ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (Ed.)

Research Report

Zur währungspolitischen Situation Anfang Oktober 1969. Sondergutachten vom 4. Oktober 1969

Sondergutachten

Provided in Cooperation with:
German Council of Economic Experts

Suggested Citation: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (Ed.) (1969) : Zur währungspolitischen Situation Anfang Oktober 1969. Sondergutachten vom 4. Oktober 1969, Sondergutachten, Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/75390

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Sondergutachten vom 4. Oktober 1969

Zur währungspolitischen Situation Anfang Oktober 1969

1. Mit Beschluß vom 29. September 1969 ersuchte die Bundesregierung die Bundesbank, „die Interventionen am Devisenmarkt zu den bisherigen Höchst- und Mindestkursen vorübergehend einzustellen". Gegenüber dem Internationalen Währungsfonds erklärte sie gleichzeitig, die deutschen Stellen würden möglichst bald wieder Interventionspunkte einhalten. Vom Währungsfonds ist die Freigabe des D-Mark-Kurses mit großem Verständnis aufgenommen worden.

2. Die Entscheidung der Bundesregierung vom 29. September 1969, die Interventionspflicht der Bundesbank aufzuheben, deckt sich mit Erwägungen, die der Sachverständigenrat in seinem Sondergutachten vom 30. Juni 1969 (SG 69 I) für den Fall einer neuen Währungskrise angestellt hatte:

„Da der Regierungsbeschluß vom 9. Mai 1969 im In- und Ausland weithin für reversibel gehalten wird, könnte es in den nächsten Monaten abermals zu einem Run auf die D-Mark kommen, vor allem in den Wochen nach der Wahl zum 6. Deutschen Bundestag. Es ist nicht ausgeschlossen, daß die Lage an den internationalen Devisenmärkten wochenlang angespannt ist. Einzelne Länder könnten erhebliche Reserveverluste erleiden und zu direkten Eingriffen in den Zahlungsverkehr gezwungen sein. ...

Ein sicherlich marktgerechter, wenn auch ungewöhnlicher Weg, solche Schwierigkeiten zu vermeiden, bestünde darin, daß die Bundesbank den An- und Verkauf von Devisen bis zu einer erneuten Entscheidung der Bundesregierung über Aufwertung oder Nichtaufwertung der D-Mark einstellt, sobald der Devisenzustrom eine Größenordnung übersteigt, die im vorhinein im Einvernehmen mit der Bundesregierung festzulegen wäre" (Ziffer 36).

3. Die Freigabe des D-Mark-Kurses ist nicht nur eine Notmaßnahme zur Abwehr einer Spekulationswelle: sie ist ein marktwirtschaftlicher Weg zur Neubewertung der D-Mark. Dazu gleichfalls SG 69 I:

„Wenn man ... bedenkt, daß es ... außerordentlich schwierig ist, den Aufwertungssatz zu bestimmen, der das bestehende Ungleichgewicht beseitigt ..., so spricht vieles dafür, den Kurs der D-Mark — zumindest vorübergehend — völlig freizugeben und damit die Neubewertung den Marktkräften zu überlassen" (Ziffer 26).

4. Die Entscheidung der Bundesregierung trägt auch zu einer Entzerrung der internationalen Währungsrelationen bei. Sie fällt in eine Zeit, in der angesichts der anhaltenden Spannungen im Weltwährungssystem allenthalben eine größere Flexibilität der Wechselkurse erwogen und nunmehr auch von vielen Politikern und Praktikern für wünschenswert gehalten wird.

5. In der ersten Woche nach der Freigabe des Wechselkurses hat sich die D-Mark unter dem Einfluß der Marktkräfte um mehr als 5 vH aufgewertet. Der amtlich festgestellte Dollar-Kurs betrug am Ende der Börsenwoche 3,7660 DM; er lag damit um rund 6 vH unter der bisherigen Parität. Auf diese Entwicklung hat die Bundesbank kaum direkt eingewirkt. Sie war zwar bereit, Dollars zu verkaufen; aber zu den von ihr gestellten Kursen kam es nur zu geringen Abgaben, obwohl der Bundesbank vor der Freigabe des Wechselkurses erhebliche Beträge an Devisen zugeflossen waren.

Es ist deshalb sehr wahrscheinlich, daß in diesem Kurs die längerfristigen Tendenzen nur unvollkommen zum Ausdruck gekommen sind.

6. Vor allem herrschte Ungewißheit darüber,

- ob nicht doch — und möglicherweise entgegen den längerfristigen Markttendenzen — eine neue Parität kurzfristig festgesetzt würde;
- wie die neue Bundesregierung auf die sich abzeichnende Lohn- und Preiswelle reagieren würde, also ob für die Zukunft mit einer energischen Stabilitätspolitik und infolgedessen mit geringeren Binnenpreissteigerungen und einem höheren Außenwert der D-Mark zu rechnen ist;
- ob und in welcher Art die steuerlichen Absicherungsmaßnahmen vom November 1968 beseitigt würden.

