

Schriften des Vereins für Socialpolitik

Band 120

Probleme der Währungspolitik

Von

Ernst Baltensperger, Otmar Emminger, Hans-Hermann Francke,
Karl Häuser, Hans-Joachim Jarchow, Norbert Kloten,
Jürg Niehans, Kurt Schiltknecht, Franz Scholl

Herausgegeben von Werner Ehrlicher und Rudolf Richter



Duncker & Humblot · Berlin

Schriften des Vereins für Socialpolitik
Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
Neue Folge Band 120

SCHRIFTEN DES VEREINS FÜR SOCIALPOLITIK

Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Neue Folge Band 120

Probleme der Währungspolitik



DUNCKER & HUMBLLOT / BERLIN

Probleme der Währungspolitik

Von

Ernst Baltensperger, Otmar Emminger, Hans-Hermann Francke,
Karl Häuser, Hans-Joachim Jarchow, Norbert Kloten,
Jürg Niehans, Kurt Schiltknecht, Franz Scholl

Herausgegeben von Werner Ehrlicher und Rudolf Richter



DUNCKER & HUMBLLOT / BERLIN

**Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der photomechanischen
Wiedergabe und der Übersetzung, für sämtliche Beiträge vorbehalten**

© 1981 Duncker & Humblot, Berlin 41

**Gedruckt 1981 bei Berliner Buchdruckerei Union GmbH., Berlin 61
Printed in Germany**

ISBN 3 428 05014 2

Vorwort

Der Ausschuß für Geldtheorie und Geldpolitik hat in zwei Sitzungen — am 13./14. Juni 1980 und am 30./31. Januar 1981 — die Beratungen über die Probleme der Geldmengensteuerung fortgesetzt, die in den Bänden 99 und 111 der Schriften des Vereins für Socialpolitik veröffentlicht worden sind. Auf der Sitzung am 26./27. Oktober 1979 hatte der Ausschuß beschlossen, bei der Fortsetzung der Diskussion stärker die außenwirtschaftlich-währungspolitischen Probleme in den Vordergrund zu stellen. Dementsprechend wurden in den letzten Sitzungen Probleme der Währungsentwicklung, der Geldpolitik in einer offenen Volkswirtschaft, des Europäischen Währungssystems u. a. behandelt. Die Referate werden im vorliegenden Band in der Reihenfolge veröffentlicht, in der sie im Ausschuß vorgetragen wurden.

Werner Ehrlicher

Rudolf Richter

Inhaltsverzeichnis

Internationale Währungsentwicklung und Stabilitätspolitik Von <i>Otmar Emminger</i> , Frankfurt a. M.	9
Einige Überlegungen zur Wechselkurspolitik von Notenbanken Von <i>Kurt Schiltknecht</i> , Zürich	39
Volkswirtschaftliche Wirkungen alternativer geldpolitischer Instrumente in einer kleinen offenen Volkswirtschaft Von <i>Jürg Niehans</i> , Bern	55
Geldpolitik in einer offenen Volkswirtschaft — Eine Mehrperioden- analyse — Von <i>Hans-Joachim Jarchow</i> , Göttingen	113
Praktische Erfahrungen mit dem Europäischen Währungssystem Von <i>Franz Scholl</i> , Frankfurt a. M.	151
Erfahrungen mit dem Europäischen Währungssystem — Ein Korreferat Von <i>Norbert Kloten</i> , Stuttgart	173
Wechselkursdynamik bei monetären und realen Störungen Von <i>Ernst Baltensperger</i> , Heidelberg	191
Geldmengenpolitik bei außenwirtschaftlicher Instabilität Von <i>Hans-Hermann Francke</i> , Freiburg i. Br.	217
Ein Kapitel zur Geschichte der Geldmengensteuerung Von <i>Karl Häuser</i> , Frankfurt a. M.	239

Internationale Währungsentwicklung und Stabilitätspolitik

Von *Otmar Emminger*, Frankfurt

I.

