

## Abschließende Bemerkungen zur Haltung der Bundesbank gegenüber dem außenwirtschaftlichen Dilemma

Die Schilderung der einzelnen Etappen des außenwirtschaftlichen Dilemmas im ersten Teil dieses Berichts dürfte es erleichtern, die Stellungnahmen der Bundesbank und ihrer Verantwortlichen zu diesem Dilemma aus der jeweils herrschenden Situation heraus besser zu verstehen. Dabei muß vor allem auf folgende Punkte hingewiesen werden:

Die sehr tief gehende und hartnäckige Natur des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts der Bundesrepublik konnte nicht sofort erkannt werden. Perioden der außenwirtschaftlichen Entspannung, die wir rückblickend als bloße „Atempause“ einstufen müssen, wurden seinerzeit oft als endgültige Lösung des Dilemmas empfunden. So wurde die 1958/59 beginnende, mehr als fünf Jahre anhaltende Preisstabilisierung in den Vereinigten Staaten vielfach als Beginn einer neuen Ära angesehen, in der die importierte Inflation an Bedeutung verlieren würde. Dieser Gedanke tauchte schon in der Ansprache auf, mit der sich der neuernannte Bundesbankpräsident Blessing im Januar 1958 in sein Amt einführte. Einige Monate danach sagte er<sup>1</sup>): „Man hat uns nahegelegt, daß wir entweder die Wechselkursstabilität oder die Preisstabilität aufgeben sollen. So wie die Welt heute aussieht, kann weder das eine noch das andere in Frage kommen; unseres Erachtens ist die Spannung zwischen innerer Währungsstabilität und Zahlungsbilanzgleichgewicht *keine Dauererscheinung*.“

Es dauerte auch geraume Zeit, bis die ungewohnte Idee einer Währungs-*Aufwertung*, d. h. einer vom Überschußland freiwillig zu Lasten seiner Ausfuhrwirtschaft ergriffenen Abwehrmaßnahme, gedanklich akzeptiert wurde<sup>2</sup>). Überdies hielten Regierung und Notenbank lange Zeit daran fest, daß es bei einem durch Inflation hervorgerufenen Zahlungsbilanzungleichgewicht primär Sache des Defizitlandes sei, durch eine Anti-Inflationspolitik (oder letztlich durch Abwertung) das Gleichgewicht wiederherzustellen. Man wollte nicht durch vorschnelle DM-Aufwertung den Druck auf das Inflationsland zur Sanierung seiner Lage mildern. Das war an sich im Interesse der weltwirtschaftlichen Stabilität durchaus richtig gesehen. Aber in der Praxis lief es für die Bundesrepublik meist darauf hinaus, daß sie Stabilität exportierte und Inflation importierte.

In den ersten zwei Jahrzehnten des Bretton-Woods-Systems haftete außerdem den *festen Wechselkursen* ein besonderer Nimbus an, vor allem der Glaube, ihre Verteidigung halte zur

1 K. Blessing: Geldwert und Sparen, Ansprache vor dem Deutschen Sparkassentag in Köln am 20. Juni 1958, in: K. Blessing: Die Verteidigung des Geldwertes, Frankfurt 1960.

2 Der Gedanke der *Abwertung* als einer durch ein fundamentales Zahlungsbilanzdefizit *erzwungenen* Maßnahme war hingegen aus der Vorkriegszeit geläufig.

monetären Disziplin an (was nur für Defizitländer und nur so lange galt, als die Verteidigung der Währungsparität eine hohe Priorität vor anderen Zielen genoß).