7. Diese Ungewißheiten werden sich so lange auf die Entwicklung des D-Mark-Kurses auswirken, bis die Bundesregierung sie durch Entscheidungen oder Absichtserklärungen ausräumt. Für die Kursentwicklung in der näheren Zukunft werden die Normalisierung der „terms-of-payment" und der Rückfluß der spekulativen Kapitalimporte von besonderem Gewicht sein. Aus diesem Grunde ist während einer Periode, die eher Monate als Wochen dauern wird, mit einer verstärkten Nachfrage nach Devisen zu rechnen. Soll vermieden werden, daß der D-Mark-Kurs vorübergehend unter den sonst zu erwartenden Kurs sinkt, so muß die Bundesbank diese Sondereinflüsse neutralisieren; sie müßte also bereit sein, Devisen abzugeben.

Mit einer solchen Neutralisierungspolitik trüge die Bundesbank dazu bei, die Kosten- und Preisdisparität gegenüber dem Ausland rasch einzuebnen. Gleichzeitig würde der inflatorische Anpassungsprozeß, der sich in letzter Zeit zu beschleunigen drohte, gebremst. Einen Anhaltspunkt dafür, mit wieviel Devisen die Bundesbank neutralisierend

eingreifen sollte, gibt die Höhe der Devisenreserven; diese wäre etwa bis auf den Stand vor Beginn der Spekulationswelle im April/Mai 1969 abzubauen. Wenn die Bundesbank ihre Bereitschaft hierzu öffentlich bekannt gäbe, würde sie helfen, die gegenwärtige Unsicherheit zu beseitigen, die „terms-of-payment" zu normalisieren und den Rückfluß des spekulativen Kapitalimports beschleunigen. Doch stellte selbst eine solche Neutralisierungspolitik nicht sicher, daß sich am Markt ein D-Mark-Kurs ergibt, dessen Höhe ausreicht, den Preisauftrieb im Jahre 1970 auf 2 bis 3 vH zu begrenzen.

8. In der Zeit, in der die Devisenreserven abgebaut werden, verknappt sich zwangsläufig die Bankenliquidität; der Abfluß der Spekulationsgelder und die Normalisierung der „terms-of-payment" wirken ähnlich wie eine Mindestreserveerhöhung. Das ist gegenwärtig, angesichts der Liquiditätsfülle, konjunkturpolitisch erwünscht. Sollte jedoch durch den Devisenabfluß der Liquiditätsspielraum so stark eingeengt werden, daß sich daraus die Gefahr eines Konjunkturrückschlags ergibt, dann müßte die Bundesbank ihren kreditpolitischen Restriktionskurs lockern.

9. Geldwertpolitisch ließe sich die Lockerung der Kreditpolitik rechtfertigen, wenn die Tarifpartner bereit wären, sich zu einer stabilisierungskonformen Lohnpolitik zu bekennen und wenn sich die Gefahr von übermäßigen Preiserhöhungen — infolge gestiegener Kosten oder aus anderen Gründen — weitgehend ausschließen ließe. Die Mitwirkung der Tarifpartner an einer stabilisierungskonformen Wirtschaftspolitik wird jedoch nur zu erlangen sein, wenn diese darauf vertrauen können, daß auch die Steuer- und Ausgabenpolitik mit der Einkommenspolitik in Einklang gebracht wird. Der Sachverständigenrat verweist in diesem Zusammenhang auf sein Sondergutachten vom 25. September 1969 (Ziffern 5, 7).

10. Sollte es sich hingegen zur Inflationsbekämpfung als notwendig erweisen, eine restriktive Kreditpolitik zu steuern, so könnte dies bei freiem Wechselkurse wirkungsvoller geschehen als im System der festen Paritäten. Denn solange der Wechselkurs frei ist, bewirken Kreditrestriktionen — automatisch — einen Aufwertungseffekt; es würden also nicht nur die Kredite teurer, sondern auch die Ausfuhren erschwert und die Einfuhren verbilligt. Für Preis- und Lohnerhöhungen bliebe den Unternehmen dann sehr viel weniger Raum.

11. Es besteht nach der Freigabe des D-Mark-Kurses kein Bedarf mehr an währungspolitischen Ersatzmaßnahmen. Infolgedessen wäre es an der Zeit, das außenwirtschaftliche Absicherungsgesetz aufzuheben, damit sich möglichst bald ein marktgerechter Wechselkurs herausbilden kann [1]). Eigentlich wäre es am zweckmäßigsten gewesen, das Gesetz mit dem Übergang zum freien Kurs aufzuheben. Da dies nicht geschehen ist, bleibt, wenn man das Gesetz überhaupt beseitigen will, eine baldige Aufhebung als nächst beste Lösung.

