten mußten, nicht eingehalten wurde. Insbesondere hatten die Vereinigten Staaten in ihrer Rolle als stabilitätsbewußte Welt-Zentralbank versagt.

Importierte Inflation in der Bundesrepublik Deutschland

Im System fester Wechselkurse kann es keinem Land gelingen, auf Dauer eine deutlich niedrigere Inflationsrate zu haben als das Ausland. Die Tendenz zur Angleichung der Inflationsraten kann über verschiedene Mechanismen erfolgen, so daß ein Land Stabilität oder Inflation "importiert". Im Vergleich zum Durchschnitt der Industrieländer wies die Bundesrepublik in der ersten Hälfte der sechziger Jahre eine etwas höhere, in der zweiten Hälfte eine etwas niedrigere Inflationsrate auf. Die Diskussion in jener Zeit zeigt, daß man sich eine niedrigere Rate gewünscht hat und man immer wieder mit der importierten Inflation zu kämpfen hatte¹².

Häufig wird unter importierter Inflation der Preisdruck verstanden, der sich über die Importpreise auf das Inland überträgt. Typischerweise kann man auf Beispiele verweisen wie den Korea-Boom in den fünfziger Jahren oder die beiden Ölpreiserhöhungen in den siebziger Jahren, als die Importpreise besonders stark stiegen und auch die Inlandspreise stark nach oben tendierten. Dieser Mechanismus war aber in den sechziger Jahren offenbar nicht für den Inflationsimport ausschlaggebend, denn in jedem Jahr dieses Zeitraums sind die Importpreise langsamer gestiegen als die weitergefaßten Indizes des Deflators des Bruttoinlandsprodukts sowie der Verbraucherpreise (Tabelle 2).

Inflationäre Tendenzen können auch über den Liquiditätseffekt übertragen werden: Ein Land mit relativ niedriger Inflationsrate wird auf den Weltmärkten wettbewerbsfähiger, die

¹¹ Otmar Emminger, "Deutsche Geld- und Währungspolitik im Spannungsfeld zwischen innerem und äußerem Gleichgewicht (1948-1975)". In: Deutsche Bundesbank, *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975*. Frankfurt a.M. 1976, S. 485-554. An gleicher Stelle betont Emminger, daß der ehemalige Bundesbankpräsident, Karl Blessing, es im nachhinein bedauert habe, nicht einfach die angefallenen US-Dollars "rigoros in Gold umgetauscht" zu haben. Tatsächlich war die Bundesbank letztlich Opfer eines Tauschgeschäfts: Sie mußte 1967 versprechen, die US-Dollars nicht zu konvertieren; dies war die Gegenleistung für das Abkommen zwischen der deutschen und amerikanischen Regierung über die amerikanische Truppenpräsenz. – Hier wurde also, wie auch später z.B. bei den Weltwirtschaftsgipfeln der siebziger und achtziger Jahre, Wirtschaftspolitik mit Außenpolitik vermischt.

¹² Vgl. dazu das Sondergutachten von Friedrich A. Lutz, Egon Sohmen, "Wie kann sich ein Land der importierten Inflation entziehen?". Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (Sachverständigenrat), Jahresgutachten 1964/65. Stuttgart 1965, S. 157-167, sowie Leland B. Yeager, "The German Struggle Against Imported Inflation". In: Ders., *International Monetary Relations: Theory, History, and Policy*. 2. Aufl., New York 1976, S. 485-520.

Tabelle 2: Zur Preisentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland 1960-1971¹

Jahr	Deflator des Bruttoinlandsprodukts	Verbraucherpreise	Erzeugerpreise	Exportpreise	Importpreise
1960	3,3	1,5	1,1	1,1	-0,4
1961	4,7	2,3	1,5	-0,2	-4,0
1962	3,9	2,9	0,9	0,2	-0,8
1963	3,1	3,0	0,5	0,2	2,0
1964	3,0	2,3	1,1	2,4	1,6
1965	3,6	3,2	2,4	2,2	2,7
1966	3,3	3,6	1,8	2,1	1,7
1967	1,4	1,6	-1,0	0	-2,2
1968	2,2	1,6	-0,7	-1,2	-0,8
1969	4,2	1,9	1,9	4,0	1,7
1970	7,6	3,4	4,9	3,2	-0,9
1971	8,0	5,2	4,3	3,3	0,4

¹ Jeweils Anstieg gegenüber dem Vorjahr in vH.

Quelle: IMF, a. a. O. – Eigene Berechnungen.

Exporte steigen stärker, und es entsteht ein Überschuß in der Leistungsbilanz, der – wenn zusätzliche Kapitalexporte unterbleiben – zu einer Erhöhung der Währungsreserven führt. Die höhere Geldmenge bewirkt dann, daß die Preise schneller steigen, als sie es sonst getan hätten. Tatsächlich wurde das Tempo der monetären Expansion zeitweise durch den kräftigen Anstieg der Währungsreserven beeinflusst (Tabelle 3). Dies war vor allem zu beobachten bei den großen Spekulationswellen im Zusammenhang mit den beiden Aufwertungen 1961 und 1969 sowie bei den Turbulenzen 1970/71. Jedoch war in der übrigen Zeit die Entstehung des zusätzlichen Zentralbankgeldes nicht immer darauf zurückzuführen, daß die Bundesbank intervenieren mußte; zeitweise gab es sogar ein Defizit in der Devisenbilanz.

Tabelle 3: Währungsreserven und Geldmenge in der Bundesrepublik Deutschland 1960-1971 – Veränderungen in Mrd. DM¹

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971
Währungsreserven	+9,9	-1,3	+0,1	+1,1	-1,0	-0,9	+3,0	-0,1	+5,0	-7,4	+17,5	+15,1
Zentralbankgeldmenge	+2,6	+3,4	+2,9	+3,0	+3,3	+4,2	+2,8	+2,9	+4,7	+6,4	+4,0	+8,2

¹ Jeweils bezogen auf das vierte Quartal des Jahres.

Quelle: Deutsche Bundesbank, Monatsberichte. Frankfurt a. M., versch. Jgg. – Eigene Berechnungen.

Offenbar bedarf es für eine Zunahme der Geldmenge nicht eines Anstiegs der Währungsreserven, gleichwohl kann die Geldpolitik außenwirtschaftlich orientiert sein. Dieser "indirekte Liquiditätseffekt" ergibt sich, wenn die inländische Zentralbank geldpolitische Maßnahmen von vornherein mit dem Ziel ergreift, einen Zahlungsbilanzüberschuß zu vermeiden. Tatsächlich läßt sich die Politik der Deutschen Bundesbank über weite Perioden so kennzeichnen. So hat man 1962/63, als der Preisanstieg sehr ausgeprägt war, auf stärkere Restriktionsmaßnahmen verzichtet, weil es sonst zu einem deutlichen Zinsanstieg und in der Folge

zu Devisenzuflüssen gekommen wäre¹³. Die importierte Inflation wurde Anfang 1965 für "beendet" erklärt. Das Inflationsproblem stellte sich dann aber noch im gleichen Jahr erneut und war nicht zuletzt Auslöser für die Restriktionspolitik, die 1966/67 zu der bis dahin schwersten Rezession der Nachkriegszeit führte.