Schließlich wurde die besondere Verantwortung der Bundesbank, als der Notenbank mit den weitaus größten Dollar-Reserven, für die *Aufrechterhaltung des bestehenden Währungssystems* anerkannt. Daher auch die Scheu, die der Bundesbank zugeflossenen Dollarbeträge in größerem Umfang bei den amerikanischen Währungsbehörden in Gold zu konvertieren (in kleineren Beträgen wurden sie bis zum Jahre 1964 gelegentlich in Gold umgetauscht). Denn dies hätte wahrscheinlich schon lange vor dem August 1971 zur Einstellung der Dollarkonvertierbarkeit und zum Ende des Bretton-Woods-Systems geführt; dafür aber wollte die deutsche Währungspolitik nicht die Verantwortung übernehmen<sup>1</sup>).

Auf der anderen Seite muß festgestellt werden, daß die Bundesbank, deren Präsident Blessing 1960/61 die DM-Aufwertung nur als allerletztes Mittel hatte hinnehmen wollen, unter dem gleichen Präsidenten im Sommer 1968 eine sehr entschiedene Wendung vollzog und *vom September 1968 an konsequent für die außenwirtschaftliche Absicherung der inneren Stabilitätspolitik eintrat*. Dabei lassen sich in der Einstellung der Bundesbank eine Reihe von Entwicklungsstufen unterscheiden:

a) Ursprünglich war *Vocke*, eine Zeitlang auch *Blessing*, der festen Meinung, man könne innere und äußere Währungsstabilität gleichzeitig erreichen. (*Vocke* am 23. Mai 1957: „Wir wollen keine Aufwertung der D-Mark, und wir wollen kein Einschwenken in die inflationistische Linie mancher anderer Länder“; ähnlich die oben zitierte Äußerung *Blessings*.)

b) In der Aufwertungskrise 1960/61 wurde schließlich die Aufwertung als *ultima ratio* der Stabilitätspolitik offiziell akzeptiert. (*Blessing* auf der Pressekonferenz am 5. März 1961 anlässlich der Bekanntgabe der DM-Aufwertung: „Die Bundesbank hat sich lange gegen eine Wechselkursanpassung gesträubt. Für eine Notenbank ist nun einmal die Währungsparität eine sakrosankte Sache, die man nur verändern darf, wenn alle anderen Mittel nicht zum Erfolg führen.“)

c) Im Verlauf der sechziger Jahre wurde die Einstellung zum Wechselkurssystem von Bretton Woods stärker relativiert. Zur Illustration darf auf ein Grundsatzreferat des Verfassers auf

1 Aufschlußreich hierzu ist ein Interview des damals bereits im Ruhestand befindlichen ehemaligen Bundesbankpräsidenten *Blessing* vom Frühjahr 1971, worin er nachträglich bedauert, daß er nicht einfach die angefallenen Dollars „rigoros in Gold umgetauscht“ hatte, sondern noch 1967 dem amerikanischen Unterhändler McCloy unter dem Druck von Verhandlungen über die amerikanische Truppenpräsenz zugesagt hatte, daß die Bundesbank für eine gewisse Zeit die Dollars nicht konvertieren werde (sog. „Blessing-Brief“ an den Vorsitzenden des Federal Reserve Board, *Mr. Martin*). Vgl. *L. Brawand*: a. a. O., München 1971, S. 61.

der Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik im September 1964 hingewiesen werden<sup>1</sup>). Dort wurde dargelegt, daß ein System fester, aber im Bedarfsfall anpassungsfähiger Wechselkurse nur funktionieren könne,

- „– wenn das *Leitwährungsland* durch seine *innere Stabilität* – d. h. Geldwert- und Konjunkturstabilität – es den übrigen Mitgliedsländern erleichtert, feste Wechselkurse ohne allzu große Spannungen hinsichtlich der eigenen inneren Stabilität aufrechtzuerhalten;
- wenn die möglichen Spannungen zwischen festen Wechselkursen und binnenwirtschaftlichen Zielen durch eine *enge Kooperation* und durch *gemeinsame Spielregeln für die Zahlungsbilanzpolitik* mit Erfolg *verringert werden*;
- wenn für ausreichende (aber wiederum nicht exzessive) Elastizität in der finanziellen Überbrückung temporärer Ungleichgewichte gesorgt ist, wobei freilich auch den Mißbräuchen einer derartigen Elastizität vorgebeugt werden muß“.