Sollte sich die Bundesregierung dazu binnen kurzer Frist nicht entschließen können, wäre zu prüfen, ob es nicht ratsam ist, die Be- und Entlastungssätze nach einem öffentlich angekündigten Plan stufenweise abzubauen. Dieser Vorschlag wäre unter dem Gesichtspunkt erwägenswert, daß auf diese Weise abrupte Änderungen des freien D-Mark-Kurses vermieden werden können.

12. Am wenigsten befriedigend wäre es, wenn die Bundesregierung eine neue Parität auf der Basis eines D-Mark-Kurses fixierte, bevor sie das Absicherungsgesetz aufgehoben hat. In diesem Falle käme die Aufhebung des Absicherungsgesetzes einer de-facto-Abwertung für den Warenverkehr gleich; sie hätte inflatorische Konsequenzen. Will man sie vermeiden, so wäre bei der Festsetzung der neuen Parität zu dem dann gegebenen freien Kurs ein Äquivalent für den Fortfall des Absicherungsgesetzes hinzuzuschlagen. Doch wäre es sehr schwierig, ein solches Äquivalent zu berechnen, zumal nicht bekannt ist, wie weit der Devisenmarkt den Fortfall der Absicherungsmaßnahmen antizipiert hat.

13. Eine neue Parität zu fixieren, ist erst angezeigt, wenn man sicher sein kann, daß der freie Kurs die längerfristigen Marktkräfte einigermaßen richtig widerspiegelt. Das ist nicht der Fall, solange die Vorstellung verbreitet ist, daß es sich bei der freien Kursbildung um eine Art „Strafaktion gegen die Spekulation" handele. Mit Sicherheit wird die Herausbildung eines richtigen D-Mark-Kurses auch dann verhindert, wenn von offizieller Seite bestimmte Werte für eine demnächst zu erwartende Parität genannt werden. Erwartet nämlich der Markt, daß die neue Parität in der Nähe dieser Werte liegt, so würde sich auch der Marktkurs dahin bewegen, selbst wenn den längerfristigen Tendenzen ein höherer oder niedrigerer D-Mark-Kurs entspräche.

14. Selbst wenn eine neue Parität mit den Marktkräften in Einklang stünde, so wäre zu bedenken, daß bei einer Rückkehr zum IWF-Standard (feste Parität, kleine Bandbreite) auf die Dauer die Ziele des Stabilitäts- und Wachstumsgesetzes nicht gleichzeitig verwirklicht werden können, solange im Ausland die Geldwertstabilität nicht ebenso hoch bewertet wird wie in der Bundesrepublik. Deshalb wäre bei der Festsetzung einer neuen Parität für entsprechende Möglichkeiten der Wechselkursanpassung Sorge zu tragen, sei es in der Form einer Bandbreitenerweiterung, sei es in einer Form des „crawling peg" (SG 69 I Ziffern 27 f., JG 66 Ziffern 275 ff.).

15. Vieles spricht dafür, auf die Fixierung einer neuen Parität gänzlich zu verzichten. Damit hätte man sich für die der Marktwirtschaft angemessenste Form der außenwirtschaftlichen Absicherung ent-

---

[1]) Auf prinzipielle Bedenken gegen das Absicherungsgesetz hat der Sachverständigenrat bereits in seinem Sondergutachten vom 30. Juni 1969 (Ziffern 10, 15) hingewiesen.

schieden; zugleich würden die gegenwärtigen Bemühungen internationaler Gremien um ein elastischeres Wechselkurssystem beispielgebend unterstützt.

16. Aus den Erfahrungen während der kurzen Zeit nach Freigabe des D-Mark-Kurses läßt sich kein umfassendes Urteil über die Funktionsweise flexibler Kurse ableiten. Auch nach dem Fortfall der besonderen Unsicherheitsfaktoren dürfte geraume Zeit verstreichen, bis die Marktteilnehmer alle Vorteile eines solchen Systems erkannt haben und bis die zweckmäßigen organisatorischen Lösungen gefunden worden sind. Zu seiner vollen Funktionsfähigkeit benötigt das System vor allem gut entwickelte Terminmärkte, auch für Fristen von wesentlich mehr als einem Jahr [1]).

17. Der Kapitalverkehr mit dem Ausland wird durch die Beweglichkeit des D-Mark-Kurses nicht beeinträchtigt; er wird im Gegenteil gefördert, soweit ein freier D-Mark-Kurs zu einem Abbau der Konvertibilitätsbeschränkungen bei unseren Handelspartnern führt. Wenn gesagt wird, ein freier Wechselkurs störe den internationalen Kapitalverkehr, so wird übersehen, daß wegen der Zinsarbitrage sehr enge Zusammenhänge zwischen den internationalen Zinsdifferenzen und den erwarteten Wechselkursänderungen für die verschiedenen Fristen bestehen. Entscheidend für die Richtung der Kapitalströme sind vielmehr die tendenziellen Unterschiede in der Realverzinsung (in den nationalen Nominalzinsniveaus schlagen sich auf längere Sicht sowohl die jeweilige Realverzinsung als auch die erwarteten Inflationsraten nieder).