Gegen Ende der sechziger Jahre spielte wieder der direkte Liquiditätseffekt die Hauptrolle, als auf eine Aufwertung der D-Mark spekuliert wurde und in erheblichem Umfang Devisen zuflossen. Gleichgültig, ob der direkte oder der indirekte Liquiditätseffekt dominierte, es mußte sich – sollten Inflationsimpulse sich auf diesem Wege ausbreiten – zeigen, daß die Geldpolitik nicht unabhängig ist, sondern sich mehr oder weniger an den Kurs des im System dominierenden Landes anpassen muß. Für die Bundesrepublik zeigt sich tatsächlich eine Parallelität zum geldpolitischen Kurs in den Vereinigten Staaten¹⁴. Dies gilt für die Entwicklung der Geldmenge zumindest ab Mitte der sechziger Jahre. In der Zinspolitik – es gab noch keine Geldmengensteuerung – ist der Zusammenhang für den gesamten Zeitraum recht eng (Schaubild 2).

In den sechziger Jahren wurde immer wieder die These vertreten, die Inflationsübertragung vollziehe sich auch – oder sogar vor allem – über den internationalen Preiszusammenhang¹⁵. Betont wird hierbei, daß es nicht eines Liquiditätseffektes bedürfte, sondern daß der stärkere Preisanstieg im Ausland es inländischen Anbietern erlaube, ihre Preise stärker anzuheben. Damit wird besonders die Inflationsbeschleunigung erklärt, die 1965 einsetzte, denn es hat in dieser Zeit keinen durch die Zahlungsbilanz induzierten Liquiditätsschub gegeben¹⁶. Diese These wird jedoch von vielen bestritten. Eine Beschleunigung der Inflation folgt einer Beschleunigung der Geldmengenexpansion in der Regel mit zeitlicher Verzögerung; man muß daher nicht erwarten, daß die Zahlungsbilanz zur gleichen Zeit einen Überschuß aufweist. Und weiterhin: "Direct price links cannot be the *whole* story. Sooner or later the process must be ratified by monetary expansion provided either by a balance-of-payments surplus or by domestic actions merely hastening what would have happened anyway"¹⁷. Bei gegebenem Inflationskurs im Ausland hat die Notenbank nur die "Wahl", "freiwillig" eine expansivere Politik zu betreiben oder sich diese über die Zahlungsbilanz aufzwingen zu lassen.

War die D-Mark permanent unterbewertet?

Die Frage, wie sich die Wechselkurse in den sechziger Jahren entwickelt hätten, wenn sie frei beweglich gewesen wären, läßt sich nicht beantworten. Ob die vielfach geäußerte These, die D-Mark sei dauerhaft unterbewertet gewesen, zutrifft, soll im folgenden geprüft werden.

Legt man die Kaufkraftparitätentheorie zugrunde, hätte sich die D-Mark in der Zeit nach der Paritätsänderung im Jahre 1961 nicht weiter aufwerten dürfen, denn die Inflationsrate

¹³ Vgl. dazu Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht für das Jahr 1962. Frankfurt a.M. 1963, S. 18 f.

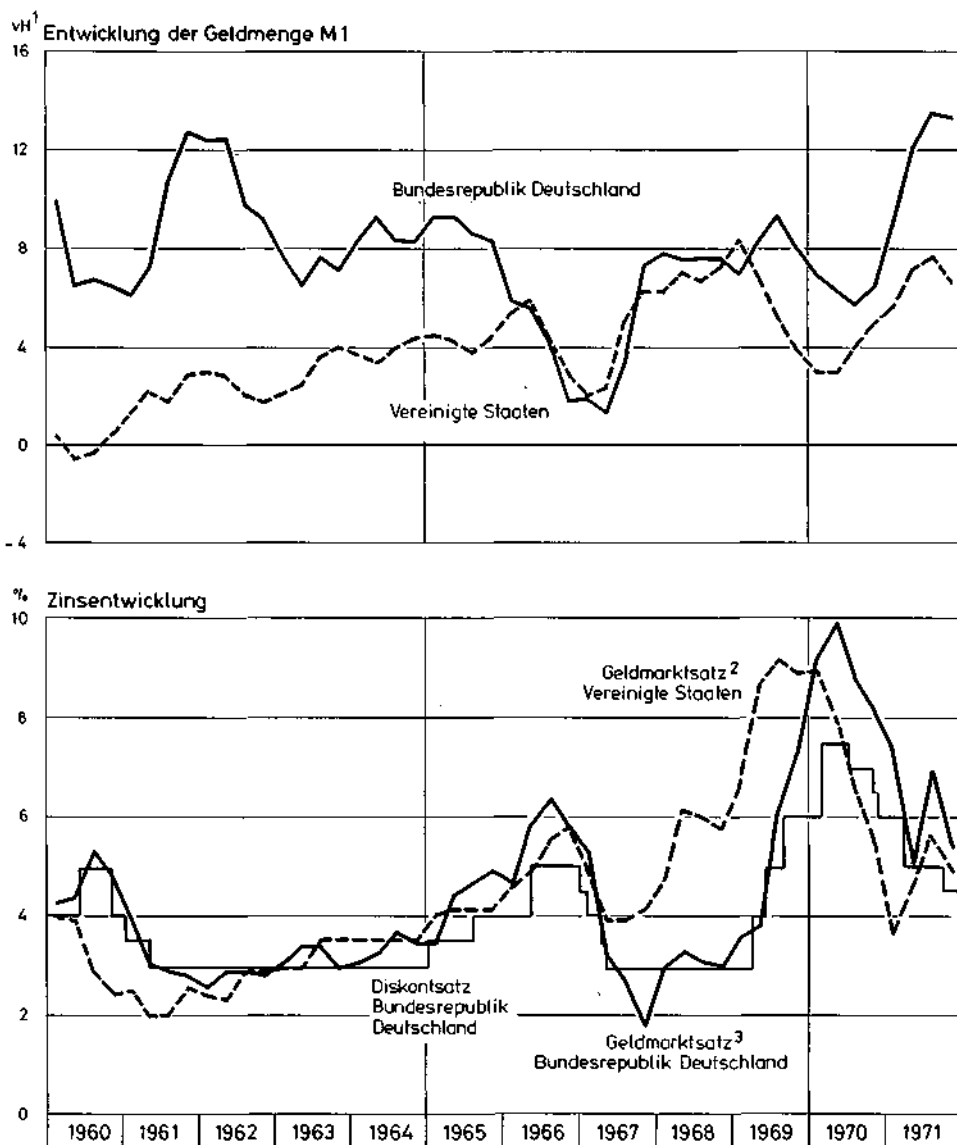
¹⁴ Dies läßt sich auch für die fünfziger Jahre zeigen. Vgl. dazu Joachim Scheide, "Die deutsche Konjunkturpolitik in den fünfziger Jahren – Beginn der Globalsteuerung?". Konjunkturpolitik, Vol. 33, Berlin 1987, S. 243–267. Selbst in der Zeit der flexiblen Wechselkurse war die deutsche Geldpolitik häufig ähnlich ausgerichtet wie die amerikanische, es herrschte also ein Quasi-Dollarstandard.