d) Einige Jahre später wurde deutlich sichtbar, daß die ersten beiden Voraussetzungen für das Funktionieren eines Systems fester Wechselkurse nicht mehr gegeben waren. Die Bundesbank zog daraus die Konsequenzen, als 1968 das außenwirtschaftliche Dilemma erneut akut wurde (vgl. S. 517). Im übrigen faßte derselbe Blessing, der sich 1960/61 erst nach langem Zögern zu einer 5%igen Änderung der DM-Parität durchringen konnte, Anfang 1971 für den Fall eines fortdauernden Stabilitätsvorsprungs der Bundesrepublik sogar kontinuierliche Anpassungen des Wechselkurses ins Auge: „Wenn ein fundamentales Ungleichgewicht alle zwei oder drei Jahre vorliegt, muß man entsprechend den Mark-Wechselkurs ändern“<sup>2</sup>) – was in der Praxis unweigerlich zu einem flexiblen Kurs führen mußte.

e) Der nächste Schritt war in der Tat der zur *Wechselkurs-Flexibilität*. Im Mai 1971 nur als Übergangs-System eingeführt, drängte sich nach den Erfahrungen von 1971/72 ein solches System Anfang 1973 als einziger Ausweg mit Macht auf. In der Währungskrise vom Februar/März 1973 trat die Bundesbank von Anfang an für die Kursfreigabe der D-Mark, d. h. für die Beendigung der Dollarstützung, ein. In ihrem Geschäftsbericht für 1974 urteilt sie über die bisherigen Erfahrungen wie folgt: „Rückblickend kann festgestellt werden, daß die Einstellung der obligatorischen Dollarstützung und die Kursfreigabe der D-Mark im März 1973 nicht nur unter den damaligen Umständen unvermeidlich waren, sondern sich im weiteren Verlauf als flankierende Maßnahme und Abschirmung für die innere Stabilitätspolitik bewährt haben“<sup>3</sup>).

1 O. Emminger: Grundprobleme der internationalen Währungsordnung, a. a. O., S. 24.

2 Vgl. L. Brawand: a. a. O., S. 59.

3 GB 1974, S. 58. Ähnlich auch die Bundesregierung in ihrer Stellungnahme vom Januar 1975 zu dem Jahresgutachten des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Ziff. 21.

Es ist von nicht geringem Interesse, daß der *Internationale Währungsfonds*, der offizielle Hüter des Bretton-Woods-Systems der festen Paritäten, inzwischen zu ähnlichen Schlußfolgerungen gekommen ist. In seinem Jahresbericht 1975 urteilt er über das im März 1973 eingeführte Wechselkurssystem wie folgt<sup>1)</sup>: „Im ganzen gesehen haben die flexibleren Wechselkurse es der Weltwirtschaft offenbar ermöglicht, eine Reihe von aufeinanderfolgenden Störungen zu überwinden sowie divergierende nationale Kosten- und Preistrends mit weniger ungünstigen Wirkungen auf Handel und Zahlungsverkehr aufzufangen, als es in einem Paritäten-System möglich gewesen wäre.“