So deuten die Erfahrungen der Bundesrepublik in den letzten zwölf Monaten darauf hin, daß der Kapitalexport unter ständigen Aufwertungserwartungen nicht zu leiden braucht. Der Einfluß der Aufwertungserwartungen in bezug auf die D-Mark wurde für die Ausländer dadurch ausgeglichen, daß das Niveau der Nominalzinsen in der Bundesrepublik niedriger war als in den Ländern mit höherer Inflationsrate.

18. Beim Übergang zu einem freien Wechselkurs (oder bei der Festsetzung einer neuen Parität) verändert sich die Erlös-Kosten-Relation der Landwirtschaft anders als im Falle einer Anpassungsinflation abrupt. Da der Landwirtschaft bestimmte Mindestpreise in D-Mark zugesichert sind, ist es vertretbar, daß die Landwirtschaft vorübergehend von der ruckartigen Erhöhung des D-Mark-Kurses abgeschirmt wird. Die gegenwärtige Regelung [2]) müßte aber innerhalb eines angemessenen Zeitraumes abgebaut werden, wenn nicht die Vorteile, die die Landwirtschaft aus der Unterbewertung der D-Mark gezogen hat, konserviert werden sollen — zum Nachteil der Exportwirtschaft und der mit Importen konkurrierenden Industrien. Denn der freie D-Mark-Kurs liegt wegen der Ausgleichsabgabe höher, als wenn der Agrarbereich den übrigen Wirtschaftsbereichen gleichgestellt würde.

Ist die Sonderegelung abgebaut, wird sich die Erlös-Kosten-Relation der Landwirtschaft bei einem freien D-Mark-Kurs und bei Geldwertstabilität ebenso entwickeln wie im Falle einer festen Parität und bei Inflationsgleichschritt mit unseren Partnerländern (jedenfalls solange es bei den jetzigen EWG-Regelungen bleibt, die von fixierten Dollarmindestpreisen für landwirtschaftliche Produkte ausgehen).

— Bei freien Wechselkursen und stabilem Preisniveau im Innern sänken zwar die landwirtschaftlichen Erzeugerpreise (in D-Mark) tendenziell in dem Maße, in dem sich die D-Mark aufwertet; andererseits lägen aber auch die landwirtschaftlichen Betriebsmittelpreise, die Löhne und die Verbraucherpreise entsprechend niedriger.

— Bei festen Wechselkursen und Inflationsgleichschritt mit den Partnerländern müßte die Landwirtschaft dagegen bei kaum veränderten Erzeugerpreisen stärkere Lohnsteigerungen und höhere Betriebsmittel- und Verbraucherpreise hinnehmen.

---

[1]) Die Bundesbank könnte bei dem Aufbau dieser Terminmärkte helfen, indem sie die Errichtung einer zentralen Clearingstelle für längerfristige Terminkontrakte unterstützt. Ohne genügend ausgedehnte Zinsarbitrage könnten sich auch an solchen Clearingstellen Terminabschläge oder -aufschläge ergeben, die — selbst unter Einrechnung von Transferkosten und unterschiedlichen Geschäftsrisiken — erheblich von den zwischen den betreffenden Ländern bestehenden Zinsdifferenzen abweichen. In solchen Fällen würde die Terminsicherung seitens des Außenhandels — jeweils für eine Marktseite — unverhältnismäßig teuer erscheinen. Es müßte deshalb für eine funktionierende Zinsarbitrage gesorgt werden. Wenn die Geschäftsbanken heute nicht immer in dem erforderlichen Umfang die Gewinnchancen aus der Zinsarbitrage nutzen, so liegt dies, außer an den Unvollkommenheiten der Geld- und Kapitalmärkte, an den politischen Risiken der Geldanlage in verschiedenen Ländern und an den bestehenden und befürchteten Konvertibilitätsbeschränkungen. Es kann nicht Aufgabe der Bundesbank sein, die politischen Risiken zu übernehmen; diese Risiken bestehen unabhängig davon, ob die Wechselkurse frei oder fixiert sind. Das Risiko der Inkonvertibilität hingegen könnte die Bundesbank übernehmen, wobei sie sich selbst durch bilaterale Konvertibilitätsgarantien mit anderen Zentralbanken sichern sollte.

[2]) Auf alle Agrarimporte wird zunächst eine pauschale Ausgleichsabgabe von 5,5 vH erhoben, die später entsprechend dem tatsächlichen Kassakurs variiert wird.