¹⁵ Vgl. z.B. die Argumentation des Sachverständigenrats. Sachverständigenrat: Jahresgutachten 1966/67; Jahresgutachten 1967/68. Stuttgart, lfd. Jgg.

¹⁶ Die Devisenbilanz wies eine Zeitlang sogar ein Defizit auf.

¹⁷ Yeager, a.a.O., S. 519.

Indikatoren zur Geldpolitik in der Bundesrepublik Deutschland und den Vereinigten Staaten



¹ Anstieg gegenüber dem Vorjahr in vh. - ² Federal Funds Rate. - ³ Monatsgeld.



war in der Bundesrepublik sogar etwas höher als im Durchschnitt der Industrieländer. Die Festlegung des Wechselkurses auf 4,00 DM/US-\$ bedeutete, daß sich die D-Mark gegenüber dem amerikanischen Dollar bis 1965/66 real aufwertete, weil die Verbraucherpreise in der Bundesrepublik rascher stiegen als in den Vereinigten Staaten.

Ein permanenter Aufwertungsdruck läßt sich auch nicht aus der Entwicklung der Leistungsbilanz ableiten, die in vielen Analysen eine wichtige Rolle zu spielen scheint. Erstens ist die These bezüglich des Zusammenhangs zwischen Leistungsbilanz und Wechselkurs ohnehin umstritten¹⁸. Zweitens war der Leistungsbilanzüberschuß im Durchschnitt der sechziger Jahre nicht sehr hoch, zeitweise gab es sogar ein Defizit.

Eine mögliche Hypothese ist, daß die Wechselkurse von vornherein falsch gesetzt wurden, die D-Mark also *im Niveau* permanent unter dem Gleichgewichtskurs gelegen hat. Aber auch dann hätte sich – wie schon in den Fällen, die oben genannt wurden – der Aufwertungsdruck durch Devisenzuflüsse bemerkbar machen müssen. Diese hielten sich aber zwischen 1961 und 1967 in engen Grenzen (vgl. Tabelle 3).

Mußte die Bundesrepublik in den sechziger Jahren als besonders attraktives Anlageland erscheinen, so daß man von daher eine DM-Stärke hätte erwarten müssen? Die Bundesrepublik wies in dieser Dekade nicht mehr – wie noch in den fünfziger Jahren – eine überdurchschnittlich hohe Wachstumsrate des Bruttosozialprodukts auf, die Rate lag sogar leicht unter dem Durchschnitt¹⁹. Positiv könnte sich indes ausgewirkt haben, daß die Investitionsdynamik relativ hoch war, insbesondere im Vergleich zu den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich.

Was das Zinsniveau in der Bundesrepublik angeht, so besteht auch kein Grund zu der Annahme, die internationalen Investoren hätten das Anlageland Bundesrepublik bevorzugen müssen. Zum Beispiel waren die Zinsen über die meiste Zeit nur um rund einen Prozentpunkt höher als in den Vereinigten Staaten. Dieser Abstand entsprach ungefähr dem Unterschied in den Inflationsraten der beiden Länder, es gab also keinen Unterschied bei der "Realverzinsung".

Gemessen an diesen Überlegungen gibt es also kaum Anhaltspunkte dafür, daß die D-Mark fortwährend deutlich unterbewertet war – zumindest für die Zeit bis einschließlich 1967. Wie auch der monetäre Ansatz der Zahlungsbilanz nahelegt, finden immer Anpassungen – über Liquiditätseffekte mit entsprechenden Folgen für die Inflation – statt, so daß man nicht auf Dauer einen Aufwertungsdruck konstatieren kann. Zu einem anderen Ergebnis kommt man allerdings, wenn man die relativen Preise zwischen handelbaren und nichthandelbaren Gütern betrachtet²⁰. Offensichtlich war es so, daß sich in der Zeit der festen Wechselkurse, vor allem in den sechziger Jahren, der um die Exportpreise bereinigte Wechselkurs der Bundesrepublik abgewertet hat. Dies hat den Exportsektor begünstigt und zu der Exportlastigkeit der deutschen Wirtschaft beigetragen.

¹⁸ Vgl. Joachim Scheide, Anstieg und Fall des Dollarkurses – Folgen der amerikanischen Geldpolitik? Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge, 131, April 1987, S. 7 ff. – Gegenwärtig gibt es kaum jemanden, der die D-Mark deshalb für extrem unterbewertet hält, weil der Leistungsbilanzüberschuß so hoch ist. Im Durchschnitt der sechziger Jahre betrug der Überschuß weniger als 1 vH des Bruttoinlandsprodukts; zur Mitte der achtziger Jahre betrug er fast 4 vH.

¹⁹ Für die Industrieländer insgesamt betrug der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts im Zeitraum 1960-1970: 4,8 vH, für die Bundesrepublik 4,5 vH. Die entsprechenden Raten lauten z.B. für Japan 11,8 vH, Italien 5,7 vH, Frankreich 5,6 vH, Kanada 5,0 vH, Vereinigte Staaten 3,4 vH und das Vereinigte Königreich 2,9 vH. Anders war die Entwicklung in den fünfziger Jahren; in diesem Zeitraum war das Wachstum in der Bundesrepublik besonders hoch. So mag die These der Unterbewertung für diese Zeit eher zutreffen haben, wofür sowohl die hohe Wachstumsdynamik wie auch der fortwährend hohe Zufluß an Devisen spricht. Vgl. dazu auch Scheide, "Die deutsche Konjunkturpolitik in den fünfziger Jahren – Beginn der Globalsteuerung?" a.a.O.

²⁰ Vgl. z.B. Bernhard Heitger, Strukturwandel und realer Wechselkurs. Kieler Studien, 183, Tübingen 1983.