1 IMF Annual Report 1975, S. 33.

## 1. Abhandlungen:

- M. Friedman: The Case for Flexible Exchange Rates, in: „Essays in Positive Economics“, Chicago 1953.
- L. A. Hahn: Autonome Konjunkturpolitik und Wechselkursstabilität, Geldtheoretische Betrachtungen zur Währungspolitik der Bank deutscher Länder, Frankfurt 1957.
- W. Roepke: Gegen die Brandung, Erlenbach-Stuttgart 1959.
- K. Blessing: Die Verteidigung des Geldwertes, Frankfurt 1960.
- L. A. Hahn: Geld und Kredit, Währungspolitische und konjunkturtheoretische Betrachtungen, Frankfurt 1960.
- R. Meimberg: Zum Streit über den Wechselkurs der D-Mark, Frankfurt 1960.
- F. J. Clauß: Zahlungsbilanz-Irrtümer, in: „Konjunkturpolitik“, Zeitschrift für angewandte Konjunkturforschung, 7. Jg., 1961.
- E. Duerr: Konjunkturpolitik bei Konvertibilität, Köln 1961.
- W. Meinhold (Hrsg.): Internationale Währungs- und Finanzpolitik; mit Beiträgen von L. A. Hahn, O. Kraus, H. Rittershausen u. a.; Berlin 1961.
- H. Rittershausen: Flexible Devisenkurse oder Setzung und Bindung der Zentralbank? in: „Wirtschaft, Gesellschaft und Kultur“, Festgabe für Alfred Müller-Armack, hrsg. von F. Greiß und F. W. Meyer, Berlin 1961.
- W. Stützel: Das sogenannte Dilemma der deutschen Währungspolitik, Stuttgart 1961.
- H. Rittershausen: Die Zentralnotenbank, Frankfurt 1962.
- W. S. Salant and Associates (Hrsg.): The United States Balance of Payments in 1968, veröffentlicht von „The Brookings Institution“, Washington, D. C. 1963.
- R. Carstens: Die Aufwertungsdebatte, Tübingen 1963.
- J. Hein: Monetary Policy and External Surpluses: The German Experience 1955–61, New York 1963.
- M. W. Holtrop: Monetary Policy in an Open Economy, Princeton, N. Y. 1963.
- W. Roepke: Inflation und Weltwährungsordnung, Erlenbach-Stuttgart 1963.
- P. M. Boarman: Germany's Economic Dilemma, New Haven-London 1964.
- C. Föhl: Außenwirtschaftliches und binnenwirtschaftliches Gleichgewicht, in: „Gestaltungsprobleme der Weltwirtschaft“, hrsg. von H. Jürgensen, Göttingen 1964.
- L. A. Hahn: Ein Traktat über Währungsreform, Tübingen 1964.
- P. Jacobsson: Current Economic Problems, in: P. Jacobsson: „International Monetary Problems 1957–1963“, Washington 1964.
- R. V. Roosa: Movements of Long-term Capital and the Adjustment Process, in: „Review of Economics and Statistics“, Vol. XLVI, 1964.
- O. Emminger: Grundprobleme der Internationalen Währungsordnung, in: „Weltwirtschaftliche Probleme der Gegenwart“, hrsg. von E. Schneider, 1965.
- F. A. Lutz und E. Sohmen: Wie kann sich ein Land der importierten Inflation entziehen? Anhang zum Jahresgutachten 1964/65 des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.
- Schweizerisches Institut für Außenwirtschafts- und Marktforschung an der Hochschule St. Gallen: Der Gold-Devisen-Standard im Kreuzfeuer der Kritik; mit Beiträgen von A. Boßhardt, L. A. Hahn, E. Küng, W. Roepke u. a.; in: „Außenwirtschaft“, Heft III–IV/1965.
- F. Bochud (Hrsg.): Fundamentale Fragen künftiger Währungspolitik; mit Beiträgen von G. Haberler, L. A. Hahn, E. Sohmen u. a.; Tübingen 1965.
- K. Blessing: Im Kampf um gutes Geld, Frankfurt 1966.
- H. Jenkins: Die importierte Inflation, Meisenheim am Glan 1966.
- K. Schiller: Preisstabilität durch globale Steuerung der Marktwirtschaft, Tübingen 1966.
- F. J. Clauß: Wirtschaftswachstum und Konjunkturpolitik in der bestehenden internationalen Währungsordnung, in: „Konjunkturpolitik“, Zeitschrift für angewandte Konjunkturforschung, Beiheft 14, 1967.
- O. Emminger: Zwanzig Jahre deutsche Geldpolitik, Stuttgart 1968.
- U. Westphal: Die importierte Inflation bei festem und flexiblem Wechselkurs, Tübingen 1968.