Ich beabsichtige mit den folgenden Ausführungen nicht, die Zusammenhänge zwischen der internationalen Währungsentwicklung und der Stabilitätspolitik bis in alle Details zu verfolgen¹. Ich möchte vielmehr nur die wichtigsten Zusammenhänge ansprechen, und zwar auf der Grundlage unserer bundesdeutschen Erfahrungen in den siebziger Jahren. Dabei werde ich mich auf folgende Gebiete beschränken:

- Wechselkurssystem, Wechselkurspolitik und Deviseninterventionen.
- Europäisches Währungssystem (EWS).
- Internationales Reservesystem, internationale Liquidität.
- Internationale Finanzmärkte (Euromärkte).

II. Wechselkurssystem und Wechselkurspolitik seit dem Übergang zum Floaten

Die mit Abstand wichtigste Entwicklung für die deutsche Stabilitätspolitik war und ist diejenige des Wechselkurssystems und der Wechselkurspolitik.

Der Übergang der wichtigsten Währungen zum Floaten gegenüber dem Dollar im Frühjahr 1973 war das Ende des ursprünglichen Bretton Woods-Systems und der Beginn eines neuen Systems². Tatsächlich ging freilich nur eine begrenzte Anzahl von Staaten zum Floaten über. Für

¹ Ebenso wird auf ausführliche statistische Untermauerung verzichtet.

² In der amerikanischen Literatur wird häufig die Einstellung der Goldkonvertibilität des Dollars im August 1971 als „Ende von Bretton Woods“ bezeichnet, aber zu Unrecht. Im August 1971 endete zwar der Gold/Dollar-Standard. Aber der Kern des früheren Bretton Woods-Systems war zweifellos das Paritätensystem der fixen, unter bestimmten Voraussetzungen adjustierbaren Wechselkursparitäten. Dieses hätte auch ohne Gold/Dollar-Standard weitergehen können. Die international abgestimmte Anpassung der Wechselkursparitäten im Dezember 1971 (Smithsonian Agreement) sowie die Dollarabwertung um 10 % im Februar 1973 waren Versuche, dieses Paritätensystem zu retten.

Mitte 1978 gab der IWF an, daß von seinen 138 Mitgliedsstaaten nur 38 zu den „floaters“ gehörten, wozu noch die Schweiz als Nichtmitglied hinzutrat. 95 Mitglieder hatten ihre Währung an eine Referenzwährung — überwiegend den US-Dollar — oder an einen Währungskorb (überwiegend SZR) angehängt. Von den 38 „floaters“ hatten eine Reihe ihre Währungen in der „Schlange“ mit anderen Währungen verbunden oder sie änderten ihre Wechselkurse nach festliegenden Indikatoren. Es gibt also nur wenige Länder, die wirklich ohne Bindungen floaten. Dennoch bestimmt das „Floaten“ unser System; denn im Jahre 1978 wurde nur etwa ein Fünftel des Welthandels über gebundene Wechselkurse abgewickelt. Mit der Erweiterung des Festkursgebietes in Europa durch das Inkrafttreten des Europäischen Währungssystems (EWS) im März 1979 dürfte sich dieser Anteil inzwischen der 30 Prozent-Grenze genähert haben.

Seit 1973 haben drei Tendenzen die Entwicklung des Wechselkurs-systems beeinflusst:

- *Erstens* die Entwicklung zu einem „managed floating“ (kontrollierte oder gesteuerte Flexibilität),
- *zweitens* die zunehmende Verwendung der Wechselkurspolitik als Mittel der inneren Stabilitätspolitik anstelle der früheren Verwendung als Instrument der Zahlungsbilanzanpassung,
- *drittens* das Wiedervordringen fester Wechselkursbindungen, sei es in regionalen Abmachungen (EWS), sei es durch einseitiges informelles Anbinden an eine Referenzwährung (Beispiele: Österreich, in einer loseren Form auch die Schweiz).