Das Ende des Fixkurssystems – die Rolle der amerikanischen Inflationspolitik

Das Scheitern des Fixkurssystems zeichnete sich gegen Ende der sechziger Jahre ab. Offenbar ließen sich die Wechselkurse nicht mehr verteidigen, die Währungskrisen häuften sich. Ein wichtiger (vermutlich der auslösende) Faktor war der Wechsel in der amerikanischen Geldpolitik. Die Vereinigten Staaten verfolgten eine stark expansive Politik, wie sie bis dahin noch nicht beobachtet worden war. Dieser Kurs wurde 1969/70 lediglich für kurze Zeit unterbrochen, als die Geldmengenexpansion gebremst wurde und die Zinsen kräftig erhöht wurden (Schaubild 2). Die insgesamt sehr expansive Politik hatte vor allem zwei Gründe: Erstens wollte man auf diese Weise den Vietnamkrieg "finanzieren", also Steuererhöhungen vermeiden; zweitens erlebte der Keynesianismus seine Blüte, und diese Idee versprach einen hohen Beschäftigungsgrad durch eine Inflationspolitik.

Es vollzog sich somit ein Wechsel im geldpolitischen "regime", der ebenso als keynesianisches Experiment bezeichnet werden kann wie die beiden Politikwechsel in den siebziger Jahren und der Wechsel seit Anfang 1985²¹. Ähnlich wie in diesen Phasen gab es auch gegen Ende der sechziger und Anfang der siebziger Jahre einen starken Druck auf den amerikanischen Dollar, der sich durch eine kleine Wechselkursänderung nicht beheben ließ. Wie die späteren Erfahrungen zeigen, war vielmehr eine erhebliche reale Abwertung des Dollars nötig, weil die Vereinigten Staaten als Anlageland an Attraktivität verloren. Da sich das Leitwährungsland nicht von seinem Expansionskurs abbringen lassen wollte, andererseits andere Länder wie die Bundesrepublik diesem Experiment nicht folgen wollten, war das Festkurssystem nicht mehr aufrechtzuerhalten.

Währungskrisen – ihre Ursachen und die Reaktion der Politik

In den ersten Jahren des Bretton-Woods-Systems waren Änderungen der Paritäten selten²². Die lange Diskussion um eine Aufwertung der D-Mark wurde mit der Kursanpassung im März 1961 beendet; die Niederlande schlossen sich diesem Schritt an. Danach wurden die Wechselkurse erstmals wieder 1967 (britisches Pfund) geändert. Im Jahre 1969 wurde der französische Franc abgewertet, die D-Mark aufgewertet.

Die geringe Zahl der Anpassungen²³ – durchschnittlich immerhin weniger als eine pro Jahr – sagt allerdings nichts darüber aus, welcher Druck während der gesamten Zeit auf dem Festkurssystem lastete. Nicht nur waren die Wechselkursänderungen meist der letzte Schritt, nachdem massive Abwehrmaßnahmen verschiedener Art gegen Spekulationswellen ergriffen worden waren; es gab auch für eine Reihe von anderen Ländern akute oder chronische Zahlungsbilanzkrisen, die mit umfangreichen internationalen Stützungsmaßnahmen, drastischen Wechselln der inländischen Wirtschaftspolitik oder erheblichen Einschränkungen des internationalen Handels oder des Kapitalverkehrs bekämpft wurden²⁴.

²¹ Vgl. dazu Scheide, Anstieg und Fall des Dollarkurses – Folgen der amerikanischen Geldpolitik?, a.a.O.

²² In den fünfziger Jahren wurden die griechische (1953) und die finnische Währung (1957) abgewertet. Der Kurs des französischen Franc wurde sowohl 1957 als auch 1958 kräftig herabgesetzt. Island wertete seine Währung in zwei Schritten ab (1960 und 1961). 1962 kehrte Kanada zu einem festen Wechselkurs zurück, dessen Niveau in etwa dem bei der Freigabe im Jahre 1950 entsprach.

²³ Abgesehen davon gab es die Praxis der "multiplen Wechselkurse", die noch im Jahre 1956 von zwölf der sechzig Mitgliedsstaaten ausgeübt wurde. Von den größeren Industrieländern hatte das Vereinigte Königreich einen besonderen Wechselkurs für die verschiedenen Transaktionen.

²⁴ Eine ausführliche Übersicht über die Ursachen der Krisen und die Wirkungen der daraufhin ergriffenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen bieten Jürgen Rohwedder, Untersuchungen über Zahlungsbilanzprobleme bei Stufenflexibilität und freier Flexibilität der Wechselkurse. Kieler Studien, 101, Tübingen 1969, und Wolfgang Kasper, Zur Frage größerer Wechselkursflexibilität. Kieler Studien, 113, Tübingen 1970.

Was die Währungskrisen bis zum Jahre 1967 betrifft, bei denen einzelne Währungen unter Druck gerieten, so wurden sie in der Mehrzahl durch eine allzu expansive Geld- und Finanzpolitik hervorgerufen. Die Expansion der Inlandsnachfrage führte meist zu einem kräftigen Anstieg der Importe, so daß es zu einem Defizit in der Leistungsbilanz und dann letztlich auch in der Devisenbilanz kam. Als Reaktion wurde in der Regel ein restriktiver Kurs in der Geld- und Finanzpolitik eingeschlagen. Zwar kam man so dem Zahlungsbilanzziel näher, doch mußte in verschiedenen Fällen auch eine Rezession in Kauf genommen werden. Das traf beispielsweise auf Dänemark (1963 und 1966), Italien (1964) und Schweden (1965) zu. Eine wichtige Rolle spielte bei den Krisen auch die internationale Hilfe; so haben sowohl der IMF - z.B. bei der Krise des britischen Pfundes im Jahre 1961 - als auch eine Reihe von Notenbanken immer wieder Überbrückungskredite bereitgestellt. Schon zu Beginn der sechziger Jahre wurden Devisenabkommen zwischen Notenbanken vereinbart, so daß einzelnen Ländern bei vorübergehenden Krisen bestimmte Swap-Kreditlinien zur Verfügung standen. Daneben wurden als weitere Finanzierungsinstrumente mittelfristige Sonderzertifikate und -schuldverschreibungen des amerikanischen Schatzamtes in anderen Währungen zur Verfügung gestellt, die für den Fall vorgesehen waren, daß eine Währungskrise länger als nur einige Monate anhielt.