- H. Giersch*: Referate über das dritte und vierte Jahresgutachten des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, in: „Aspekte der Stabilitäts- und Wachstumspolitik“, hrsg. von R. Gunzert, Berlin 1969.
- O. Issing*: Die Bundesrepublik im System der internationalen Währungspolitik, in: „Finanz- und Geldpolitik im Umbruch“, hrsg. von H. Haller und H. C. Recktenwald, Mainz 1969.
- H. Müller*: Die Politik der deutschen Zentralbank 1948–1967, Tübingen 1969.
- H. Sieber*: Inflationsbekämpfung und Wechselkurspolitik, in: „Probleme der schweizerischen Geldpolitik“, hrsg. von H. Sieber und E. Tuchtfeldt, Bern-Stuttgart 1969.
- O. Veit*: Grundriß der Währungspolitik, 3. Aufl., Frankfurt 1969.
- H. Giersch*: Growth, Cycles, and Exchange Rates – the Experience of West Germany, Stockholm 1970.
- E. Spitäler*: The 1961 Revaluations and Exports of Manufactures, in: International Monetary Fund: „Staff Papers“, Vol. XVII No. 1, Washington 1970.
- F. Aschinger*: Das Währungssystem des Westens, Frankfurt 1971.
- L. Brawand*: Wohin steuert die deutsche Wirtschaft? München 1971.
- H. Müller-Groeling* (Hrsg.): Beiträge und Stellungnahmen zu Problemen der Währungspolitik; mit Beiträgen von H. Giersch, G. Haberler u. a., Kiel 1971.
- E. B. Chalmers*: International interest rate war, London 1972.
- O. Küng*: Außenwirtschaftliche Absicherung gegen die importierte Inflation, in: „Außenwirtschaft“, Heft IV/1972.
- O. Emminger*: Statement on the exchange crisis of February/March 1973 to the „Deputies of the Committee of Twenty“, Washington 1973.
- H. Ehrenberg*: Zwischen Marx und Markt, Frankfurt 1973.
- H. Giersch*: Some Neglected Aspects of Inflation in the World Economy, Kiel 1973.
- O. Issing*: Währungspolitik im Spannungsfeld wirtschaftspolitischer Zielkonflikte, in: „Soziale Marktwirtschaft im Wandel“, hrsg. von E. Tuchtfeldt, Freiburg 1973.
- W. Vocke*: Memoiren, Stuttgart 1973.
- M. C. Deppler*: Some Evidence on the Effects of Exchange Rate Changes on Trade, in: International Monetary Fund: „Staff Papers“, Vol. XXI No. 3, Washington 1974.
- A. Gutowski*: Chancen für die Stabilität bei unterschiedlichen Währungssystemen, in: „Ordo“, Bd. XXV, 1974.
- H. Lipfert*: Wechselkursflexibilität und außenwirtschaftliche Absicherung, in: „Währungsstabilität in einer integrierten Welt“, Stuttgart 1974.
- F. Machlup*: Der Außenwert des Dollars, Tübingen 1974.
- NZZ-Schriften zur Zeit*: Feuertaufe für das Floating, Praktische Erfahrungen mit flexiblen Wechselkursen; mit Beiträgen von F. A. Lutz, J.-P. Blancpain u. a., Zürich 1975.
- O. Veit*: Währungspolitik ohne Währungssystem, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 10. Heft/1975.

## 2. Amtliche Publikationen:

- Bank deutscher Länder / Deutsche Bundesbank*: Monats- und Geschäftsberichte, laufende Jahrgänge.
- Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft*: Sammelband der Gutachten von 1948 bis 1972, Göttingen 1973.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*: Laufende Jahresgutachten seit 1964.
- OECD*: Monetary Policy in Germany, Paris 1973.
- IWF, OECD, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich*: Jahresberichte und andere laufende Publikationen dieser Institutionen.