Der Übergang zum Floaten gegenüber dem Dollar im Frühjahr 1973 brach mit früheren Vorstellungen von der Rolle des Wechselkurses. Im ursprünglichen IWF-Abkommen waren flexible Wechselkurse überhaupt nicht vorgesehen (obgleich sie, z. B. im Falle Kanadas zu Beginn der 50er Jahre, oder bei der Bundesrepublik in den Übergangsperioden September/Oktober 1969 und Mai/Dezember 1971, vom IWF offiziell toleriert wurden). Nach den früheren IWF-Statuten sollten Wechselkursänderungen zur Korrektur eines „fundamentalen“ Zahlungsbilanzungleichgewichts dienen, und zwar (in der Regel) nach Absolvierung eines Konsultationsverfahrens. Die Anwendung von Wechselkurskorrekturen als Instrument der Zahlungsbilanzanpassung erreichte ihren Höhepunkt im Smithsonian Agreement vom Dezember 1971, als 11 Wechselkursparitäten (einschließlich der Dollarparität) geändert wurden, um ein fundamentales Ungleichgewicht der amerikanischen Zahlungsbilanz zu beseitigen. In monatelangen Verhandlungen im Zahlungsbilanzausschuß (Arbeitsgruppe 3) der OECD und in der

Zehnergruppe waren damals die anzustrebende Verbesserung der amerikanischen Leistungsbilanz größenmäßig (mit 8 - 9 Mrd Dollar) sowie die dazu für erforderlich gehaltenen Wechselkurskorrekturen ausgehandelt worden. Dabei wurde sowohl mit „konjunkturell bereinigten“ Leistungsbilanzen aller beteiligten Länder, als auch mit Welthandelsmodellen, Elastizitätskoeffizienten usw. hantiert. Daß diese sorgsam ausgeklügelte konzertierte Wechselkurskorrektur keinen Erfolg hatte (wenigstens zunächst) und den Zusammenbruch des Paritätensystems im Frühjahr 1973 nicht verhindern konnte, hat die Verwendung von ad hoc-Wechselkurskorrekturen zur Anpassung von Leistungsbilanzen eine Zeitlang diskreditiert — obgleich rückschauend eine Anpassungswirkung des Smithsonian-Abkommens auf die amerikanische Zahlungsbilanz unbestreitbar ist, allerdings erst 1974/75 und unter Mithilfe von weiteren Wechselkursänderungen im Februar/März 1973.

Der Übergang der Schweiz (Januar 1973) und der Bundesrepublik (März 1973) zum Floaten gegenüber dem Dollar — der den Zusammenbruch des Paritätensystems besiegelte — war nicht von der Absicht bestimmt, hierdurch eine Korrektur der Leistungsbilanzen herbeizuführen, vielmehr der Überschwemmung des inneren Geldsystems durch spekulative Devisenzuflüsse ein Ende zu bereiten. Das geht schon aus den Umständen klar hervor: Die Bundesrepublik z. B. hatte in den vorangegangenen Jahren 1971 und 1972 überhaupt keinen nennenswerten Leistungsbilanzüberschuß, der zur Korrektur hätte Anlaß geben können. Wohl aber war die Bundesbank gezwungen, in den letzten 30 Tagen vor der Einstellung des obligatorischen Dollarankaufs zu fixen Preisen, d. h. von Anfang Februar bis Anfang März 1973, nicht weniger als brutto 23 Mrd DM an Devisen aufzunehmen, wodurch die Liquidität der Banken und der Wirtschaft gefährlich aufgebläht wurde. Die Absicht, durch den Übergang zum Floaten *die innere Stabilitätspolitik gegen destabilisierende Zuflüsse von außen abzusichern*, geht auch eindeutig aus den Erklärungen der Verantwortlichen in der Bundesrepublik und der Schweiz hervor (z. B. Geschäftsbericht der Bundesbank für 1973: „als Abwehrfront gegen spekulative Geldbewegungen“, und zahlreiche ähnliche offizielle Auslassungen).

Von daher gesehen ist es ein Mißverständnis und liegt neben der Sache, wenn der Erfolg oder Mißerfolg des Übergangs zum Floaten immer wieder hauptsächlich daran gemessen wird (wie dies häufig in der englisch-sprachigen Literatur geschieht), ob die frei schwankenden Wechselkurse die bestehenden Leistungsbilanzungleichgewichte unter den Industrieländern verringert oder beseitigt haben. Sie haben, nebenbei bemerkt, auch hierzu einen Beitrag geleistet. Aber die ent-