Eine neue Dimension von Krisen und Spekulationswellen wurde im Zusammenhang mit den Zahlungsbilanzschwierigkeiten des Vereinigten Königreichs in den sechziger Jahren erreicht. Schon 1964 waren dramatische Hilfsaktionen notwendig. Im Jahre 1967 kam es zu einer Spekulationswelle von bis dahin nicht dagewesener Stärke und zu einem drastischen Rückgang der britischen Währungsreserven. Im November 1967 wurde dann das britische Pfund um 14,3 vH abgewertet. Diese Paritätsänderung, der einige kleine Länder folgten, hatte für das Bretton-Woods-System Signalcharakter: Erstens wurde - auch durch das relativ große Ausmaß - das Vertrauen darin erschüttert, daß die Währungen von großen Industrieländern stabil bleiben würden; zweitens war dasjenige Land betroffen, das in dem System neben den Vereinigten Staaten als zusätzliches Reservewährungsland galt.

In der Folge wurden Währungskrisen immer häufiger und vor allem massiver. Als nächstes gab es in Frankreich eine Krise. Auslösendes Moment waren politische Faktoren, nämlich die sozialen Unruhen im Mai und Juni 1968, in deren Folge die Löhne um 15 vH angehoben wurden. Um die Spekulation gegen den Franc abzuwehren - eine Abwertung sollte unter allen Umständen abgewendet werden - wurden verschiedene Maßnahmen ergriffen: Internationale Kredite in erheblichem Umfang (zweistellige Milliardenbeträge) wurden gewährt; die Geld- und Finanzpolitik in Frankreich ging auf Restriktionskurs, und es gab vor allem Eingriffe in den internationalen Handel und den Kapitalverkehr (Devisenzwangswirtschaft, Importkontingente, Exportsubventionen). Selbst die Verschärfung einzelner Maßnahmen brachten keinen dauerhaften Erfolg, so daß es im August 1969, also reichlich ein Jahr nach Ausbruch der Krise, zur Abwertung des französischen Franc um 12,5 vH kam.

Kennzeichnend für die immer stärkeren außenwirtschaftlich orientierten Stützungsmaßnahmen ist auch das Vorgehen der Vereinigten Staaten, die in den sechziger Jahren fortwährend mit Zahlungsbilanzproblemen zu kämpfen hatten, obwohl die Leistungsbilanz ständig einen Überschuß aufwies. Durch die Bildung des Goldpools konnten sich die Vereinigten Staaten dem vollen Zahlungsbilanzzwang eine Zeitlang entziehen. Die amerikanischen Kapitalverkehrskontrollen eskalierten dann aber ab 1963, als eine Zinsausgleichsteuer ("Interest Equalisation Tax") auf Zinserträge aus ausländischen Wertpapieren erhoben wurde. Im Jahre 1965 wurden Auslandskredite der Banken und Kapitalexperte der Industrieunternehmen auf "freiwilliger" Basis beschränkt. Eine weitere Verschärfung gab es schließlich im Jahre 1968, als die Direktinvestitionen im Ausland kontingentiert und Netto-Direktinvesti-

tionen in europäischen Industrieländern verboten wurden (Zahlungsbilanzprogramm des Präsidenten Johnson).

Die zahlungsbilanzorientierten Maßnahmen der Bundesrepublik

Die Bundesrepublik galt in den sechziger Jahren sicherlich nicht als ein Land, das zu besonders umfangreichen Eingriffen in den Marktprozeß neigte. Dennoch ist die Liste der ergriffenen Maßnahmen umfangreich. Sie läßt ahnen, was andere Länder unternahmen, um Wechselkurse zu verteidigen, und vor allem, in welchem Maße der internationale Austausch von Gütern und Kapital insgesamt im Bretton-Woods-System behindert worden ist.

Nach der Aufwertung der D-Mark im März 1961 kam es weiterhin zu Devisenzuflüssen, weil das Ausland die Paritätsänderung nicht für ausreichend hielt und sich gleichzeitig eine Krise um das britische Pfund abzeichnete. Zur Abwehr des Devisenzustroms wurden im April und Mai Nachkriegsschulden vorzeitig an die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und Frankreich zurückgezahlt; der Umfang dieser Sondertransaktionen betrug 3,1 Mrd. DM. Neue Zuströme größeren Umfangs gab es dann wieder in der zweiten Hälfte des Jahres 1963 und zu Beginn des Jahres 1964. Das Ausland kaufte in verstärktem Maße festverzinsliche Wertpapiere. Da die Geldpolitik in dieser Zeit bereits expansiv war, ergriff man recht drastische Maßnahmen. Zunächst erleichterte die Bundesbank im März 1964 den Geldexport, indem sie für den Erwerb von US-Schatzwechseln durch die Banken eine entsprechende Kurssicherung zu etwas niedrigeren Kosten anbot, als sie am Markt verlangt wurden. Um den Kapitalimport zu bremsen, wurden zum 1. April 1964 die Mindestreservesätze für Auslandsverbindlichkeiten auf die gesetzlich zulässigen Höchstsätze angehoben²⁵. Hinzu kam ein generelles Verzinsungsverbot für Termineinlagen von gebietsfremden Einlegern. Diese Maßnahmen betrafen hauptsächlich den kurzfristigen Kapitalverkehr. Für die langfristigen Kapitalimporte wurde vorgeschlagen, auf die von Ausländern gehaltenen festverzinslichen Wertpapiere eine Steuer für Kapitalerträge von 25 vH zu erheben. Diese "Kuponsteuer" wurde im März 1964 angekündigt, woraufhin die Wertpapierkäufe von Ausländern drastisch zurückgingen. Wie immer wurde auch hier das Ausland für die Zahlungsbilanzprobleme verantwortlich gemacht: "... die monetäre Entwicklung in der Bundesrepublik ist unvermeidlich in das Schlepptau von Kräften geraten, über die die deutsche Währungspolitik keine Kontrolle hat". Hinzu kam, daß der deutsche Markt noch mehr zum "Zufluchtsort" für ausländisches "Fluchtgeld" wurde, weil die Schweiz drastische Abwehrmaßnahmen ergriffen hatte²⁶.

Weiterhin wurde versucht, den Kapitalimport deutscher Banken zu bremsen. Im August 1964 wurden die Rediskontkontingente der Kreditinstitute um den Betrag gekürzt, um den ein Institut zusätzlich im Ausland Kredit aufnahm; die freien Liquiditätsreserven der Banken sanken also um diesen Betrag. Gleichzeitig erhöhte die Bundesbank die Renditen auf Auslandsanlagen, indem sie inländische Banken in dem Maße von der Mindestreservepflicht auf Auslandsverbindlichkeiten befreite, wie diese kurzfristige Geldanlagen im Ausland unterhielten.

Im Jahre 1965 wurde die Geldpolitik aus den schon genannten Gründen restriktiv ausgerichtet. Die im Zuge der Rezession dann wieder einsetzende massive Lockerung der Geldpolitik ab Ende 1966 - der Diskontsatz wurde innerhalb weniger Monate um zwei Prozentpunkte

²⁵ Die Sätze für Sicht-, Termin- und Spareinlagen betrugen somit 30, 20 und 10 %.

²⁶ Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht für das Jahr 1963. Frankfurt a.M. 1964, S. 24.

gesenkt - stieß aber bald an ihre Grenzen. Es entstand für die Geldpolitik ein Dilemma mit umgekehrtem Vorzeichen: Die Entwicklung im Ausland verhinderte weitere Zinssenkungen, denn wegen des Anstiegs des Zinsgefälles kam es zu Devisenabflüssen. Nicht zuletzt deshalb wurden einige der Maßnahmen, die in den Vorjahren ergriffen worden waren, um den Geldimport zu drosseln, wieder aufgehoben.

Im Verlauf des Jahres 1967 verstärkten sich aber wieder die Turbulenzen an den Devisenmärkten, und die Währungskrisen führten erneut zu umfangreichen Kapitalzuflüssen. Die Spekulation gegen den französischen Franc und die Spekulation auf eine Aufwertung der D-Mark trafen zusammen. Die Hektik nahm 1968 im In- und Ausland zu. Im November wurden die Devisenbörsen für drei Tage geschlossen. Die Bundesregierung bekräftigte noch einmal, die D-Mark werde nicht aufgewertet. Statt dessen wurden die Warenexporte besteuert und die Warenimporte mit einem Satz von jeweils 4 vH ("Ersatzaufwertung") subventioniert. Weiterhin beschloß die Bundesbank, die Reservesätze für den Zuwachs der reservepflichtigen Auslandsverbindlichkeiten auf 100 vH festzusetzen; der Kapitalimport wurde zusätzlich dadurch kontrolliert, daß Genehmigungsverfahren eingerichtet wurden. Im Juni 1969 erhöhte die Bundesbank die Mindestreservesätze für Auslandsverbindlichkeiten um 50 vH. An den zwei Geschäftstagen vor der Bundestagswahl am 28. September wurden die Devisenbörsen geschlossen; die Bundesregierung bat die Bundesbank, die Interventionen vorerst einzustellen. Der Wechselkurs der D-Mark wurde vorübergehend freigegeben. Vom 27. Oktober an galt eine neue Parität mit 3,66 DM/US-\$, was einer Aufwertung um 9,3 vH entsprach. Dies markierte das Ende der Spekulationswellen und Zahlungsbilanzkrisen der sechziger Jahre. Gegen Anfang des folgenden Jahrzehnts spitzten sich die Währungskrisen nochmals zu. Das Bretton-Woods-System wurde praktisch mit der Aufhebung der Goldeinlösungspflicht durch den amerikanischen Präsidenten Nixon (im August 1971) endgültig außer Kraft gesetzt. Weitere Rettungsversuche scheiterten, und nach einigen Turbulenzen ging man dann im Jahre 1973 zu prinzipiell flexiblen Wechselkursen über.

Lehren aus dem Scheitern des Bretton-Woods-Systems

Für ein System flexibler Wechselkurse spricht, daß es einem Land die Möglichkeit gibt, über die Instrumente seiner Wirtschaftspolitik autonom zu entscheiden, daß es darüber hinaus vereinbar ist mit einem freien Handel von Gütern und Kapital und daß es gleichzeitig automatisch das außenwirtschaftliche Gleichgewicht herstellt²⁷. Die Regierungen haben zwar auch bei flexiblen Wechselkursen die Möglichkeit, die Freiheit der Wirtschaftssubjekte bei internationalen Transaktionen einzuschränken. Doch wie die oben beschriebenen Maßnahmen gezeigt haben, ist der Spielraum dafür im Festkurssystem wesentlich größer, wenn Wechselkurse verteidigt und Zahlungsbilanzkrisen "gemeistert" werden sollen. Die Analyse hat deutlich gemacht, welche Maßnahmen nötig waren, um das Festkurssystem einigermaßen aufrechtzuerhalten. Wechselkursänderungen konnten dennoch nicht völlig vermieden werden. Der Preis für unterlassene oder zu lange aufgeschobene Auf- und Abwertungen war hoch: Mehrere Länder erlitten schwere Rezessionen, es kam zu unerwünschten Zielverfehlungen insbesondere bei der Preisniveaustabilität, und der Welthandel sowie die wirtschaftliche Entwicklung in Industrie- und Entwicklungsländern wurden erheblich durch dirigistische Maßnahmen beeinträchtigt.

²⁷ Vgl. Harry G. Johnson, "The Case for Flexible Exchange Rates, 1969". In: George N. Halm (Ed.), *Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates. The Bürgenstock Papers*. Princeton 1970, S. 91-111.

Daß solche Probleme entstehen würden, wenn Wechselkurse fixiert werden, ergibt sich aus theoretischen Überlegungen. Dies belegt der Aufsatz Milton Friedmans, der bereits 1951 geschrieben wurde: "... in advance, the amount people want to buy [=of a particular currency], need not equal the amount people want to sell. The *ex post* equality involves a reconciliation of these divergent desires, either through changes in the desires themselves or through their frustration. There is no way of avoiding this reconciliation; inconsistent desires cannot simultaneously be satisfied"²⁸. Friedman beschreibt genau die Mechanismen, die während des Bestehens des Bretton-Woods-Systems immer wieder wirksam wurden, weil Wechselkursänderungen vermieden werden sollten: die unerwünschte Änderung von Währungsreserven, der Import von Inflation sowie die Beeinträchtigung der internationalen Transaktionen durch Kontrollen. Insofern sind die Voraussagen der Kritiker des Festkurssystems bestätigt worden. Während der Dauer des Bretton-Woods-Systems entstanden hohe, durch außenwirtschaftliche Einflüsse bedingte Kosten in Form von Inflation, Rezession und Einschränkung der Freiheit des Handels. Waren diese Mängel auf jene Zeit beschränkt, oder wäre auch heute mit solchen Fehlentwicklungen zu rechnen, wenn man dazu überginge, Wechselkurse zu fixieren?

Fehlkonstruktion des Systems

Das Bretton-Woods-System sah eine zentrale Rolle für den US-Dollar vor, zu einer Zeit, als die Vereinigten Staaten die Führungsrolle in der westlichen Welt spielten. Dieser konnten die Vereinigten Staaten aber in der Folgezeit nicht gerecht werden. Andere Industrieländer holten auf, die Dominanz der Vereinigten Staaten auf technologischem und wirtschaftlichem Gebiet existierte nicht mehr. Insofern erwies sich die Errichtung eines Dollarstandards später nicht mehr als zeitgemäß. In den achtziger Jahren scheinen die Bedingungen in dieser Hinsicht nicht günstiger. Sowohl Japan als auch Westeuropa haben im internationalen Bereich ein Gewicht, das es unwahrscheinlich erscheinen läßt, daß die Vereinigten Staaten erneut die Rolle als Leitwährungsland übernehmen könnten. Was das Europäische Währungssystem betrifft, so haben viele Länder – zumindest eine Zeitlang – die Führungsrolle der Bundesrepublik akzeptiert; nur so konnte es gelingen, daß alle Länder ihre Inflationsrate kräftig reduzierten. Doch in letzter Zeit wurde das Verhalten der Deutschen Bundesbank zunehmend kritisiert. Sie wird gedrängt, eine expansivere Politik zu betreiben, weil das Problem der Arbeitslosigkeit von einigen Ländern als besonders dringend angesehen wird. Auch wird Kritik laut, weil die Bundesrepublik gegenüber den europäischen Ländern einen hohen Handelsbilanzüberschuß aufweist. Wird die Skepsis gegenüber dem Leitwährungsland Bundesrepublik größer, ist auch dieses System der festen (aber anpaßbaren) Wechselkurse gefährdet.

Im Bretton-Woods-System gab es keinen Mechanismus, der die Vereinigten Staaten auf eine bestimmte Linie der Politik hätte zwingen können. Sie hatten nichts zu verlieren und brauchten sich – anders als alle anderen Länder – nicht um ihre Zahlungsbilanz zu kümmern. Waren Defizite in der amerikanischen Zahlungsbilanz anfangs noch "erwünscht", weil nur so zusätzliche Reserven in anderen Ländern entstehen konnten, so wurden sie später zu einem Problem. Das Reservewährungsland betrieb in der zweiten Hälfte der sechziger Jahre eine Inflationspolitik. Daß das Bretton-Woods-System zu einer Inflations- statt zu einer Stabilitätsgemeinschaft wurde, lag vor allem daran, daß das Ziel der Preisniveaustabilität in internationalen Verträgen nicht verankert war.

²⁸ Milton Friedman, "The Case for Flexible Exchange Rates". In: Ders., *Essays in Positive Economics*. Chicago 1953, (S. 157-203) S. 160.

Des weiteren gab es keine Spielregeln für die Anpassung bei Zahlungsbilanzproblemen: Sollte die Last bei Überschuß- oder Defizitländern liegen, wann wäre es angebracht gewesen, die Wechselkurse zu ändern, ab wann galt ein Beschäftigungseinbruch als zu hoher Preis? Solche Länder, die sich eher an die (ungeschriebene) Spielregel einer stabilitätsorientierten Politik gehalten haben – wie die Bundesrepublik –, wurden durch das Fehlverhalten anderer bestraft. So mußte die Bundesrepublik im Jahre 1968 wegen des Anstiegs der Löhne in Frankreich nach den sozialen Unruhen mehr Inflation in Kauf nehmen, um den Wechselkurs zu stützen. Es bestand für die Problemländer kein Anreiz, Fehlentwicklungen im eigenen Land zu vermeiden. Das System hatte somit das "moral-hazard"-Problem verschärft. Wären die Wechselkurse flexibel gewesen, hätte es durch die Abwertung der Währung rasch ein Signal für die wirtschaftspolitischen Instanzen der Problemländer gegeben.

Auch in den achtziger Jahren kam es vielfach zu Änderungen im realwirtschaftlichen Bereich, die größere Bewegungen bei Wechselkursen ausgelöst haben. Nicht zuletzt der Wechsel in der amerikanischen Finanzpolitik zu Beginn der achtziger Jahre, der die Investitionen in diesem Land begünstigte, hat zu der erheblichen realen Aufwertung des US-Dollars beigetragen. Solche Änderungen in den internationalen Kapitalströmen sind sehr häufig und können auch für die Zukunft nicht ausgeschlossen werden. Ferner werden Bewegungen der realen Wechselkurse auch dadurch ausgelöst, daß reale Schocks – wie z.B. Änderungen von Rohstoffpreisen – die einzelnen Länder in unterschiedlicher Weise treffen. Werden Wechselkurse aber fixiert, muß die Anpassung über andere Kanäle erfolgen, so daß es zu unerwünschten Verfehlungen bei den wirtschaftspolitischen Zielen (Beschäftigung, Preisniveau) kommt.

Feste Wechselkurse erschweren Anpassungen

In den sechziger Jahren hätten sich Länder mit einer aufwertungsverdächtigen Währung durch Paritätsänderungen vor dem Inflationstrend im Ausland schützen können. So hätte beispielsweise die Bundesrepublik Deutschland in mehr oder weniger regelmäßigen Abständen aufwerten können²⁹, um wenigstens die gegenüber dem Ausland bestehenden Preisdifferenzen auszugleichen. Eine solche Politik hätte an den Wettbewerbsverhältnissen nichts geändert. Statt dessen versuchte man – gerade auch in der Bundesrepublik –, notwendige Anpassungen hinauszuschieben und andere, meist dirigistische Abwehrmaßnahmen zu ergreifen. Wenn der Anpassungsdruck zunahm, schien eine Wechselkurskorrektur – zumindest aus der Sicht der Exporteure – schon wieder "dramatisch". Das Problem wurde verschoben, bis eine Krisensituation erreicht wurde, in der die Entscheidungen dann meist überstürzt vorgenommen wurden.

Für die Verzögerung von Aufwertungen mußte die Bundesrepublik nicht nur einen hohen Preis zahlen; das Festkurssystem machte es auch für internationale Anleger extrem leicht, auf eine Paritätsänderung zu setzen. Es gab immer nur eine Einbahnspedition, weil die Richtung einer möglichen Wechselkursanpassung jedermann bekannt war. Da die Kapitalmobilität zunahm, wurde die Entscheidung über Auf- und Abwertungen den Notenbanken und dem IMF aus den Händen genommen. Generell erwiesen sich die drei Säulen des Systems, nämlich feste Wechselkurse, freier Kapitalverkehr und unabhängige Geldpolitik, als nicht miteinander vereinbar; mindestens eines der drei Ziele mußte aufgegeben werden.

²⁹ Einer der Vorschläge zur Reform des Währungssystems bezog sich damals auf diese regelmäßigen Anpassungen ("crawling peg").

Die Weigerung, die marktwirtschaftlich logische Konsequenz zu ziehen und Anpassungen bei Wechselkursen vorzunehmen, rührte offenbar aus einem weit verbreiteten Mißtrauen gegenüber dem freien Markt. Dies ist nicht auf jene Zeit beschränkt und gilt gerade wegen der heftigen Wechselkursbewegungen in den achtziger Jahren auch gegenwärtig. Genau darin liegt ja der Anlaß für viele, eine Rückkehr zu festen Wechselkursen zu fordern oder – was auf dasselbe hinausläuft –, Zielzonen für Wechselkurse vorzuschlagen³⁰. Das Argument lautet, daß hier der Markt versage, denn die Wechselkurse richteten sich über längere Zeit nicht nach den üblicherweise als "fundamentale Faktoren" betrachteten Variablen wie die Entwicklung der Preisniveaus und der Leistungsbilanzen der betreffenden Länder. Offenbar gibt es aber gute Gründe dafür, daß Wechselkurse von diesen Referenzpfaden abweichen, wenn nämlich z.B. die Geldpolitik in den Ländern unterschiedlich ausgerichtet ist³¹.

Ansätze zur Koordination gescheitert

Die Debatte um mehr oder weniger Wechselkursflexibilität wurde auch in den sechziger Jahren darüber geführt, welches System mehr Disziplin auf die Mitgliedsländer ausübe. Das einzige Fixkurssystem, das "irresponsible domestic policies" wirklich verhindern kann, ist der Goldstandard, weil es im Falle einer Inflationspolitik automatisch zu Goldabflüssen kommt, die zu einer Korrektur führen. Im Bretton-Woods-System gab es jedoch für die Mitgliedsländer keinen Zwang, sich nach akzeptierten Kriterien des Wohlverhaltens zu richten, sie konnten die Folgen der unsoliden Politik auch auf andere abwälzen. Kein Land wurde dafür entschädigt (oder belohnt), wenn es sich besser verhielt als andere. Die Vereinigten Staaten oder das Vereinigte Königreich haben ihre Politik zwar auch angepaßt (und somit "Disziplin" gezeigt), aber auf dem wohl schlechtesten Wege, nämlich durch Einführung von immer mehr Kontrollen für den internationalen Handel und den Kapitalverkehr.

Vor diesem Hintergrund läßt sich sagen, daß in einem System flexibler Wechselkurse die Disziplin durchaus größer sein kann, weil eine Abwertung für die Bevölkerung eines Landes rascher und eindeutiger Fehler in der Wirtschaftspolitik signalisiert als der Verlust an Währungsreserven. So gibt es immer weniger Beispiele dafür, daß Länder eine Inflationspolitik im Alleingang betreiben, weil sie unmittelbar mit einer kräftigen Abwertung rechnen müssen. Eine Ausnahme bildete in letzter Zeit das "französische Experiment" in den Jahren 1981 und 1982, als Frankreich die Wirtschaft durch eine sehr expansive Geld- und Finanzpolitik ankurbeln wollte. Der Versuch wurde nach kurzer Zeit aufgegeben, da der französische Franc unter erheblichen Abwertungsdruck geriet.

Im Bretton-Woods-System stellte sich das Problem der internationalen Koordination der Wirtschaftspolitik genauso wie auch gegenwärtig. Die besondere Form der Koordination im Festkurssystem – die Gleichschaltung der Politik – kann nur funktionieren, wenn alle Länder die gleichen Prioritäten der Wirtschaftspolitik haben und/oder sich dem Leitährungsland unterordnen. Aber kaum ein Land – gewiß nicht die Bundesrepublik – war bereit, die nationale Souveränität aufzugeben. Unterschiedliche Vorstellungen gab es hinsichtlich der Priorität für die Ziele der Beschäftigung und der Preisniveaustabilität; diese Divergenzen allein machten ein System fester Wechselkurse schon unmöglich. Dabei ist es ganz natürlich, daß die einzelnen Länder unterschiedliche Prioritäten in ihrer Wirtschaftspolitik haben und auch unterschiedliche Auffassungen darüber, wie die Wohlfahrt maximiert werden kann.

³⁰ Vgl. dazu die Kritik von Scheide, 1986, a.a.O.

³¹ Vgl. Scheide, Anstieg und Fall des Dollarkurses – Folgen der amerikanischen Geldpolitik?, a.a.O.

Einige Länder sorgen sich mehr um die Stabilität des Preisniveaus, andere betonen das Beschäftigungsziel oder die Entwicklung der Leistungsbilanz; während einige meinen, ein hoher Staatsanteil oder häufige Eingriffe des Staates seien nötig, meinen andere, daß die Aktivitäten des Staates möglichst gering gehalten werden sollen. Welche Politik erfolgreicher sein wird, läßt sich nicht von vornherein sagen. Von daher scheint es besser, die Länder treten in einen Wettbewerb ein, von dem alle profitieren können – sei es, daß einige Länder gute, nachahmungswürdige Beispiele liefern, sei es, daß Länder aus den eigenen oder den Fehlern anderer lernen können.

Ebenso widerspricht es der Freiheit der einzelnen Länder, wenn andere ihnen den "vernünftigen" Weg der Anpassung vorschreiben wollen. Von einem Land zu verlangen, es solle eine Rezession provozieren, weil seine Politik ein Zahlungsbilanzdefizit verursacht hat, macht es diesem Land leicht, die Schuld auf das Ausland zu schieben. Solange die Prioritäten der einzelnen Länder – was ganz natürlich ist – voneinander abweichen, sollten die Wechselkurse flexibel sein, damit die Unterschiede nicht zu neuen Fehlentwicklungen bei wirtschaftspolitischen Zielen führen³². Darüber hinaus scheitert die Koordination damals wie heute an dem Streit darüber, wer im Falle von Fehlentwicklungen seine Politik ändern soll. Das "moral-hazard"-Problem, das hierbei mitspielt, wurde schon früh von Otmar Emminger beschrieben: "It has been an unpleasant experience that in all the major complicated cases, each side has expected the other to assume the main burden of the responsibility for adjustment"³³.

Gegenwärtig verfolgen die Industrieländer durchaus unterschiedliche Ziele in der Wirtschaftspolitik. Von daher scheint die Grundvoraussetzung für ein System fester Wechselkurse, wie es immer wieder gefordert wird, nicht gegeben. Wie die Entwicklung der realen Wechselkurse in den letzten Jahren zeigt, wäre der Preis für die Einhaltung vollkommen – oder in Grenzen – fester Wechselkurse sehr hoch, möglicherweise höher, als er es in den sechziger Jahren war, als der internationale Austausch von Gütern und Kapital stark behindert wurde.

³² Vgl. Scheide, Sinn, a.a.O., S. 29 ff.

³³ Otmar Emminger, "Practical Aspects of the Problem of Balance-of-Payments Adjustments". The Journal of Political Economy, Supplement, Vol. 75, Chicago 1967, Nr. 4 (Teil II), S. 512-522.